ANEXO 16

Informe de valoración de Naturgy Energy Group, S.A. emitido por Duff & Phelps, S.L.U. con fecha 1 de julio 2021 e informe complementario al informe de valoración de fecha 27 de agosto de 2021

IFM Investors Pty Ltd
Level 29 Casselden Place
2 Lonsdale Street
Melbourne VIC 3000
Australia

1 de julio de 2021

Estimados/as Señores/as,

IFM Investors Pty Ltd ("IFM") ha contratado a Duff & Phelps, S.L.U. ("Duff & Phelps") para que actúe como experto de valoración independiente de IFM y proporcione un análisis de valoración (la "Valoración") sobre el valor de Naturgy Energy Group, S.A. ("Naturgy") a 31 de diciembre de 2020 (la "Fecha de Valoración") o en torno a dicha fecha en relación con la operación (la "Operación Propuesta") que se describe a continuación. La presente carta solo debe ser analizada junto con el informe de valoración (el "Informe") de fecha 1 de julio de 2021.

Descripción de la Operación Propuesta

El 26 de enero de 2021, Global InfraCo O (2) S.à.r.l. (el "Oferente"), sociedad participada íntegramente de forma indirecta por IFM Global Infrastructure Fund, decidió formular una oferta pública voluntaria parcial de adquisición sobre un máximo de 220.000.000 acciones de Naturgy, representativas del 22,689% de su capital social (la "OPA" o la "Oferta"). La OPA es de tipo voluntario y parcial de conformidad con lo previsto en el artículo 137 de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre ("LMV").

La Oferta se formula como una compraventa de acciones. La contraprestación ofrecida por el Oferente a los titulares de las acciones de Naturgy es de 22,37 euros por acción (el "Precio de la Oferta") que se ha ajustado en 0,63 euros por acción por el dividendo pagado el 17 de marzo de 2021 siendo la contraprestación ofrecida inicialmente de 23,00 euros por acción. En el caso de que Naturgy realizase o declarase cualquier distribución de dividendos o cualquier otro tipo de distribución a sus accionistas adicional, la contraprestación se reducirá en una cantidad equivalente al importe bruto por acción de la distribución, siempre que la fecha de publicación del resultado de la Oferta coincida o sea posterior a la fecha ex-dividendo correspondiente. La valoración se ha realizado a 31 de diciembre de 2020, fecha en la cual el dividendo de 0,63 euros por acción no se había distribuido, por lo que es comparable a la contraprestación ofrecida inicialmente de 23,00 euros por acción.

Contexto de la Valoración

En el contexto del procedimiento de autorización de la oferta formulada por el Oferente, IFM ha solicitado a Duff & Phelps la preparación de un informe en el que se proporcione una valoración independiente de conformidad con lo previsto en el artículo 137 de la LMV.

Duff & Phelps,S.L.U.
Paseo de la Castellana 81
Planta 24
28046 - Madrid

javier.zoido@duffandphelps.com
www.duffandphelps.com

Capacitación de Duff & Phelps

Duff & Phelps es una empresa de referencia de asesoramiento financiero independiente, que ofrece una amplia gama de servicios de valoración, banca de inversión y servicios de consultoría, que incluyen la elaboración de *fairness opinions* y *solvency opinions*, asesoramiento en fusiones y adquisiciones, servicios de *due diligence* para fusiones y adquisiciones, informes financieros y valoraciones de carácter fiscal, valoración de activos, y asesoramiento en disputas.

Alcance del Análisis

En relación con el Informe y esta Valoración, Duff & Phelps ha realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que ha considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias y, en particular, teniendo en cuenta la naturaleza, el alcance, y los requisitos del artículo 137 de la LMV. Asimismo, Duff & Phelps ha tenido en cuenta en su valoración las condiciones generales de carácter económico, de mercado y la situación financiera de Naturgy, así como su experiencia en la valoración de acciones y empresas, en general.

Los procedimientos, averiguaciones y análisis financieros realizados por Duff & Phelps han supuesto, entre otras, las siguientes acciones que se resumen a continuación:

1. Debate con IFM y sus asesores, sobre las operaciones, condiciones financieras, perspectivas de futuro, operaciones previstas y previsiones de Naturgy;
2. Revisión de la información pública financiera y del negocio de Naturgy, y del sector en el que opera, así como otra información pública listada en el Informe;
3. Revisión de las cuentas anuales auditadas de Naturgy desde el ejercicio finalizado en 2017 hasta el 2020, así como de otra información financiera publicada, como informes trimestrales y memorias anuales;
4. Revisión de aquellos otros documentos, informes de analistas y estudios financieros, así como realización de otros análisis que Duff & Phelps ha considerado apropiados y, en particular, teniendo en consideración los requisitos del artículo 137 de la LMV; y
5. Realización de determinados análisis de valoración utilizando los métodos expresamente mencionados en el artículo 137 de la LMV, además de otros métodos generalmente aceptados, incluyendo (i) análisis de descuento de flujos de caja; (ii) análisis de una selección de múltiplos de sociedades cotizadas; (iii) análisis del precio y la cotización de las acciones de Naturgy; y (iv) análisis de múltiplos de una selección de operaciones de fusiones y adquisiciones.

Resumen de Métodos de Valoración

Para la preparación del Informe Duff & Phelps ha llevado a cabo diversos análisis financieros y comparativos, incluidos los enumerados a continuación. La estimación del valor de una empresa es un proceso analítico complejo que implica diversas decisiones e hipótesis sobre los métodos de análisis financieros y de negocio más apropiados y relevantes, y la aplicación de dichos métodos a las circunstancias concretas, por lo que el sistema y procedimiento de cálculo de una valoración no se presta fácilmente a ser descrito de forma resumida. Duff &

Phelps cree que todos sus análisis y juicios son fundamentales para la Valoración. No obstante, a continuación se expone un resumen de determinados análisis que han sido llevados a cabo por Duff & Phelps.

El artículo 137 de la LMV exige expresamente que se tengan en consideración los siguientes métodos, cada uno de los cuales ha sido analizado específicamente en el Informe:

- Valor Teórico Contable;
- Valor Liquidativo;
- El valor medio del mercado en un determinado período;
- El valor de la contraprestación pagada por el Oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta; y
- Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como:
    - Análisis de descuento de flujos de caja;
    - Análisis de múltiplos de una selección de sociedades cotizadas; y
    - Análisis de múltiplos de una selección de operaciones de fusiones y adquisiciones;

Hipótesis

Para la realización de sus análisis y la elaboración de esta Valoración en relación con la Operación Propuesta, Duff & Phelps:

1. Ha confiado en que todos los datos obtenidos de fuentes públicas son precisos, completos y veraces;

2. Ha asumido que el Oferente ha sido asesorado por abogados de primer nivel en relación con todos los aspectos legales relativos a la Operación Propuesta, incluyendo todos los procedimientos exigidos por la legislación aplicable en relación con todos los aspectos de la Operación Propuesta en tiempo y forma;

3. Ha asumido que toda la información que le ha sido facilitada se trata de la mejor disponible en el momento de ser elaborada o expresada y con la buena fe de las personas que la han elaborado o expresado;

4. Ha asumido que la valoración se ha realizado a fecha de 31 de diciembre de 2020. Las cuentas anuales auditadas de Naturgy más cercanas son a 31 de diciembre de 2020;

5. Ha revisado los resultados presentados por Naturgy para el primer trimestre de 2021, así como aquellos hechos relevantes anunciados por la Compañía con posterioridad al 31 de diciembre de 2020, de cara a que la Valoración sea válida a fecha de emisión del Informe; y

6. Ha asumido que todos los consentimientos y aprobaciones gubernamentales, regulatorios o de otra índole necesarios para la consumación de la Operación Propuesta se obtendrán sin que tenga algún efecto adverso en Naturgy.

En caso de que cualquiera de las hipótesis anteriores o cualquiera de los hechos en los que se basa esta Valoración resultara ser falso en cualquiera de sus aspectos relevantes, no se podría ni se debería confiar en esta Valoración. Asimismo, en relación con el análisis realizado por Duff & Phelps y la elaboración de esta Valoración, Duff & Phelps ha tomado numerosas hipótesis sobre las expectativas del sector, las condiciones generales de carácter empresarial, económico y de mercado, así como sobre otras cuestiones, muchas de las cuales quedan fuera del alcance de todas las personas que han intervenido en la Operación Propuesta.

Duff & Phelps ha realizado sus análisis y preparado esta Valoración basándose en la información financiera disponible a la Fecha de Valoración, incluyendo las cuentas anuales auditadas a 31 de diciembre de 2020 y los resultados del primer trimestre presentados por la Compañía. Duff & Phelps se ha basado, por resultar necesario, en las condiciones de mercado, económicas, financieras y de otro tipo de Naturgy tanto a la Fecha de Valoración, como a la fecha de este Informe. Duff & Phelps se exime de cualquier compromiso u obligación de informar a cualquier persona sobre las modificaciones de cualquier hecho o cuestión que afecte a esta Valoración de los que Duff & Phelps pudiera tener conocimiento después de la Fecha de Valoración y no asumimos ninguna obligación respecto de la actualización, revisión o confirmación de esta Valoración de acuerdo con las circunstancias, desarrollos o eventos que tengan lugar después de la Fecha de Valoración.

Duff & Phelps no ha evaluado la solvencia de Naturgy ni ha realizado una evaluación independiente ni una inspección física de ningún activo o pasivo concreto (contingente ni de ninguna otra clase). No se está expresando ninguna opinión sobre el precio futuro al que pueden cotizar de las acciones de Naturgy.

Este informe se emite para que el oferente pueda dar cumplimiento a lo previsto en el artículo 137 de la Ley del Mercado de Valores, esto es, la justificación del precio de la OPA considerando los métodos de valoración aplicables y su respectiva relevancia.

Esta Valoración no debe considerarse una evaluación de riesgo, una *fairness opinion*[1], una opinión sobre la solvencia, un análisis de la solvencia crediticia de Naturgy, ni asesoramiento fiscal o contable. Duff & Phelps no ha realizado, ni asume ninguna responsabilidad por haber realizado declaración alguna, ni por haber emitido opinión alguna, sobre cuestiones legales. Debido a su propia naturaleza, el trabajo de valoración no puede considerarse una ciencia exacta, siendo las conclusiones alcanzadas, en muchas ocasiones, por necesidad, subjetivas y dependientes de un enjuiciamiento personal.

Esta Valoración se facilita exclusivamente para el uso y en beneficio de IFM en relación con su planteamiento de la Operación Propuesta y no tiene por objeto conferir ningún derecho o potestad a ninguna otra persona ni así lo hace, como tampoco está destinada para ser utilizada, ni debe utilizarse, por ninguna otra persona para ningún otro propósito, sin el consentimiento expreso de Duff & Phelps. Esta Valoración (i) no aborda el fondo de la decisión empresarial subyacente para llevar a cabo la Operación Propuesta frente a otras estrategias u operaciones alternativas; (ii) no constituye una recomendación sobre cómo IFM, el Oferente o cualquier accionista debería actuar en relación con ninguna cuestión relacionada con la Operación Propuesta o sobre si proceder con la Operación Propuesta o cualquier otra

[1] Entendemos *fairness opinion* como una evaluación sobre si los términos de la transacción son justos o razonables.

operación. La decisión sobre proseguir con la Operación Propuesta o cualquier otra operación relacionada dependerá de la evaluación de unos factores que no están relacionados con el análisis financiero sobre el que se basa esta Valoración. No debe interpretarse que esta carta origina ninguna obligación de carácter fiduciario para Duff & Phelps con ninguna de las partes.

No obstante, Duff & Phelps acepta que el Informe pudiera ser mencionado e incorporado como un anexo al folleto explicativo de oferta por parte del Oferente, o en documentos similares.

Duff & Phelps no asume ninguna responsabilidad en relación con la exactitud o integridad de nuestro Informe frente a otras partes distintas de IFM.

Información Privilegiada

Duff & Phelps no ha llevado a cabo ninguna evaluación jurídica de la información facilitada por IFM o sus asesores en la preparación de la Valoración y asume que IFM conoce y entiende las limitaciones legales y las prohibiciones relativas al uso de información privilegiada (según se define en el Reglamento (UE) n ° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado).

Información sobre Relaciones Previas

Duff & Phelps ha actuado como experto de valoración independiente de IFM y recibirá unos honorarios por sus servicios. Ninguna parte de los honorarios de Duff & Phelps queda sujeta a la conclusión que se expresa en esta Valoración, ni al hecho de que la Operación Propuesta concluya o no con éxito.

Duff & Phelps no tiene ningún conflicto de interés de cara a la realización de este trabajo.

Conclusión

Con base en todos los factores que consideramos relevantes y asumiendo que la información que se nos ha facilitado es veraz y completa, y sujeto a lo anteriormente expuesto en nuestra Valoración a 31 de diciembre de 2020, el valor de las acciones de Naturgy es de 18,4 euros a 22,0 euros por acción, siendo la valoración válida a la fecha de emisión de este Informe.

Respetuosamente,

Duff & Phelps, S.LU.
Por Javier Zoido, Managing Director

IFM Investors Pty Ltd

Valoración independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

DUFF & PHELPS
A KROLL BUSINESS

1 de julio de 2021

Índice de Contenidos

1 INTRODUCCIÓN Y RESUMEN EJECUTIVO

1. Introducción y Resumen Ejecutivo……*4*

2 PROCEDIMIENTOS Y FUENTES DE INFORMACIÓN

2. Procedimientos y Fuentes de Información……*7*

3 DESCRIPCIÓN DEL GRUPO, INDUSTRIA Y ECONOMÍA

3.A. Descripción del Grupo……*10*
3.B. Industria……*60*
3.C. Economía……*77*

4 ANÁLISIS DE VALORACIÓN

4. Análisis de Valoración……*85*

5 VALOR TEÓRICO CONTABLE

5. Valor Teórico Contable……*87*

6 VALOR LIQUIDATIVO

6. Valor Liquidativo……*90*

7 COTIZACIÓN MEDIA PONDERADA

7. Cotización Media Ponderada……*92*

8 CONTRAPRESTACIONES PAGADAS CON ANTERIORIDAD

8. Contraprestaciones Pagadas con Anterioridad……*101*

9 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

9.A. Metodología……*103*
9.B. Coste Medio Ponderado del Capital……*108*
9.C. Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio……*122*

10 ENFOQUE DE MERCADO

10.A. Múltiplos de Compañías Cotizadas……*204*
10.B. Múltiplos de Transacciones……*212*

11 RESUMEN DE RESULTADOS

11. Resumen de Resultados……*239*

12 ANEXOS

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas……*241*
12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo……*258*
12.C. Compañías Comparables Cotizadas……*260*
12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid……*339*
12.E. Anexos del Modelo de Valoración……*341*
12.F. Soporte Estimativas Analistas……*411*
12.G. Nota importante……*418*

Sus contactos de Duff & Phelps, a Kroll Business para cualquier pregunta relacionada con este informe son:

Javier Zoido
Managing Director (Iberia VAS Leader)
Tel +34 910 389 010
javier.zoido@duffandphelps.com
javier.zoido@kroll.com

Jeffrey Schiedemeyer
Managing Director
jeff.schiedemeyer@duffandphelps.com

Eraj Weerasinghe
Managing Director
eraj.weerasinghe@duffandphelps.com

Ezequiel Botella
Director
ezequiel.botella@duffandphelps.com

Francisco Micheloto
Vice President
francisco.micheloto@duffandphelps.com

Glosario

ARS	Peso Argentino
Bn	*Billion* – miles de millones
BOE	Boletín Oficial del Estado
BRL	Real Brasileño
c.	Cerca de
CAPEX	*Capital Expenditures* – Inversión en Capital
CAPM	*Capital Asset Pricing Model*
CCGT	*Combined Cycle Gas Turbine* – Centrales de Ciclo Combinado
CEG	Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro, S.A.
CGE	Compañía General de Electricidad, S.A.
CLP	Peso Chileno
CMP	Cotización Media Ponderada
CNMC	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COD	*Commercial Operation Date* – Fecha de Funcionamento Comercial
Compañía	Naturgy Energy Group, S.A. y sociedades dependientes
Covid-19	*Coronavirus desease*
CRE	Comisión Reguladora de Energía
CRP	*Country Risk Premium* – Prima de Riesgo País
D&A	Depreciación y Amortización
D&P	Duff & Phelps S.L.U.
DFC	Descuento de Flujos de Caja
DFN	Deuda Financiera Neta
EBIT	*Earnings Before Interest, and Taxes* – Beneficio Antes de Intereses e Impuestos
EBITDA	*Earnings Before Interest, Taxes, and D&A* – Beneficios Antes de Intereses, Impuestos y D&A
EDECHI	Empresa de Distribución Eléctrica Chiriqui, S.A.
EDEMET	Empresa de Distribución Eléctrica Metro-Oeste, S.A.
EMEA	*Europe, Middle East, and Africa*
EMPL	*Europe-Maghreb Pipeline* – Gasoducto Europa-Magreb
Equity	*Fondos Propios*
ERP	*Equity Risk Premium* – Prima de Riesgo de Mercado
EUR, €	Euro
EV	*Enterprise Value* – Valor del Negocio
FCF	*Free Cash Flow* – Flujo de Caja Libre
FX	*Foreign Exchange Rate* – Tipo de Cambio de Divisas
g	Tasa de Crecimiento a Largo Plazo
GGM	Método Gordon-Shapiro
GJ	Gigajulio
GLP	Gas Licuado del Petróleo
GNL	Gas Natural Licuado
GPG	Global Power Generation, S.A.
Grupo	Naturgy Energy Group, S.A. y sociedades dependientes
GW	Gigavatio
GWh	Gigavatio hora
IFM	IFM Investors Pty Ltd
IMP	Ingreso Máximo Permitido
IPC	Índice de Precios al Consumo
k	Miles
km	Kilómetro
LAC	*Latin America and the Caribbean* – América Latina y el Caribe
LatAm	*Latin America* – América Latina
LMV	Ley de Mercado de Valores
Load factor	*Factor de carga – carga promedio dividida por la carga máxima en un periodo de tiempo especifico*
mmbtu	*Million British Thermal Units*
cfd	*Cubic Feets per Day* – Pies Cúbicos por Día
mm	Millones
MW	Megavatio
MWh	Megavatio hora
MXN	Peso Mexicano
n.a.	No Aplica
Naturgy	Naturgy Energy Group, S.A. y sociedades dependientes
NOPAT	*Net Operating Profit After Taxes* – Beneficio Operativo Neto Después de Impuestos
Oferente	Global InfraCo O (2) S.à.r.l.
O&M	Gastos de Operación y Mantenimiento
OMIE	Operador del Mercado Ibérico de Energía
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPEX	*Operating Expenses* – Gastos de Explotación
OTC	*Over The Counter*
PDM	Próximos Doce Meses
PIB	Producto Interior Bruto
PyG	Pérdidas y Ganancias
PMC	Periodo Medio de Compra
PMP	Periodo Medio de Pago
PNIEC	Plan Nacional Integrado de Energía y Clima
PPA	*Power Purchase Agreement* – Contratos de Compra de Energía
PP&E	Propiedad, Planta y Equipo
RAB	*Regulated Asset Base* – Base de Activos Regulados
REE	Red Eléctrica de España
Rf	*Risk Free* – Tasa Libre de Riesgo
Rm	*Market Return* – Retorno del Mercado
SABI	Sistema de Análisis de Balances Ibéricos
SDP	Suma de Partes
SSP	*Small Stock Premium* – Prima de Riesgo por Tamaño
TCAC	Tasa Compuesta Anual de Crecimiento
TSO	*Transmission System Operator* – Operador del Sistema de Transmisión
TRL	Tasa de Referencia Local
TW	Teravatio
TWh	Teravatio hora
UDM	Últimos Doce Meses
UE	Unión Europea
UK	*United Kingdom* – Reino Unido
UFD	UFD Distribución Electricidad S.A.
UFG	Unión Fenosa Gas, S.A.
USD, $	Dólar Estadounidense
VE	Valor Empresa o Valor del Negocio
VL	Valor Liquidativo
VR , VT	Valor Residual / Valor Terminal
vs.	Versus
VTC	Valor Teórico Contable
WACC	*Weighted Average Cost of Capital* – Coste Medio Ponderado de Capital
WK	*Working Capital* – Capital Circulante

1 Introducción y Resumen Ejecutivo

Introducción

Antecedentes y alcance de los servicios

Duff & Phelps, S.L.U. ("Duff & Phelps" o "D&P") ha sido contratado por IFM Investors Pty Ltd ("IFM" o el "Cliente") para que actúe como firma de valoración independiente y proporcione una valoración (la "Valoración") en relación con la transacción que se describe a continuación bajo los criterios del artículo 137 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre ("LMV").

El 26 de enero de 2021, Global InfraCo O (2) S.à.r.l. (el "Oferente"), sociedad participada íntegramente de forma indirecta por IFM Global Infrastructure Fund, decidió formular una oferta pública voluntaria parcial de adquisición sobre un máximo de 220.000.000 acciones de Naturgy, representativas del 22,689% de su capital social (la "OPA" o la "Oferta"). La OPA es de tipo voluntario y parcial de conformidad con lo previsto en el artículo 137 de la LMV y su precio está sujeto a determinados requisitos.

De acuerdo al artículo 137.2 de la LMV, el Oferente debe presentar un informe de valoración independiente de Naturgy (el "Informe") como parte de la documentación de la transacción contemplada.

La contraprestación ofrecida por el Oferente a los titulares de las acciones de Naturgy es de 22,37 euros por acción (el "Precio de la Oferta") que se ha ajustado en 0,63 euros por acción por el dividendo pagado el 17 de marzo de 2021 siendo la contraprestación ofrecida inicialmente de 23,00 euros por acción. En el caso de que Naturgy realizase o declarase cualquier distribución de dividendos o cualquier otro tipo de distribución a sus accionistas adicional, la contraprestación se reducirá en una cantidad equivalente al importe bruto por acción de la distribución, siempre que la fecha de publicación del resultado de la Oferta coincida o sea posterior a la fecha ex-dividendo correspondiente. La valoración se ha realizado a 31 de diciembre de 2020, fecha en la cual el dividendo de 0,63 euros por acción no se había distribuido por lo que es comparable a la contraprestación ofrecida inicialmente de 23,00 euros por acción.

Nuestra Valoración es realizada a fecha de 31 de diciembre de 2020 (la "Fecha de Valoración") por ser el cierre de mes anterior más cercano a la fecha de la OPA.

Antecedentes y alcance de los servicios (cont.)

Si bien realizamos el grueso del trabajo de campo antes de la fecha de presentación de la OPA, cuando las cuentas anuales auditadas de 2020 de Naturgy no estaban aún disponibles, hemos actualizado posteriormente la valoración para considerarlos.

Hemos utilizado las cuentas anuales auditadas más recientes disponibles del Grupo, a 31 de diciembre de 2020. Las conclusiones de nuestro informe son válidas a la fecha de emisión del mismo. Asimismo, este análisis de valoración es previo a la distribución de dividendos que se produjo en marzo de 2021.

Si bien nuestra Fecha de Valoración es 31 de diciembre de 2020, fecha de las últimas cuentas anuales auditadas antes de la presentación de la Oferta, de cara a que nuestra Valoración sea válida a la fecha de emisión de este Informe, se han considerado los resultados presentados por el Grupo para el primer trimestre de 2021 y otros hechos posteriores relevantes a la Fecha de Valoración.

La Valoración ha sido realizada conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 137.2 de la LMV. Las metodologías de valoración a las que se refieren el citado artículo son:

- Valor teórico contable ("VTC");
- Valor liquidativo ("VL");
- El valor medio del mercado en un determinado período;
- El valor de la contraprestación pagada por el Oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta; y
- Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional. En esta valoración en particular, hemos considerado los métodos del Descuento de Flujos de Caja ("DFC"), múltiplos de compañías comprables y múltiplos de transacciones.

Estos métodos se explican con más detalle en la *Sección 4*, Análisis de Valoración.

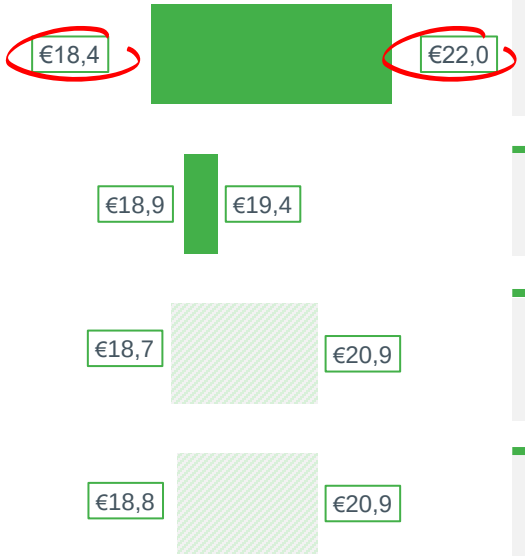
Resumen Ejecutivo

Resumen ejecutivo

De acuerdo con las metodologías de valoración requeridas en el artículo 137.2 de la LMV, concluimos que, a Fecha de Valoración, se puede estimar de manera razonable que el valor por acción de Naturgy se encuentra en un rango entre **€18,4 y €22,0**[1], obtenido mediante la metodología de DFC, siendo estas conclusiones válidas a la fecha de emisión del Informe. Las metodologías más adecuadas para estimar el valor de las acciones de Naturgy son el DFC y la cotización media ponderada. Sin embargo, consideramos que la más adecuada entre ambas es el DCF basado en una suma de partes ("SDP"), valorando cada línea de negocio de manera individual.

Metodología de valoración (€ por acción)

Metodologías de valoración principales | Metodologías de contraste



Descuento de Flujos de Caja

Creemos que el DFC captura mejor que el resto de metodologías las expectativas reales sobre la capacidad del Grupo para generar retorno a sus accionistas. Consulte la *Sección 9* para obtener más información.

Cotización media ponderada

Consideramos la cotización media ponderada como una metodología adecuada para la estimación de valor. Consulte la *Sección 7* para mayor detalle.

Múltiplos de cotizadas

Consideramos la metodología de múltiplos de compañías cotizadas como una metodología de contraste del DFC. Consulte la *Sección 10.A* para obtener más información.

Múltiplos de transacciones

Consideramos la metodología de múltiplos de transacciones como una metodología de contraste al valor derivado del DFC. Consulte la *Sección 10.B* para obtener más información.

Metodologías no relevantes

- **Valor teórico contable:** No consideramos como relevante la metodología del valor teórico contable ya que se trata de un enfoque de valoración estático que no captura las expectativas futuras sobre la Compañía. En este caso, es significativamente inferior a la valoración obtenida aplicando la metodología DFC. Consulte la *Sección 5* para obtener más información.
- **Valor liquidativo:** La aplicación de la metodología de valor liquidativo resultaría en una valoración significativamente menor que la obtenida mediante otras metodologías de valoración consideradas en este informe. Por consiguiente, no consideramos apropiado valorar las acciones de Naturgy bajo este enfoque. Consulte la *Sección 6* para obtener más información.
- **Contraprestaciones pagadas con anterioridad:** No existen. Consulte la *Sección 8* para obtener más información.

[1] El rango concluido compara con los €23,0 por acción de la oferta inicial antes del ajuste de dividendos.

2

Procedimientos y Fuentes de Información

Procedimientos

Procedimientos

Duff & Phelps ha realizado las revisiones, análisis y averiguaciones que ha considerado necesarias y apropiadas a las circunstancias y, en particular, teniendo en consideración los requisitos del artículo 137.2 de la LMV, para estimar el valor de las acciones del Grupo a Fecha de Valoración.

Asimismo, Duff & Phelps ha tenido en cuenta en su análisis las condiciones generales de carácter económico, de mercado y la situación financiera del Grupo existentes a la Fecha de Valoración, así como su experiencia en la valoración de acciones y compañías, en general.

Este informe se ha elaborado de acuerdo a información pública disponible de Naturgy, así como el análisis propio de Duff & Phelps basado en información de la industria y del mercado. Duff & Phelps no ha tenido acceso al consejo de administración ni a la dirección de Naturgy, y no ha recibido información ni proyecciones de ninguno de ellos.

Consideramos en este caso que la información pública existente es suficiente para estimar de forma razonable el valor de las acciones del Grupo.

Cabe resaltar que en la publicación de los resultados de 2020, el Grupo ha cambiado la estructura de reporte respecto de las diferentes líneas de negocio. Sin embargo, a efectos de esta Valoración, hemos mantenido la estructura previa, al ser la estructura que se conocía antes de la fecha de presentación de la Oferta, y también por contar con datos históricos de más ejercicios y referencias de mercado. En cualquier caso, consideramos que la variación en la estructura de reporte del Grupo, respecto de las distintas líneas de negocio, no tiene impacto en nuestra conclusión sobre el valor de las acciones de Naturgy.

En particular, los procedimientos, estudios y análisis financieros de Duff & Phelps con respecto a la prestación de los Servicios incluyen, entre otros, los puntos resumidos a continuación:

Procedimientos (cont.)

- Revisión de los estados financieros históricos auditados de Naturgy para los ejercicios 2018 a 2020 y otra información financiera publicada, como informes trimestrales hasta el cierre de 2020;
- Análisis de las operaciones, el mercado, la situación financiera, el desempeño y las directrices y previsiones de evolución del Grupo;
- Análisis tanto para Naturgy en su conjunto como para cada una sus líneas de negocio, del entorno económico, las características de la industria y la regulación, así como sus tendencias, para evaluar cualquier supuesto sobre el desempeño futuro del Grupo;
- Revisión de cierta información pública del negocio y financiera de Naturgy, de compañías comparables cotizadas y de la industria;
- Revisión del plan estratégico del Grupo 2018-2022 publicado en junio de 2018 y análisis sobre la conveniencia de su utilización;
- Análisis de los hechos relevantes y las comunicaciones al mercado de Naturgy susceptibles de impactar en nuestras conclusiones;
- Revisión de las proyecciones financieras y perspectivas proporcionadas en los informes de analistas detallados en la sección 9 del presente Informe. Dicho análisis se ha realizado con los últimos informes disponibles antes de la presentación de la Oferta. En el caso de los negocios de Argentina, GPG y GNL debido a la ausencia de información pública se han considerado las estimaciones de los analistas a la hora de definir las proyecciones financieras;
- Revisión de aquellos otros documentos e informes de analistas financieros, así como realización de aquellos análisis que Duff & Phelps ha considerado apropiados, incluyendo los requisitos del artículo 137.2 de la LMV; y
- Realización de análisis de valoración utilizando técnicas y métodos de valoración generalmente aceptados, incluidos los métodos contemplados en el artículo 137.2 de la LMV y otras metodologías de valoración, como por ejemplo el DFC, múltiplos de compañías comparables cotizadas y de transacciones.

Fuentes de Información

Fuentes de información

Duff & Phelps se ha basado en la información pública disponible de Naturgy, así como también en su propio análisis basado en recursos de la industria y del mercado. Como se ha mencionado previamente, Duff & Phelps no ha tenido acceso al consejo de administración ni a la dirección de Naturgy, y no ha recibido ninguna información o proyecciones de ninguno de ellos. Pese a ello, consideramos que la información pública existente es suficiente para estimar de forma razonable el valor de las acciones del Grupo.

En el curso de nuestro análisis, hemos utilizado información financiera y de otra índole, incluyendo información sobre las proyecciones financieras así como también modelos financieros del Oferente, así como de diversas fuentes públicas, financieras y de la industria. Nuestras conclusiones dependen de que dicha información esté completa y sea precisa en todos los aspectos. Sin embargo, el alcance de nuestro trabajo no nos permite aceptar la responsabilidad por la exactitud o integridad de la información proporcionada por terceros.

Los principales documentos escritos, registros y fuentes utilizadas por Duff & Phelps en la realización de los Servicios incluyen, entre otros:

Información y fuentes relevantes

- Cuentas anuales consolidadas e informes anuales de Naturgy de 2018, 2019 y 2020;
- Informes financieros trimestrales de Naturgy del 2019, 2020 y 1T de 2021;
- Plan estratégico 2018-2022 divulgado públicamente en la página web de la Compañía, como hecho relevante el 28 de junio del 2018;
- Estados financieros de varias filiales, incluyendo filiales en España, México, Panamá, Chile, Brasil y Argentina;
- Comunicados de prensa y hechos relevantes de la CNMV;

Fuentes de información (cont.)

Información y fuentes relevantes (cont.)

- Modelos financieros del Oferente;
- Varios informes específicos de la industria / sector;
- Informes de analistas;
- Documentos de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (“CNMC”) y Boletín Oficial del Estado (“BOE”);
- S&P Capital IQ;
- IHS Global Insight;
- Bloomberg LP;
- BARRA Beta;
- Estudios internos de Duff & Phelps;
- OMIE/OMIP;
- SABI;
- Página web de Red Eléctrica Española;
- Página web de Naturgy y sus filiales; y
- Documentos de los organismos reguladores de varios países.

3 Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo

- 3.A.1. Descripción de la Compañía
- 3.A.2. Plan Estratégico
- 3.A.3. Análisis Financiero del Grupo

3.B. Industria

3.C. Economía

Descripción del Grupo

Naturgy

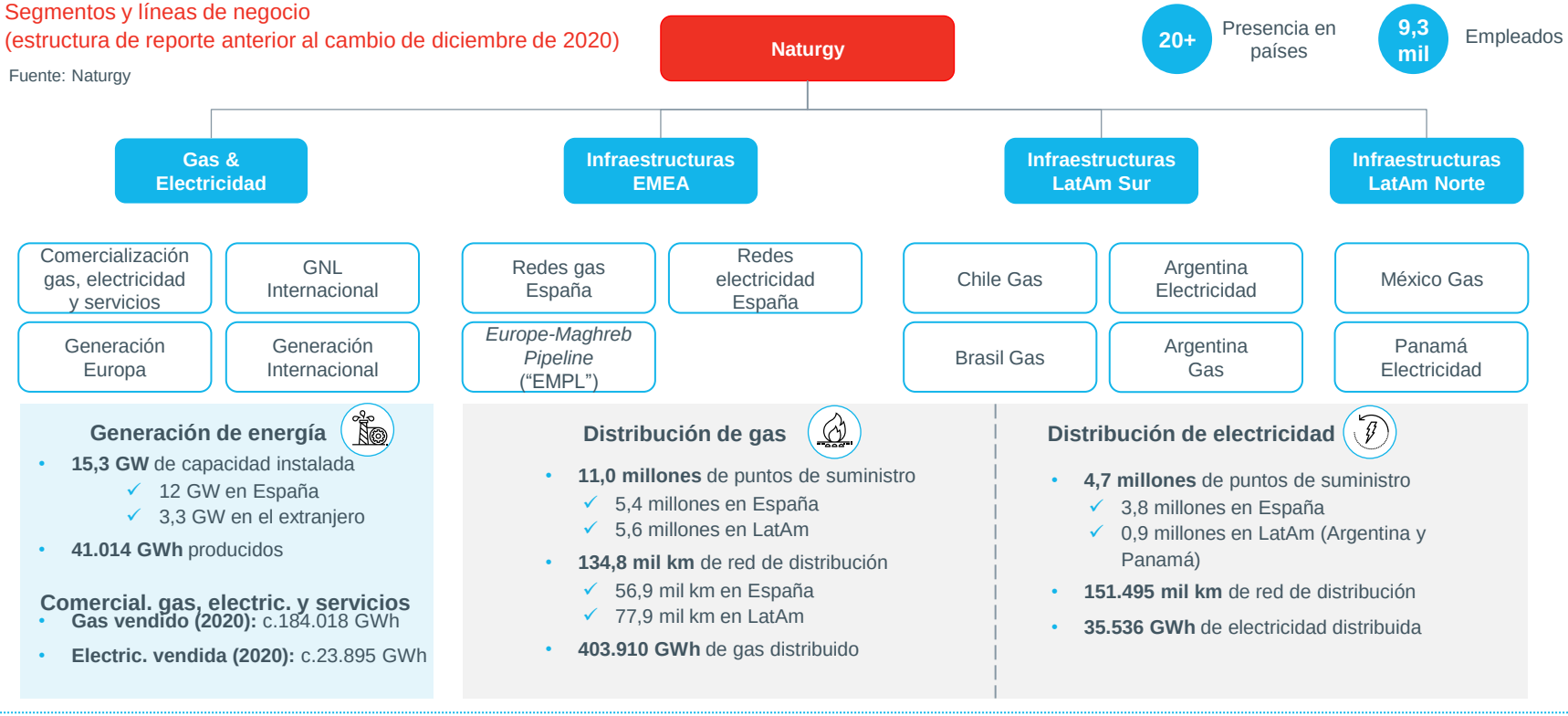
Naturgy, grupo fundado en 1843, está dedicada al suministro, regasificación, transporte, almacenamiento, distribución y venta de gas natural, y generación y venta de energía en España y en el extranjero. El Grupo tiene a la sociedad Naturgy Energy Group, S.A. como la sociedad matriz actuando como sociedad holding, pudiendo al efecto constituir o participar en otras sociedades. Dicha matriz, recibe dividendos de las filiales e ingresos financieros de los préstamos concedidos a sus filiales.

Naturgy es el líder del mercado de distribución de gas en España y el tercer operador en el mercado español de distribución de electricidad, según la Compañía. En España es la mayor compañía integrada de gas y electricidad y cuenta con más de 18 millones de clientes en todo el mundo. La presencia internacional de la Compañía se ha incrementado de manera constante, estando posicionada principalmente en América Latina ("LatAm") fuera de España.

1. **Gas y Electricidad:** la Compañía proporciona servicios que incluyen la generación de energía (en España y en el extranjero) a través de fuentes convencionales y renovables, comercialización de gas y electricidad, y transporte y venta de GNL.
2. **Infraestructuras EMEA y LatAm:** principalmente negocios regulados relacionados con la distribución de electricidad y gas.

Segmentos y líneas de negocio
(estructura de reporte anterior al cambio de diciembre de 2020)

Fuente: Naturgy

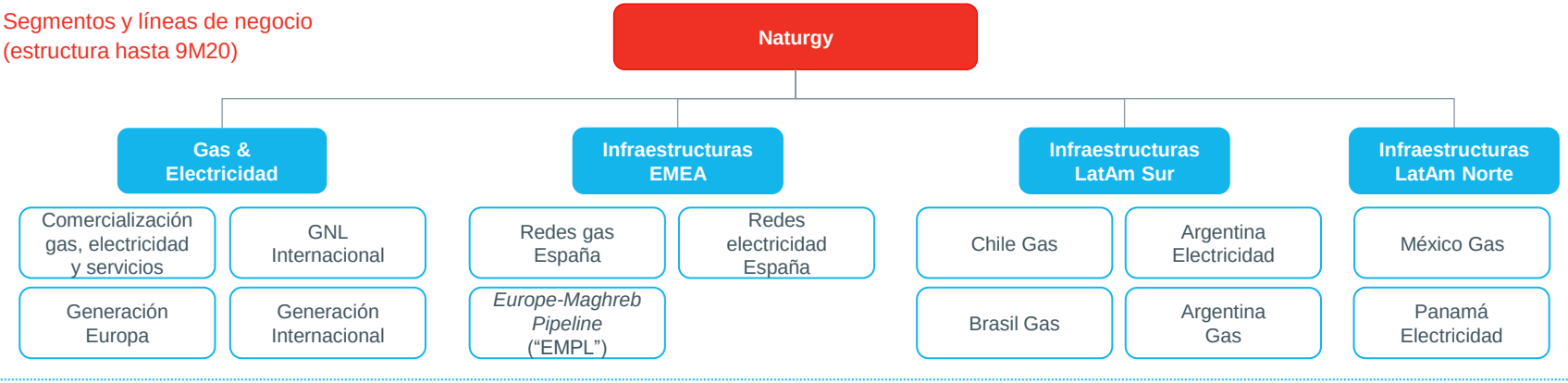


Descripción del Grupo

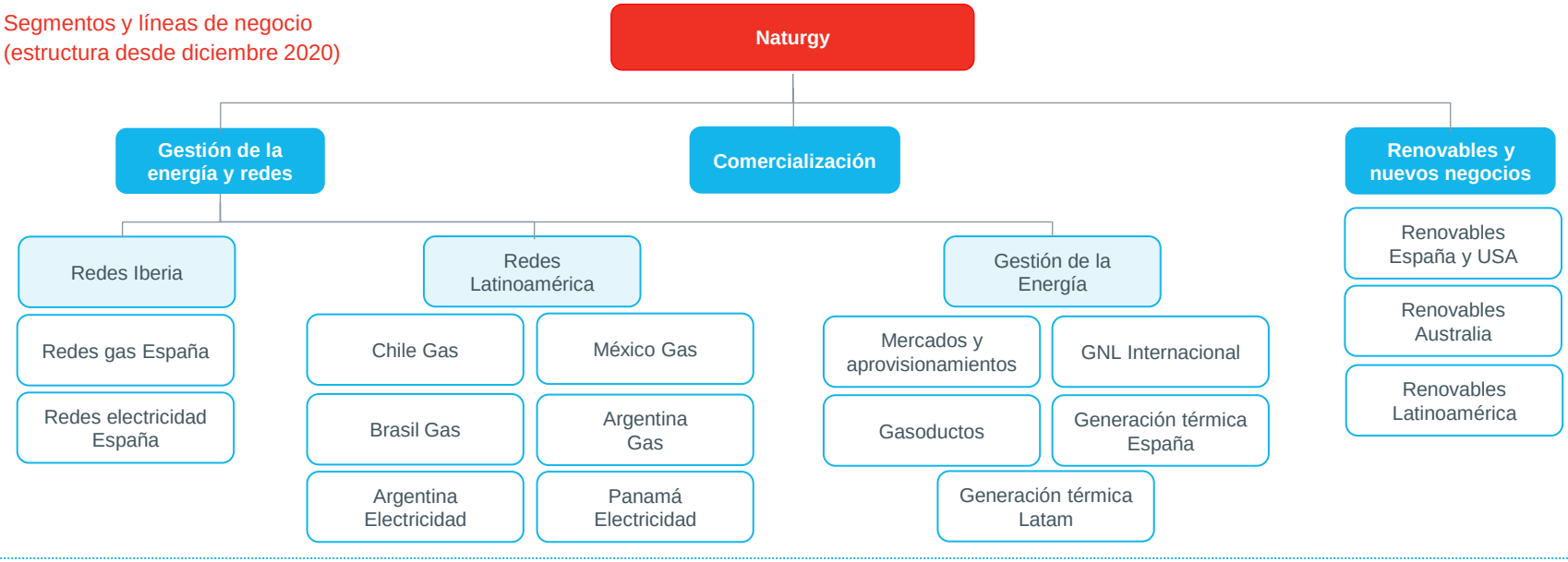
Naturgy (cont.)

Tal y como hemos comentado anteriormente, es importante destacar que en la presentación de los resultados de 2020, publicados después de la fecha de la presentación de la Oferta, se ha cambiado la estructura de reporte de resultados de los diferentes segmentos y líneas de negocio en relación a la forma como se presentaban hasta los 9M20.

Segmentos y líneas de negocio (estructura hasta 9M20)



Segmentos y líneas de negocio (estructura desde diciembre 2020)



Fuente: Naturgy

Descripción del Grupo

Análisis financiero del grupo

La información financiera histórica del período 2016 - 2020 se muestra en la siguiente tabla.

Evolución cuenta de resultados 2016 – 2020 (€mm)

	2016(1)	2017	2018	2019	2020	TCAC (16-20)
Ventas Netas	**21.908**	**23.207**	**24.339**	**20.761**	**15.345**	*(8,5%)*
% Crecimiento anual	*N.A.*	*5,9%*	*4,9%*	*(14,7%)*	*(26,1%)*	
EBITDA Reportado	**4.664**	**3.903**	**4.019**	**4.252**	**3.449**	*(7,3%)*
% Margen EBITDA (Reportado)	*21,3%*	*16,8%*	*16,5%*	*20,5%*	*22,5%*	

Nota: Los resultados no son totalmente comparables debido a cambios en el perímetro de consolidación y a la aplicación de la NIIF 5 en diversos ejercicios.
(1) Cifras reportadas. Fuente: CCAA y presentación de resultados de Naturgy.

El plan estratégico 2018-2022 de Naturgy se centra en: i) sencillez y "*accountability",* ii) optimización, iii) disciplina financiera, y iv) retribución al accionista. En general, el EBITDA reportado ha aumentado en el período 2017-2019, debido al aumento de las actividades internacionales y la eficiencia en todos los negocios. Tras el efecto del Covid-19, consideramos que el plan estratégico 2018-2022 no refleja la situación actual y perspectivas futuras de la Compañía. En consecuencia, D&P basándose exclusivamente en información pública y teniendo en consideración las características de Naturgy y del sector en el que opera ha confeccionado sus propias proyecciones financieras. Ver sección 3.A.2 para más detalle.

En el 2020 los resultados se vieron afectados por i) la menor demanda de energía y gas en varias de las geografías en comparación con el año anterior, ii) la depreciación de las divisas latinoamericanas frente al euro y iii) la continuación de la presión a la baja de los precios del gas y la pérdida de competitividad en las condiciones de contratación de gas en las actividades no reguladas.

Desglose por país 2019-2020

	Ingresos		EBITDA Ordinario	
	2019	2020	2019	2020
España	*68,0%*	*66,9%*	*59,1%*	*65,4%*
LatAm	*19,6%*	*19,1%*	*31,0%*	*33,0%*
Otros	*12,4%*	*13,9%*	*9,9%*	*1,6%*

Nota: Estimación de desglose basado en Ingresos y EBITDA de las líneas de negocio (ver páginas siguientes para más información).

Análisis financiero del grupo (cont.)

Desglose de ingresos y EBITDA (2019 / 2020) %

Ingresos	2019	2020
Comercialización de gas, electricidad y servicios	53,9%	49,2%
GNL Internacional	11,8%	13,0%
Generación Europa	5,6%	7,1%
Generación Internacional	3,2%	3,4%
Redes gas España	4,3%	5,5%
Redes electricidad España	3,0%	3,9%
EMPL	1,2%	1,2%
Chile gas	2,6%	2,4%
Brasil gas	6,3%	4,7%
Argentina electricidad & gas	2,4%	2,4%
México gas	2,2%	2,7%
Panamá electricidad	3,1%	3,5%
Resto (Otros)	0,5%	0,8%
Total Ingresos	**20.761**	**15.345**

EBITDA	2019	2020
Comercialización de gas, electricidad y servicios	6,8%	3,0%
GNL Internacional	12,0%	3,7%
Generación Europa	7,1%	10,9%
Generación Internacional	8,9%	9,2%
Redes gas España	21,9%	25,8%
Redes electricidad España	15,9%	18,8%
EMPL	7,4%	7.0%
Chile gas	5,6%	6,0%
Brasil gas	6,2%	5,9%
Argentina electricidad & gas	2,0%	2,1%
México gas	5,4%	6,4%
Panamá electricidad	3,5%	3,8%
Resto (Otros)	(2,6%)	(2,6%)
Total EBITDA	**4.252**	**3.449**

Gas & Electricidad Infraestructuras EMEA Infraestructuras LatAm Sur / Norte

Nota: Los ingresos mostrados en esta tabla no incluyen "Otros y Eliminaciones" y el EBITDA mostrado no incluye el segmento "Resto". Cifras reportadas bajo la nueva estructura de reporte y adaptadas a la estructura anterior a diciembre de 2020, por lo que podría existir alguna diferencia no significativa.

El impacto económico sin precedentes del Covid-19 representa un desafío significativo para el grupo. Los resultados también se vieron afectados por el nuevo marco regulatorio que entró en vigor en 2019, y la menor retribución en Redes electricidad España, así como por la disminución de la capacidad de volumen en la línea de negocio EMPL, vigente desde febrero de 2020.

Descripción del Grupo

Comercialización gas, electricidad y servicios

La línea de negocio de Comercialización de gas, electricidad y servicios se enfoca principalmente en la comercialización de gas, energía y servicios, comúnmente denominados "*downstream*" o "*marketing*".

Naturgy es el líder minorista de gas en España, con una cuota de mercado de alrededor del 23% en el país.

En el segmento de electricidad, Naturgy es uno de los principales comercializadores del mercado español y es líder tanto en el segmento de consumo general como en el residencial. Su cuota de mercado en España se sitúa en torno al 10%.

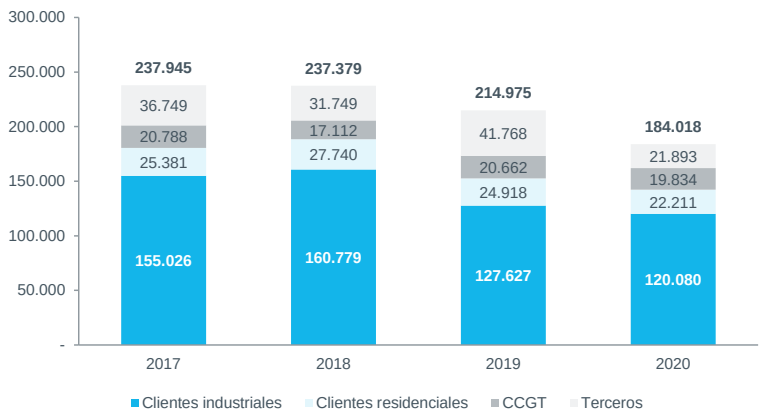
Debido a la posición de liderazgo de la Compañía tanto en el suministro de gas como de energía, el Grupo tiene ventajas sustanciales, que incluyen costes de servicio más bajos, servicios integrados de atención al cliente, costes de aprovisionamiento más bajos, así como una mayor fidelidad del cliente.

KPIs de Comercialización gas, electricidad y servicios

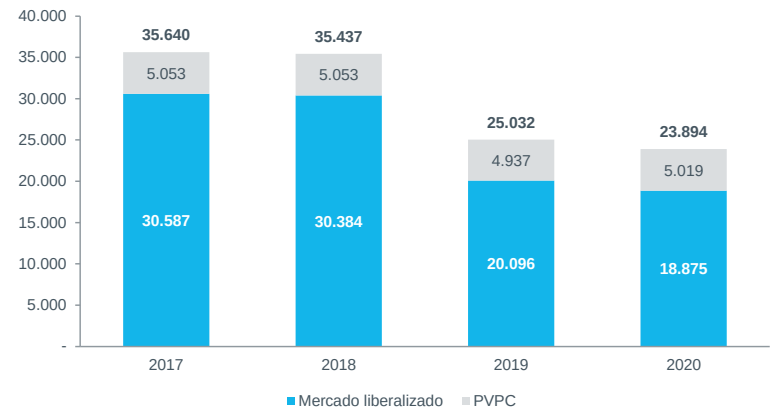
- **Nº de contratos por cliente (2020):** c.1,55
- **Gas vendido (2020):** c.184.018 GWh
- **Electricidad vendida (2020):** c.23.895 GWh
- **Desglose de clientes por GWh (2020):** 120.080 industrial, 22.211 residencial, 19.834 CCGT y 21.893 a terceros

Comercialización gas, electricidad y servicios (cont.)

Evolución de ventas de gas (GWh)



Evolución de ventas de electricidad (GWh)



Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

Descripción del Grupo

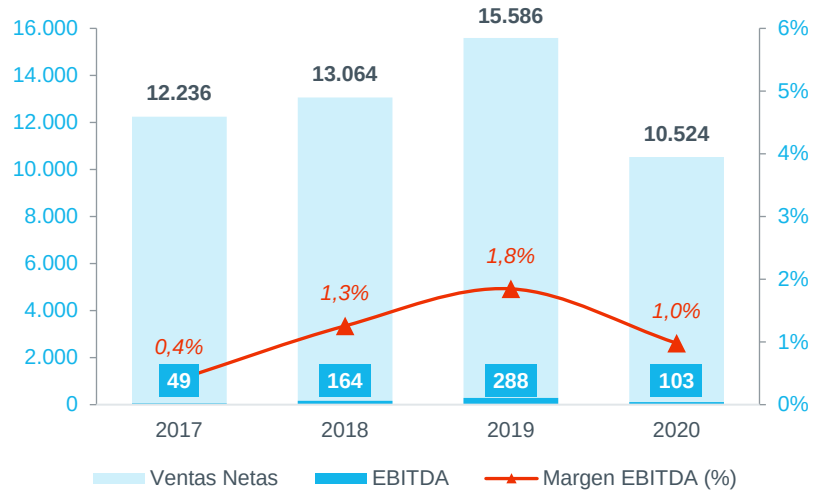
Comercialización gas, electricidad y servicios (cont.)

Comercialización de gas, electricidad y servicios (€mm)	2017	2018	2019(1)	2020(1)
Ventas Netas	**12.236**	**13.064**	**15.586**	**10.524**
Crecimiento (%)		*6,8%*	*19,3%*	*-32,5%*
Aprovisionamientos	(11.686)	(12.428)	(14.978)	(10.093)
Margen Bruto	**550**	**636**	**608**	**431**
Otros ingresos operativos	20	10	8.715	29
Gastos de personal	(110)	(134)	(117)	(133)
Impuestos	(62)	(63)	(14)	(26)
Otros gastos operativos	(349)	(285)	(222)	(198)
EBITDA	**49**	**164**	**288**	**103**
Margen EBITDA (%)	*0,4%*	*1,3%*	*1,8%*	*1,0%*
Crecimiento EBITDA (%)		*234,7%*	*75,6%*	*-64,2%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(97)	(139)	(145)	(182)
EBIT	**(48)**	**25**	**143**	**(79)**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Comercialización gas, electricidad y servicios (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- Durante 2019, el EBITDA se incrementó en €124mm hasta alcanzar los €288mm. La evolución positiva del negocio se debió a: i) mayores márgenes en la comercialización de electricidad, debido a menores precios del *pool*, ii) la nueva estrategia comercial de la Compañía, y iii) menores costes operativos como resultado de eficiencias conseguidas en la Compañía. De acuerdo con el plan estratégico 2018-2022, la línea de negocio de comercialización de gas, electricidad y servicios ha cambiado significativamente, principalmente debido a un nuevo modelo comercial implementado por la Compañía, que tiene como objetivo maximizar el valor de los activos con un enfoque al cliente personalizado.
- En 2019, los buenos resultados en las ventas de electricidad se vieron contrarrestados por el negocio de gas que incurrió en menores ventas y en peores márgenes en el segmento industrial y minorista.
- Las ventas netas de 2020 disminuyeron un 32,5%. Por un lado, las ventas de gas (GWh) disminuyeron un 14,4% en 2020, principalmente por menores ventas a terceros y clientes industriales, que sufrieron las condiciones económicas derivadas del Covid-19. Por otro, las ventas de electricidad (GWh) disminuyeron un 4,5% como resultado de menores ventas en el mercado liberalizado debido a la estrategia de la Compañía de enfocarse en márgenes y reducir los contratos de venta a precio fijo.

(1) Cifras reportadas bajo la nueva estructura de reporte y adaptadas a la estructura antigua, por lo que los años históricos podrían no ser totalmente comparables. A efectos de esta Valoración, se han consideradas las cifras históricas presentadas bajo la estructura antigua, hasta los 9M20.

Descripción del Grupo

Generación Europa

La Compañía realiza actividades de generación de electricidad principalmente en España.

Si bien la mayor parte de la capacidad instalada es convencional, la Compañía ha destinado una parte importante de su inversión a fuentes de generación renovables, como la eólica o las plantas minihidráulicas, entre otras.

Bajo la antigua estructura organizativa previa a la publicación de resultados del cierre de 2020, los ciclos combinados, centrales nucleares e hidroeléctricas son las principales tecnologías de generación convencional, y las tecnologías de generación de energía renovable incluyen plantas solares, eólicas, de cogeneración y minihidráulicas. En la nueva estructura de reporte las hidroeléctricas son consideradas renovables.

Naturgy desmanteló en 2020 sus plantas de carbón en España, de acuerdo con la política regulatoria europea y española que impulsa la descarbonización del sistema.

KPIs de Generación Europa

- **Cuota de mercado convencional (2020):** c.18,4%
- **Cuota de mercado renovable (2020):** c.2,1%
- **Energía producida (2020):** c.24.958 GWh
- **Capacidad instalada en España (2020):** 12 GW

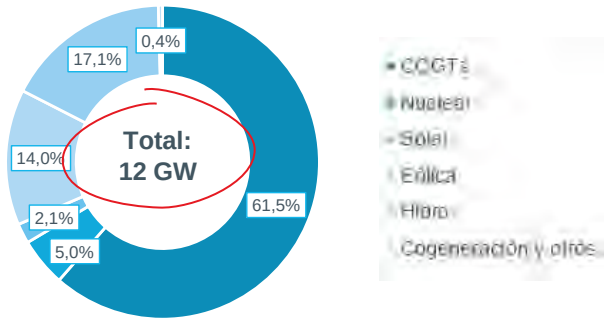
Generación Europa (cont.)

La distribución y la capacidad instalada por tecnología a cierre del año 2020 se muestran a continuación (estructura organizativa antigua):

	Tipo	Capacidad instalada (2020)	Número de plantas*
Convencional	CCGTs	7,4 GW	11
	Hidro	2,0 GW	40
	Nuclear	0,6 GW	3
Renovable	Solar	0,2 GW	5
	Mini-hidro	0,1 GW	24
	Eólica	1,7 GW	76
	Cogeneración	0,5 GW	11

En 2020, las tecnologías de energía convencional y renovable representaron el 66,5% y el 33,5% de la generación de electricidad, respectivamente.

Mix de generación eléctrica en España (2020):



* Cifras a 2020

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

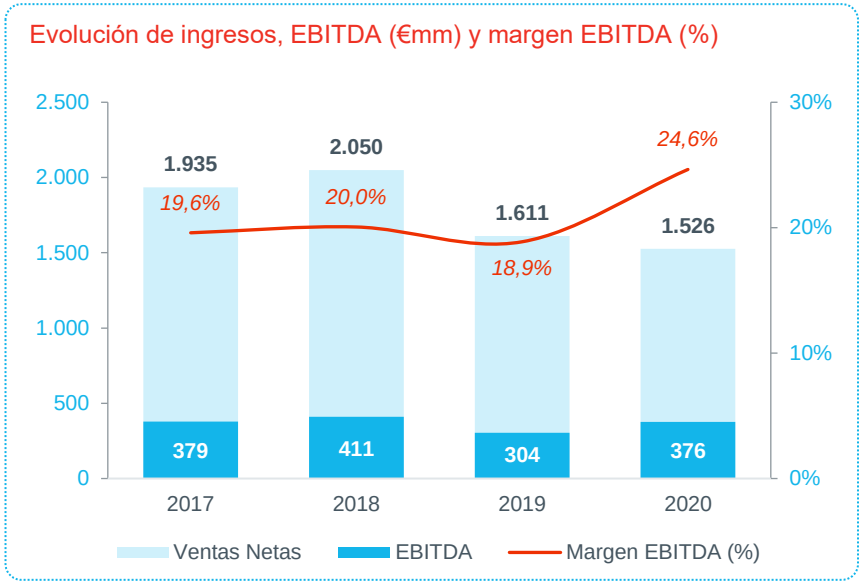
Descripción del Grupo

Generación Europa (cont.)

Generación Europa (€mm)	2017	2018	2019[1]	2020[1]
Ventas Netas	**1.935**	**2.050**	**1.611**	**1.526**
Crecimiento (%)		*5,9%*	*-21,4%*	*-5,3%*
Aprovisionamientos	(977)	(1.091)	(804)	(697)
Margen Bruto	**958**	**959**	**807**	**829**
Otros ingresos operativos	20	16	12	63
Gastos de personal	(147)	(140)	(111)	(119)
Impuestos	(262)	(247)	(216)	(236)
Otros gastos operativos	(190)	(177)	(188)	(161)
EBITDA	**379**	**411**	**304**	**376**
Margen EBITDA (%)	*19,6%*	*20,0%*	*18,9%*	*24,6%*
Crecimiento EBITDA (%)		*8,4%*	*-26,0%*	*23,7%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(442)	(4.279)	(268)	(1.445)
EBIT	**(63)**	**(3.868)**	**36**	**(1.069)**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Generación Europa (cont.)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- Durante 2019, el EBITDA disminuyó un 26,0% hasta alcanzar los €304mm. La evolución negativa del negocio se debió a i) una mayor competencia en el mercado por más disponibilidad de volúmenes y menores precios del gas, ii) menores márgenes por una disminución de 16,8% de los precios del *pool* debido a la menor producción de carbón; iii) suspensión de pagos por disponibilidad de CCGTs, y iv) menor producción hidráulica.
- En 2019, Naturgy aumentó su exposición a las energías renovables con el desarrollo de 667MW de proyectos eólicos y 250MW de solares adjudicados en España. Alrededor de 800MW entraron en funcionamiento durante 2019.
- Las ventas de 2020 disminuyeron un 5,3%, aunque el EBITDA aumentó un 23,7% en comparación con el periodo anterior como resultado de la mayor contribución de los activos renovables e hidráulicos y las mejoras de eficiencia. Por otro lado, las plantas de CCGT y la producción nuclear disminuyeron un 11,6% y un 3,2% respectivamente. La producción nuclear se vio afectada por paradas de mantenimiento en el segundo trimestre de 2020. La producción de energía a base de carbón tuvo un aumento en este período debido a la producción con las existencias restantes antes del cierre definitivo de las operaciones.

(1) Cifras reportadas bajo la nueva estructura de reporte y adaptados a la estructura antigua.

Descripción del Grupo

Generación Internacional

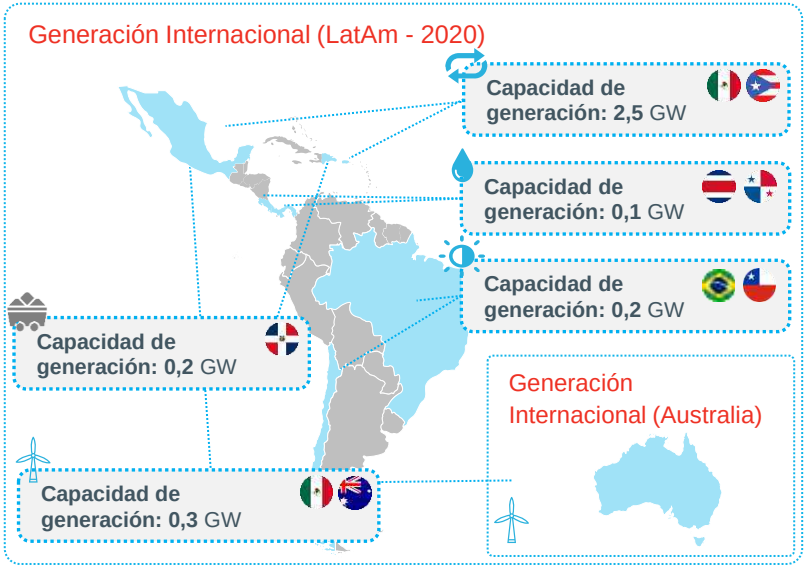
La línea de negocio de Generación Internacional opera a través la sociedad holding Global Power Generation, S.A. ("GPG") y sus participadas. La Compañía desarrolla y administra activos de energía a nivel internacional.

GPG opera principalmente en LatAm, y la mayor parte de su generación de energía proviene de las CCGTs en México.

GPG cuenta con más de 3,3 GW de capacidad instalada con una vida útil restante de media de 18 años para las CCGTs, la tecnología eólica y la tecnología solar, mientras que la hidroeléctrica tiene una vida útil indefinida.

Además, las actividades de GPG se complementan con servicios de ingeniería y operación y mantenimiento.

En 2015, Naturgy firmó un acuerdo con el *Kuwait Investment Authority* ("KIA") a través del cual KIA adquirió el 25% de GPG. La operación se ejecutó a través del administrador de activos de KIA, Wren House Infrastructure.



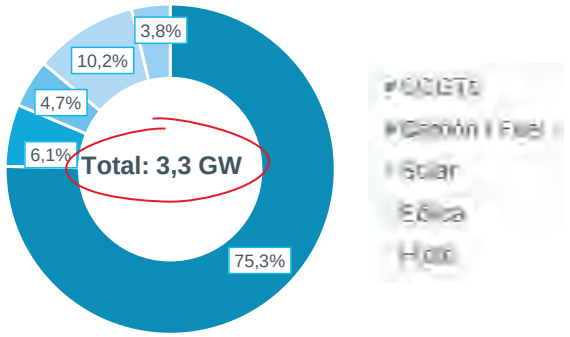
Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

Generación Internacional (cont.)

GPG se centra principalmente en la generación de energía de ciclo combinado, particularmente en México y en activos de energías renovables:

	Tipo	Capacidad instalada	Número de plantas*
Convencional	CCGTs	2,5 GW	6
	Hidroeléctricas	0,1 GW	6
	Térmica/Carbón	0,2 GW	2
Renovable	Solar	0,2 GW	5
	Eólica	0,3 GW	4

Mix de generación eléctrica internacional (2020) (%)



* Cifras a 2020

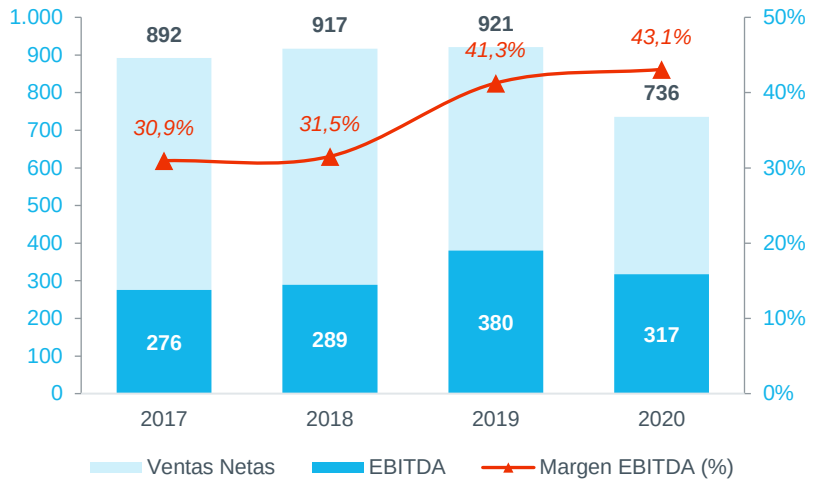
Generación Internacional (cont.)

Generación Internacional (€mm)	2017	2018	2019(1)	2020(1)
Ventas Netas	**892**	**917**	**921**	**736**
Crecimiento (%)		*2,8%*	*0,4%*	*-20,1%*
Aprovisionamientos	(511)	(527)	(449)	(337)
Margen Bruto	**381**	**390**	**472**	**399**
Otros ingresos operativos	12	10	21	10
Gastos de personal	(37)	(39)	(38)	(31)
Impuestos	(4)	(3)	(4)	(3)
Otros gastos operativos	(76)	(69)	(71)	(58)
EBITDA	**276**	**289**	**380**	**317**
Margen EBITDA (%)	*30,9%*	*31,5%*	*41,3%*	*43,1%*
Crecimiento EBITDA (%)		*4,7%*	*31,5%*	*-16,6%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(121)	(152)	(158)	(107)
EBIT	**155**	**137**	**222**	**210**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Generación Internacional (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- Durante 2019, el EBITDA aumentó un 31,5% hasta alcanzar los €380mm. La evolución positiva del negocio se debió a i) la nueva capacidad instalada en operación en Brasil y Australia, ii) el incremento de márgenes y ventas, iii) las mejoras en la eficiencia de costes, y iv) la evolución favorable del tipo de cambio a lo largo del período.
- Las ventas de 2020 disminuyeron un 20,1% con respecto al periodo anterior, principalmente como resultado de los menores ingresos en el segmento comercial en República Dominicana y México. Además, un tipo de cambio desfavorable afectó aún más los resultados. Las eficiencias de costes y los mayores márgenes en las ventas de Contratos de Compra de Energía (“PPA”) lograron compensar parcialmente estos resultados.
- Los planes de Naturgy para la línea de negocio de Generación Internacional implican un enfoque creciente en las energías renovables, así como el desarrollo de una generación de flujo de efectivo recurrente.

(1) Cifras reportadas bajo la nueva estructura de reporte y adaptados a la estructura antigua.

Descripción del Grupo

GNL Internacional

Con más de 20 años de experiencia en el sector del Gas Natural Licuado ("GNL") y más de 133.000 GWh de GNL vendidos en 2020, Naturgy se ha convertido en uno de los mayores operadores de GNL a nivel mundial.

La división internacional de GNL tiene una amplia presencia geográfica, que cubre los cinco continentes: América, Europa, África, Asia y Oceanía.

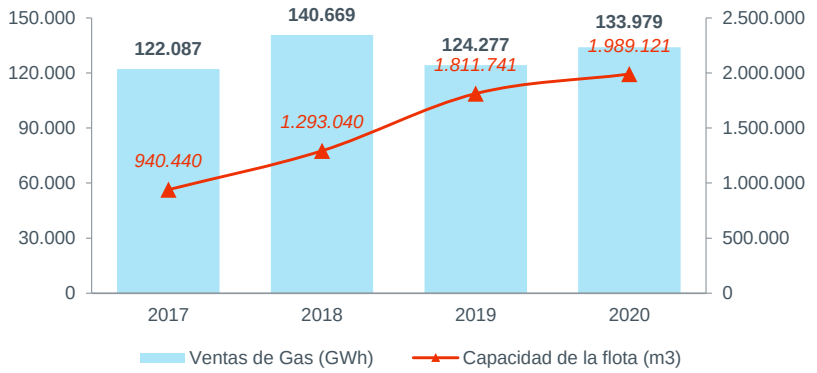
La Compañía también desarrolla líneas de actuación como optimización logística (soluciones de transferencia y repostaje), desarrollo y optimización de la logística del GNL y desarrollo de GNL como combustible de transporte más limpio y eficiente.

KPIs de GNL internacional

- **Nº de buques (2020):** 12 (8 con contratos de arrendamiento a largo plazo y 4 a medio plazo)
- **Nº de puertos con presencia (2019):** 150
- **Nº de cargas (2019):** 122
- **Nº de descargas (2019):** 133

GNL Internacional (cont.)

Capacidad de la flota (m^3)



Volúmenes y exposición 2021E (%)

(*) Incluyendo contratos para entrega de GNL y coberturas financieras.
(**) Los volúmenes no contratados dependen 88% de los precios de Henry Hub.

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

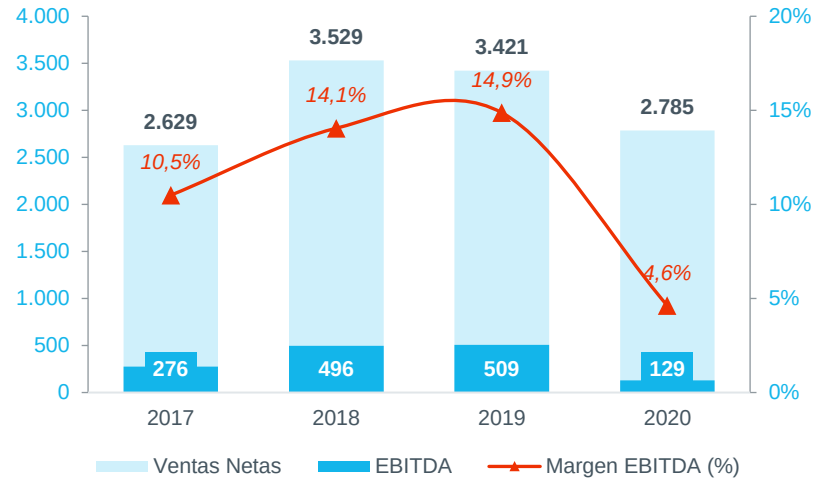
Descripción del Grupo

GNL Internacional (cont.)

GNL Internacional (€mm)	2017	2018	2019[1]	2020[1]
Ventas Netas	**2.629**	**3.529**	**3.421**	**2.785**
Crecimiento (%)		*34,2%*	*-3,1%*	*-18,6%*
Aprovisionamientos	(2.316)	(3.003)	(2.896)	(2.626)
Margen Bruto	**313**	**526**	**525**	**159**
Otros ingresos operativos	3	2	14	-
Gastos de personal	(21)	(23)	(20)	(21)
Impuestos	-	-	(1)	-
Otros gastos operativos	(19)	(9)	(9)	(9)
EBITDA	**276**	**496**	**509**	**129**
Margen EBITDA (%)	*10,5%*	*14,1%*	*14,9%*	*4,6%*
Crecimiento EBITDA (%)		*79,7%*	*2,6%*	*-74,7%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(51)	(75)	(131)	(135)
EBIT	**225**	**421**	**378**	**(6)**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

GNL Internacional (cont.)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- La adopción en 2019 de la NIIF 16 dio lugar al reconocimiento de activos por derecho de uso, y pasivos por arrendamiento asociados a los 8 buques de GNL que la Compañía tenía bajo contratos de arrendamiento a largo plazo (a diciembre de 2019).
- En 2019, las ventas disminuyeron un 3,1% y los volúmenes vendidos (GWh) disminuyeron 11,7% en comparación con el año anterior debido a una reducción en los ingresos a corto plazo de 49,9%. Sin embargo, las ventas a largo plazo crecieron 37,4%, gracias a los esfuerzos comerciales para reducir la volatilidad de los márgenes.
- Durante 2020 el EBITDA disminuyó un 74,7% alcanzando los €129mm. La evolución negativa del negocio se debió a menores volúmenes vendidos, al deterioro de los márgenes.
- A cierre de 2020, las ventas contratadas para 2021 y 2022/2023 se situaban en 84% y 52% respectivamente. Naturgy ha renegociado aproximadamente el 50% de sus contratos de aprovisionamiento de gas ligados al petróleo, y se encontraba en renegociaciones para el resto de los contratos a dicha fecha. El objetivo de estas renegociaciones es alinear los costes de adquisición con las condiciones del mercado, que se han visto fuertemente impactadas por las menores expectativas económicas.
- De acuerdo con el plan estratégico 2018-2022, Naturgy tiene planes de diversificar su cartera de proveedores, y asegurar las ventas contratadas por los clientes finales. Además, la Compañía tiene planes para entrar en nuevos segmentos de mercado, incluidas las soluciones a pequeña escala y el repostaje de buques.

(1) Cifras reportadas bajo la nueva estructura de reporte, siendo que los años históricos podrían no ser totalmente comparables.

Descripción del Grupo

Redes gas España

Naturgy es el líder en el mercado de distribución de gas en España, con aproximadamente un 70% de la cuota de mercado y más de 5,4 millones de clientes en más de 1.000 municipios.

La Compañía realiza sus actividades de distribución de gas con una red de más de 56.000 km a través de once empresas distribuidoras[1]. Las filiales tienen presencia en casi todas las comunidades autónomas.

De acuerdo con el plan estratégico de la Compañía para 2018-2022, uno de sus objetivos es aumentar el peso relativo de la electricidad en comparación con el gas.

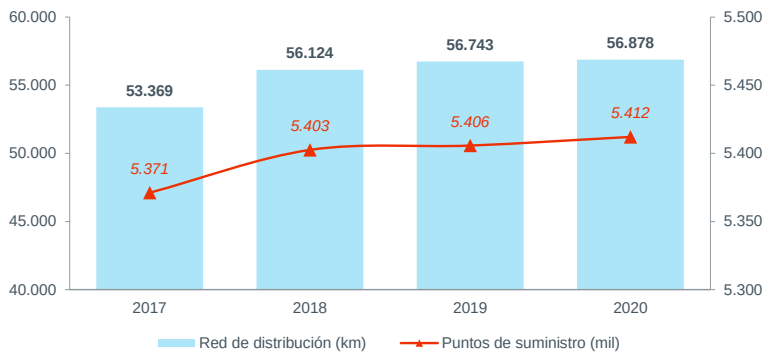
Adicionalmente, el plan estratégico 2018-2022 se centra en la mejora de la eficiencia a través de la transformación digital, incrementando de esta manera la contribución al Grupo de esta línea de negocio, junto al desarrollo de soluciones innovadoras para acercar el gas a nuevos usuarios, así como promover nuevos usos del gas.

KPIs de Redes gas España

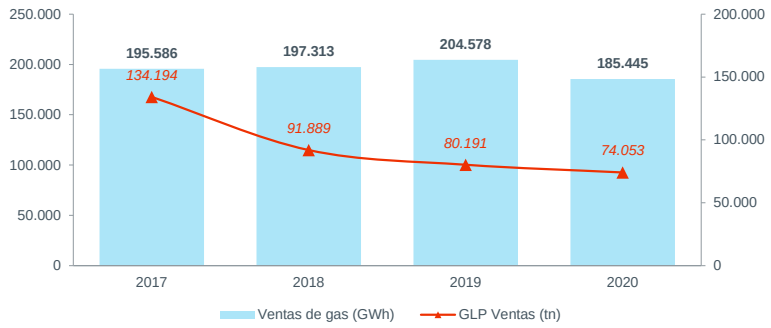
- **Nº de clientes (2020):** c.5,4 mm
- **Red de distribución (2020):** c.56.878 km
- **Gas vendido (2020):** c.185.445 GWh (Peajes de acceso) y c.74.053tn (GLP)
- **Punto de suministro de gas (2020):** c.5,4 mm

Redes gas España (cont.)

Evolución de red de distribución (km) y puntos de suministro (miles)



Evolución de ventas (GWh y tn)



(1) Operada a través de Holding de Negocios de Gas, S.A., en la cual Naturgy tiene una participación del 80%.

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

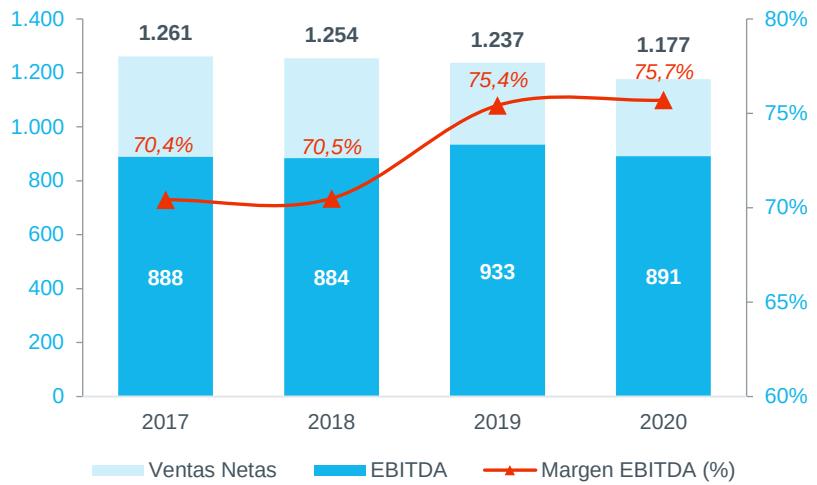
Redes gas España (cont.)

Redes gas España (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**1.261**	**1.254**	**1.237**	**1.177**
Crecimiento (%)		*-0,6%*	*-1,4%*	*-4,9%*
Aprovisionamientos	(68)	(75)	(74)	(70)
Margen Bruto	**1.193**	**1.179**	**1.163**	**1.107**
Otros ingresos operativos	39	40	38	38
Gastos de personal	(94)	(118)	(99)	(107)
Impuestos	(27)	(28)	(25)	(25)
Otros gastos operativos	(223)	(189)	(144)	(122)
EBITDA	**888**	**884**	**933**	**891**
Margen EBITDA (%)	*70,4%*	*70,5%*	*75,4%*	*75,7%*
Crecimiento EBITDA (%)		*-0,5%*	*5,5%*	*-4,5%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(307)	(320)	(301)	(297)
EBIT	**581**	**564**	**632**	**594**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Redes gas España (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- Durante 2019, el EBITDA aumentó un 5,5% hasta alcanzar los €933mm. La evolución positiva del negocio se debió principalmente a la reducción de gastos de explotación.
- En 2019, las ventas disminuyeron un 1,4% y las ventas de gas (GWh) crecieron un 3,7%, mientras que los puntos de suministro se mantuvieron estables con respecto al año anterior.
- El EBITDA en 2020 alcanzó €891mm, 4,5% menos que en 2019, principalmente por el impacto del Covid-19 en el sector industrial y el efecto de la climatología suave en el sector doméstico.
- Los puntos de suministro se mantuvieron estables en 2020 y las ventas de gas (GWh) disminuyeron un 9,4% con respecto a 2019.
- La regulación de la tarifa de distribución de gas se actualizó en 2020. Para más información sobre el cambio de regulación, por favor consulte la *Sección 3.B.2* de este informe.

Descripción del Grupo

Redes electricidad España

Naturgy es la 3ª distribuidora de electricidad más grande de España. La Compañía desarrolla sus actividades de distribución de electricidad principalmente a través de UFD Distribución Electricidad, S.A. ("UFD", antes Unión Fenosa Distribución), con una participación de mercado de c.13% y alrededor de 3,8 millones de clientes.

La línea de negocio de Redes electricidad España es un negocio regulado, con la distribución eléctrica como actividad principal.

UFD opera en las comunidades autónomas de Galicia, Madrid, Castilla-La Mancha y Castilla y León.

La UFD se centra en el desarrollo, tecnificación y digitalización de sus redes eléctricas, con un fuerte enfoque en la innovación dentro de este segmento.

Debido a la digitalización y simplificación del negocio, en los últimos años el número de empleados ha disminuido levemente, como se observa en el gráfico de la derecha.

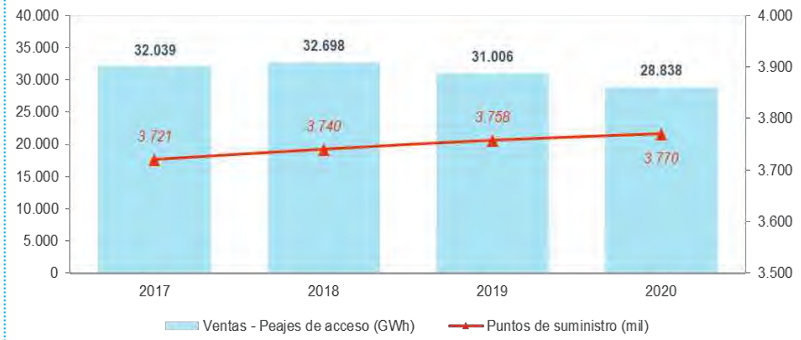
KPIs de Redes electricidad España

- **Nº de clientes (2020):** c.3,8 mm
- **Energía vendida (2020):** c.28.838 GWh
- **Puntos de suministro de electricidad (2020):** c. 3,8 mm

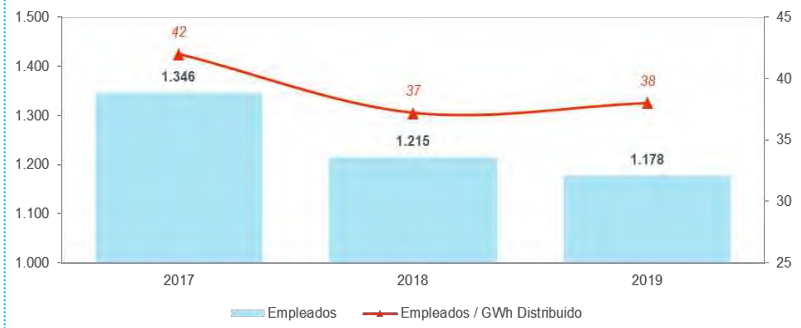
Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

Redes electricidad España (cont.)

Evolución de puntos de suministro (miles)



Evolución de la plantilla y empleados / GWh distribuido



Descripción del Grupo

Redes electricidad España (cont.)

Redes electricidad España (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**873**	**855**	**880**	**842**
Crecimiento (%)		*-2,1%*	*2,9%*	*-4,3%*
Aprovisionamientos	-	-	-	-
Margen Bruto	**873**	**855**	**880**	**842**
Otros ingresos operativos	26	26	18	18
Gastos de personal	(130)	(94)	(94)	(83)
Impuestos	(29)	(30)	(30)	(30)
Otros gastos operativos	(137)	(127)	(100)	(100)
EBITDA	**603**	**630**	**674**	**647**
Margen EBITDA (%)	*69,1%*	*73,7%*	*76,6%*	*76,8%*
Crecimiento EBITDA (%)		*4,5%*	*7,0%*	*-4,0%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(233)	(252)	(249)	(251)
EBIT	**370**	**378**	**425**	**396**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Redes electricidad España (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- Durante 2019, el EBITDA aumentó un 7,0% alcanzando los €674mm. La evolución del negocio se debió a: i) la contribución de nuevas inversiones, ii) los mayores ingresos por actividades reguladas, y iii) los menores tiempos de interrupción respecto al año anterior. Según el plan estratégico 2018 - 2022, el negocio de redes eléctricas España de Naturgy ha comenzado a mejorar la eficiencia a través de la digitalización, con el objetivo de flexibilizar el sistema de distribución.
- El EBITDA del ejercicio 2020 asciende a €647mm, con una disminución del 4,0%, respecto al ejercicio 2019 debido principalmente a la reducción de la retribución financiera aprobada para el nuevo período regulatorio, así como a menores ingresos por contadores como consecuencia de la reducción de intervenciones por el Covid-19.
- Los puntos de suministro se han incrementado un 0,4% en 2020 respecto de 2019, mientras que el ratio del Opex unitario por km de red instalada disminuye un 14,6% para el mismo periodo.

Descripción del Grupo

Chile Gas

Naturgy tiene presencia en Chile desde 2014 a través de la Compañía General de Electricidad ("CGE"), una empresa establecida en 1905, y uno de los conglomerados eléctricos más importantes del país.

En noviembre de 2020, Naturgy vendió el negocio de electricidad de CGE por una contraprestación de €2.570mm, conservando sus actividades de distribución de gas a través de CGE Gas Natural.

CGE Gas Natural proporciona gas natural a más de 815.021 hogares en Chile, específicamente a través de Metrogas en las regiones de Metropolitana, O'Higgins y Los Lagos; y a través de Gas Sur e Innergy Holdings en la región del Biobío.

Además del transporte, distribución y comercialización de gas en Chile, el Grupo también transporta y distribuye gas en Argentina.

KPIs de Chile

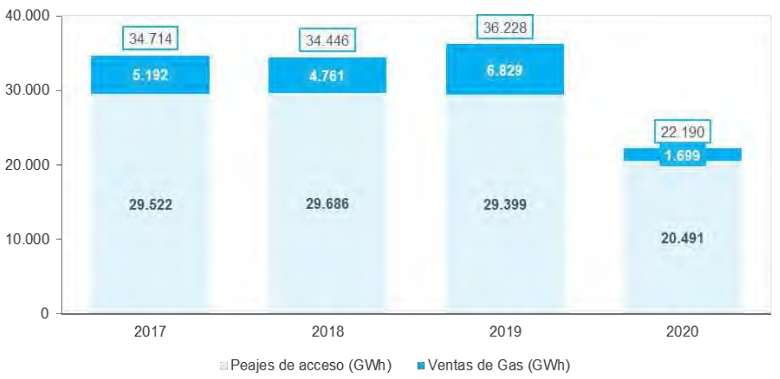
Nº de conexiones (2020): c.0,7 mm

Red de distribución (2020): c.7.873 km

Energía vendida (2020): c.22.190 GWh

Chile Gas (cont.)

Evolución de volúmenes vendidos (GWh)



Evolución de red (kms) y puntos de suministro (miles)

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

Descripción del Grupo

Chile Gas (cont.)

Chile Gas (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**1.022**	**738**	**746**	**521**
Crecimiento (%)		*-27,8%*	*1,1%*	*-30,2%*
Aprovisionamientos	(722)	(441)	(438)	(256)
Margen Bruto	**300**	**297**	**308**	**265**
Otros ingresos operativos	11	5	6	4
Gastos de personal	(28)	(29)	(30)	(26)
Impuestos	(2)	(2)	(3)	(3)
Otros gastos operativos	(58)	(60)	(44)	(34)
EBITDA	**223**	**211**	**237**	**206**
Margen EBITDA (%)	*21,8%*	*28,6%*	*31,8%*	*39,5%*
Crecimiento EBITDA (%)		*-5,4%*	*12,3%*	*-13,1%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(49)	(57)	(70)	(63)
EBIT	**174**	**154**	**167**	**143**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Chile Gas (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- Durante 2019, el EBITDA alcanzó los €237mm, un 12,3% más que en 2018, impulsado por i) mayores volúmenes de suministro, ii) mayores márgenes unitarios en las ventas de distribución y iii) mejoras de eficiencia.
- En 2019, las ventas aumentaron un 1,1%. Las ventas de gas (GWh) aumentaron un 2,5%, por las mayores ventas en la actividad de suministro que fueron parcialmente compensadas por una reducción en los volúmenes distribuidos, principalmente al segmento industrial. Los puntos de suministro aumentaron un 2,9%.
- El EBITDA alcanzó los €206mm, un 13,1% menos que en 2019 derivado de la menor demanda por el Covid-19 y el impacto del tipo de cambio (€-21mm), que fueron parcialmente compensados por indexación de tarifas y eficiencias.
- Las ventas de gas en 2020 disminuyeron un 30,2%, principalmente como resultado del impacto del Covid-19. Adicionalmente, los puntos de suministro aumentaron un 1,6%.

Descripción del Grupo

Brasil Gas

Naturgy es un operador importante en el mercado de distribución de gas en Brasil, principalmente en los estados de Río de Janeiro y São Paulo. Desarrolla su negocio en Rio de Janeiro a través de dos filiales, CEG y CEG Rio, en las que posee el 54,2% y el 59,6% del capital social, respectivamente.

Además, en 2000, Naturgy constituyó una tercera filial, Gas Natural São Paulo Sul ("Gas Natural SPS"), para atender mejor la zona, que cuenta con una importante actividad industrial. Desde entonces, Gas Natural SPS se ha convertido en el tercer mayor distribuidor de gas natural canalizado de Brasil en términos de infraestructura de suministro y número de clientes.

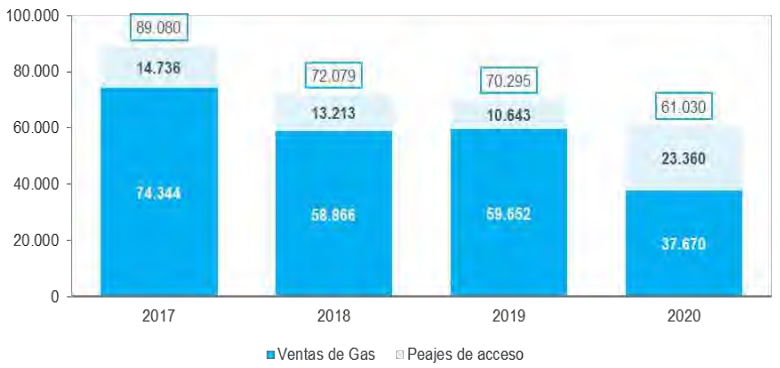
En 2020, la Compañía contaba con alrededor de 1,2 millones de clientes y una red de distribución de gas de c. 8.156 km. El Grupo opera en 72 municipios.

KPIs de Brasil

- **Nº de clientes (2020):** c.1,2 mm
- **Red de distribución (2020):** c.8.156 km
- **Gas vendido (2020):** c.61.030 GWh
- **Nº de regiones atendidas (2020):** c.72 municipios.

Brasil Gas (cont.)

Evolución de volúmenes vendidos (GWh)



Evolución de red (kms) y puntos de suministro (miles)

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

Descripción del Grupo

Brasil Gas (cont.)

Brasil Gas (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**1.811**	**1.565**	**1.815**	**1.001**
Crecimiento (%)		*-13,6%*	*16,0%*	*-44,8%*
Aprovisionamientos	(1.387)	(1.217)	(1.458)	(729)
Margen Bruto	**424**	**348**	**357**	**272**
Otros ingresos operativos	84	39	35	23
Gastos de personal	(42)	(31)	(28)	(21)
Impuestos	(3)	(4)	(5)	(4)
Otros gastos operativos	(181)	(129)	(97)	(67)
EBITDA	**282**	**223**	**262**	**203**
Margen EBITDA (%)	*15,6%*	*14,2%*	*14,4%*	*20,3%*
Crecimiento EBITDA (%)		*-20,9%*	*17,5%*	*-22,5%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(69)	(75)	(71)	(64)
EBIT	**213**	**148**	**191**	**139**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Brasil Gas (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- El EBITDA del 2019 aumentó un 17,5% hasta alcanzar los €262mm gracias a las mejoras de eficiencia y la indexación de tarifas, que fueron parcialmente compensadas por el impacto negativo del tipo de cambio (-€6mm) y las menores ventas, en particular de generación eléctrica. Las ventas aumentaron un 16% en 2019.
- El EBITDA de 2020 asciende a €203mm, un 22,5% menor que en 2019, afectado por un impacto negativo del tipo de cambio (-€65mm), así como una menor demanda tras la crisis del Covid-19. Estos puntos negativos fueron parcialmente compensados por la indexación de tarifas y menores pérdidas de energía.
- En conjunto, las ventas de gas bajaron un 13,2% afectadas por el Covid-19, particularmente en los segmentos de generación eléctrica y peajes de acceso, GNV e industrial (-13,4%, -16,2% y - 11,0% respectivamente). Por otro lado, las ventas minoristas aumentaron un 10,1% debido a la cuarentena derivada de la pandemia del Covid-19 y el efecto de las altas temperatura.
- Los puntos de suministro crecieron un 1,0% en el período.

Descripción del Grupo

Argentina Gas y Electricidad

Naturgy opera en Argentina desde 1992, principalmente a través de su filial argentina Naturgy BAN S.A. ("Naturgy BAN"), que distribuye gas natural en 30 municipios ubicados en el norte y oeste del área metropolitana de Buenos Aires. Aunque la compañía también distribuye electricidad a través de CGE Argentina, esto representa una parte pequeña del negocio en el país.

Naturgy BAN (en el que Naturgy mantiene un 70%), fue el primero de los distribuidores del Grupo en operar fuera de España.

Desde su fundación, Naturgy BAN se ha convertido en un operador de mercado bien establecido y en el segundo distribuidor más grande de Argentina (en número de clientes).

Además, el Grupo tiene dos subsidiarias adicionales que operan en Argentina: Natural Servicios, empresa que comercializa productos y servicios relacionados con el gas natural, y Natural Energy, focalizada principalmente en la comercialización de gas.

KPIs de Argentina

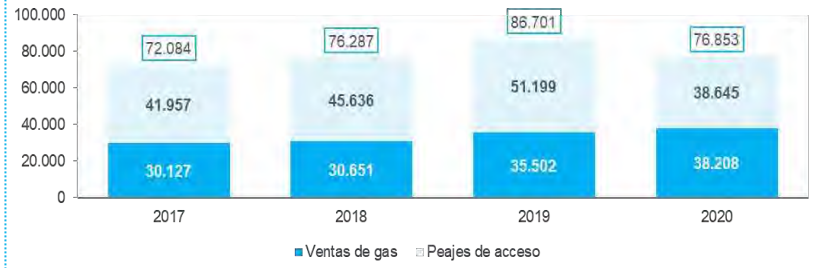
Nº de puntos de suministro (2020):
- c.2,3 mm (Gas)
- c.0,2 mm (Electricidad)

Red de distribución (2020): c.39.088 km (Gas)

Energía vendida (2020):
- c.76.853 GWh (Gas)
- c.1.901 GWh (Electricidad)

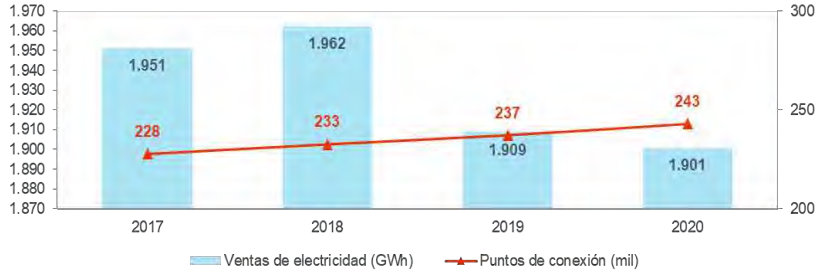
Argentina Gas y Electricidad (cont.)

Evolución de volúmenes vendidos (GWh)



Evolución de red de distribución (kms) y puntos de suministro (mil)

Ventas de electricidad (GWh) y puntos de suministro (mil)



Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

Descripción del Grupo

Argentina Gas y Electricidad (cont.)

Argentina Gas (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**355**	**513**	**554**	**418**
Crecimiento (%)		*44,5%*	*8,0%*	*-24,5%*
Aprovisionamientos	(201)	(316)	(385)	(278)
Margen Bruto	**154**	**197**	**169**	**140**
Otros ingresos operativos	35	31	35	17
Gastos de personal	(29)	(15)	(22)	(27)
Impuestos	(27)	(22)	(31)	(26)
Otros gastos operativos	(87)	(83)	(79)	(52)
EBITDA	**46**	**108**	**72**	**52**
Margen EBITDA (%)	*13,0%*	*21,1%*	*13,0%*	*12,4%*
Crecimiento EBITDA (%)		*134,8%*	*-33,3%*	*-27,8%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(10)	(15)	(24)	(223)
EBIT	**36**	**93**	**48**	**(171)**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Argentina Gas y Electricidad (cont.)

Argentina Electricidad (€mm)	2018	2019	2020
Ventas Netas	**123**	**139**	**104**
Crecimiento (%)		*13,0%*	*-25,2%*
Aprovisionamientos	(70)	(89)	(50)
Margen Bruto	**53**	**50**	**54**
Otros ingresos operativos	-	5	4
Gastos de personal	(9)	(8)	(8)
Impuestos	(21)	(15)	(12)
Otros gastos operativos	(13)	(17)	(17)
EBITDA	**10**	**15**	**21**
Margen EBITDA (%)	*8,1%*	*10,8%*	*20,2%*
Crecimiento EBITDA (%)		*50,0%*	*40,0%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(1)	-	(2)
EBIT	**9**	**15**	**19**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- El crecimiento orgánico de Naturgy en Argentina está respaldado por las mejoras y extensiones de la red, aunque muy afectado por el tipo de cambio.
- El EBITDA de gas y electricidad en su conjunto ascendió a €87mm en 2019, lo que supone una disminución del 26,3% con respecto a 2018, afectado por la actualización pendiente a la fecha del marco tarifario y el impacto negativo de tipo de cambio (-€53mm).
- En términos agregados, las ventas (GWh) y los puntos de suministro de gas y electricidad crecieron un 13,2%% y un 30,0% respectivamente en el 2019.
- El EBITDA de 2020 ascendió a €73mm (gas y electricidad), un 16,1% menos que en 2019. En 2020, los resultados se vieron afectados por el impacto negativo del tipo de cambio (-€29mm) y las menores ventas de gas, especialmente acusadas en los segmentos GNV, Generación + ATR e industrial.
- Las ventas de gas (GWh) cayeron un 11,4%, mientras que los puntos de suministro crecieron un 1,0% en comparación con 2019.
- Las ventas de electricidad (GWh) se mantuvieron estables (-0,4%), mientras que los puntos de suministro aumentaron un 2,4% en el año.
- En 2020, la Compañía reconoció un deterioro de €198mm relacionado con las actividades de gas en Argentina y el entorno macroeconómico y la hiperinflación del país.

Descripción del Grupo

México Gas

Naturgy ocupa una posición de liderazgo en la distribución de gas en México, ofreciendo servicios en 62 ciudades, incluida la Ciudad de México, y atendiendo a alrededor de 1,6 millones de clientes.

Las operaciones en el país comenzaron en 1997 cuando se otorgaron las licencias de distribución para las ciudades de Toluca, Lerma y Metepec. Posteriormente, Naturgy asumió las operaciones de las empresas distribuidoras existentes en Nuevo Laredo y Saltillo, consolidando su presencia en México.

La Compañía ganó importantes licitaciones para la distribución de gas, incluyendo Monterrey, mayor consumidor de gas del país, así como Ciudad de México, Salamanca, León, Aguascalientes, San Luis Potosí y Zacatecas.

En 2017, Naturgy recibió licencias de distribución para Campeche, Tabasco y Yucatán para el período 2017 a 2022. Las licencias de distribución adicionales de Naturgy incluyen Monterrey, CDMX, Bajío, Toluca, Noroeste y Valle de México.

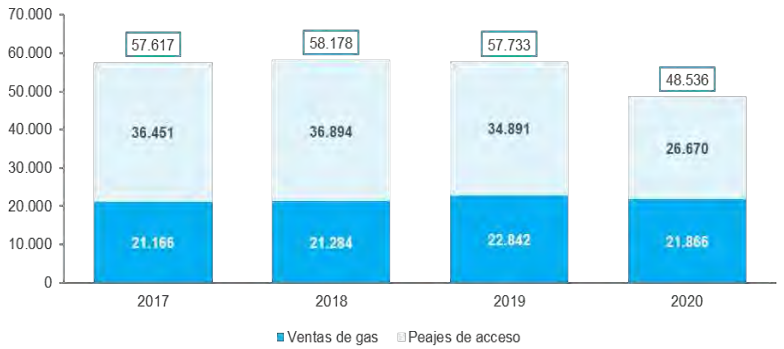
KPIs de México

- **Nº de clientes(2020):** c.1,6 mm
- **Red de distribución (2020):** c.22.807 km
- **Energía vendida (2020):** c.48.536 GWh

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

México Gas (cont.)

Evolución de volúmenes vendidos (GWh)



Evolución de red de distribución (kms) y puntos de suministro (miles)

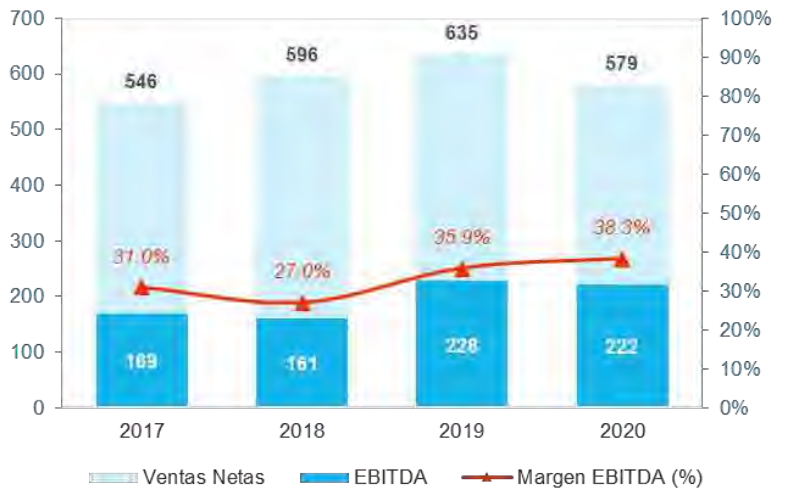
México Gas (cont.)

México Gas (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**546**	**596**	**635**	**579**
Crecimiento (%)		*9,2%*	*6,5%*	*-8,8%*
Aprovisionamientos	(305)	(352)	(345)	(316)
Margen Bruto	**241**	**244**	**290**	**263**
Otros ingresos operativos	12	10	14	24
Gastos de personal	(26)	(28)	(23)	(20)
Impuestos	(1)	(1)	-	(1)
Otros gastos operativos	(57)	(64)	(53)	(44)
EBITDA	**169**	**161**	**228**	**222**
Margen EBITDA (%)	*31,0%*	*27,0%*	*35,9%*	*38,3%*
Crecimiento EBITDA (%)		*-4,7%*	*41,6%*	*-2,6%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(56)	(79)	(67)	(57)
EBIT	**113**	**82**	**161**	**165**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

México Gas (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- En 2019, el EBITDA aumentó un 41,6% hasta alcanzar los €228mm. La evolución positiva del negocio se debió a: i) la actualización de tarifas; ii) mayor reserva de capacidad facturada a clientes industriales; iii) mayor volumen y márgenes; iv) mejoras de eficiencia y v) impacto de tipo de cambio positivo de €11mm. Por otro lado, hubo una pequeña reducción de puntos de suministro por una nueva estrategia comercial (-7,5%).
- Las ventas de 2020 disminuyeron un -8,8% en relación a 2019, como consecuencia de la reducción del precio del gas y la menor demanda industrial, además del impacto de tipo de cambio negativo (-€26mm). El EBITDA de 2020 descendió un 2,6% hasta los €222mm. Los mayores márgenes y la actualización de la tarifa de distribución en 2020 no fueron suficientes para compensar el impacto cambiario y la reducción de ventas.
- Los puntos de suministro disminuyeron un 4,3%, como resultado de la estrategia comercial dirigida a mejorar la rentabilidad de los clientes.

Descripción del Grupo

Panamá Electricidad

Naturgy desarrolla actividades en el mercado de distribución de energía eléctrica en Panamá a través de dos subsidiarias, Distribuidora Eléctrica de Metro-Oeste, S.A. ("EDEMET") y Distribuidora Eléctrica de Chiriquí, S.A. ("EDECHI") [1]. Además, la Compañía también proporciona servicios adicionales a través de Naturgy Services.

Las operaciones se iniciaron en 2015 a través de Naturgy Services, que aportó valor al mercado con una gama de productos y servicios no regulados, enfocados en mejorar la eficiencia energética para los consumidores residenciales, pymes y grandes empresas.

Desde entonces, Naturgy ha crecido y desde finales de 2019 el Grupo cubre un área de más de 46.000 km^2 y distribuye electricidad a más de 700.000 clientes en las áreas de Panamá Centro, Oeste, Interior, Chiriquí y Bocas del Toro.

KPIs de Panamá

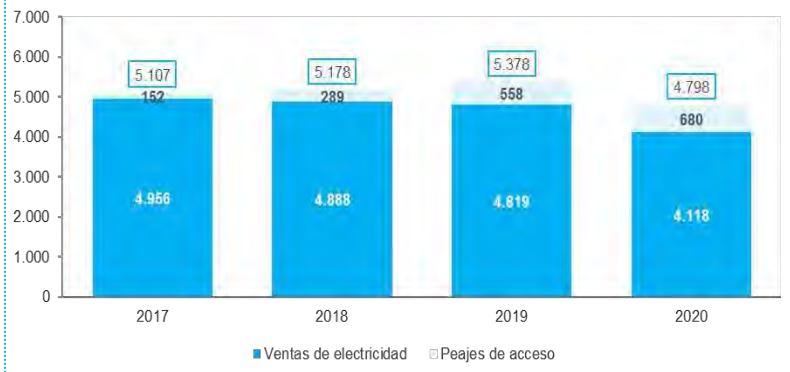
Nº puntos de suministro (2020): c.0,7 mm

Líneas de distribución (2019): c.26.489 km

Energía vendida (2020): c.4.798 GWh

Panamá Electricidad (cont.)

Evolución de volúmenes vendidos (GWh)



Evolución de puntos de suministro (miles y % crecimiento)

(1) Naturgy mantiene una participación del 51% en ambas compañías.

Fuentes: Página web y cuentas anuales de Naturgy

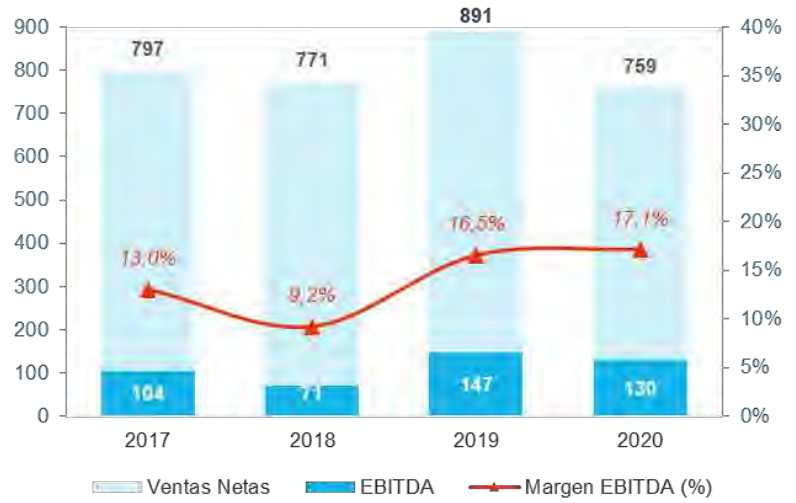
Panamá Electricidad (cont.)

Panamá Electricidad (€mm)	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	**797**	**771**	**891**	**759**
Crecimiento (%)		*-3,3%*	*15,6%*	*-14,8%*
Aprovisionamientos	(634)	(644)	(695)	(586)
Margen Bruto	**163**	**127**	**196**	**173**
Otros ingresos operativos	2	3	4	4
Gastos de personal	(13)	(13)	(10)	(9)
Impuestos	(6)	(5)	(4)	(4)
Otros gastos operativos	(42)	(41)	(39)	(34)
EBITDA	**104**	**71**	**147**	**130**
Margen EBITDA (%)	*13,0%*	*9,2%*	*16,5%*	*17,1%*
Crecimiento EBITDA (%)		*-31,7%*	*107,0%*	*-11,6%*
Amortización, provisiones y otros resultados	(37)	(39)	(47)	(63)
EBIT	**67**	**32**	**100**	**67**

Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Panamá Electricidad (cont.)

Evolución de ingresos, EBITDA (€mm) y margen EBITDA (%)



Fuentes: Informes de resultados de Naturgy

Evolución Histórica

- El EBITDA de 2019 ascendió a €147mm, un 107% superior al de 2018. La evolución positiva se debió a la indexación anual del nuevo período regulatorio (2019-2022), mayores volúmenes vendidos y mejoras de eficiencia, lo que compensó pérdidas de energía ligeramente superiores. Además, hubo un impacto de tipo de cambio positivo de €8mm.
- Por otra parte, el EBITDA de 2020 fue de a €130mm, un 11,6% inferior al de 2019, impulsado por la menor demanda asociada al Covid-19, que fue parcialmente compensada por eficiencias. La demanda de venta de electricidad (GWh) disminuyó un 10,8%, mientras que los puntos de suministro crecieron un 2,3%.

Descripción del Grupo

Principales hechos recientes

A continuación se presentan los hechos recientes más importantes que la Compañía anunció públicamente, los cuales han sido tenidos en cuenta durante el transcurso de nuestro trabajo y, de manera explícita, en función de su relevancia.

Anterior a la presentación de la OPA:

1 Mayor presencia en Australia

En septiembre de 2020, Naturgy firmó un contrato de venta con Snowy Hydro para construir un parque eólico de 218 MW en Victoria, Australia. Además, Naturgy ganó una adjudicación de un parque eólico de 107 MW otorgado por el *Australian Capital Territory* en el mismo mes, fortaleciendo aún más su presencia en el país.

A través de estos contratos, la capacidad instalada de Naturgy en el país aumentará a más de 500 MW, más del 50% de su capacidad actual, reforzando su posición en Australia.

2 Venta del negocio de redes eléctricas en Chile

El 13 de noviembre de 2020, Naturgy anunció la venta de su participación del 96,04% en su negocio de redes eléctricas en Chile (Compañía General de Electricidad) a China State Grid. El precio de compra fijado ha sido de €2.570mm (*equity value*).

Las operaciones restantes de Naturgy en Chile se centrarán en la distribución de gas y activos renovables.

Principales hechos recientes (cont.)

3 Acuerdo relacionado con Unión Fenosa Gas JV con ENI

El 1 de diciembre de 2020, Naturgy anunció que alcanzó un acuerdo con ENI (grupo energético italiano) y la República Árabe de Egipto sobre Unión Fenosa Gas, S.A. ("UFG"), una *joint venture* entre Naturgy y ENI, tras el cierre del arbitraje contra Egipto relacionado a los problemas de la planta de licuefacción de Damietta.

El acuerdo estipula que Naturgy recibirá pagos en efectivo por aproximadamente $600mm, así como la mayoría de los activos de UFG fuera de Egipto (valorados en c. $300mm). También liberará a Naturgy de su contrato de aprovisionamiento de gas anual de 3,5 bcm para abastecer sus centrales de ciclo combinado ("CCGT" por sus siglas en inglés) en España, que debía finalizar en 2029.

4 Salida de Perú

El 3 de septiembre de 2020, Naturgy anunció que llegó a un acuerdo con el Gobierno de Perú para abandonar el país, en el cual tiene un negocio de distribución de gas. Con este acuerdo, Naturgy cesará la concesión en ese país. Según la Compañía, no se han materializado beneficios de la operación en el país.

La Compañía ha estado reportando esta línea de negocio como una operación discontinuada desde los estados financieros de junio de 2020.

5 Primera inversión en energías renovables en EEUU

El 14 de enero de 2021, Naturgy anunció que adquirió el 100% de las participaciones económicas en Hamel Renewables, una plataforma de desarrollo de almacenamiento de energía y energía solar en Estados Unidos. La transacción representa la primera inversión de Naturgy en el mercado estadounidense de energías renovables.

El acuerdo incluye una cartera de proyectos solares de 8 GW junto con 4,6 GW de proyectos de almacenamiento de energía que abarcan 9 estados de EEUU, de los cuales 25 proyectos, con un total de 3,2 GW de energía solar y 2 GW de almacenamiento, podrían estar operativos antes de 2026.

Fuente: página web de Naturgy y prensa

Principales hechos recientes (cont.)

Posterior a la presentación de la OPA:

6 Adjudicación de 240 MW en subasta de energía renovable

El 26 Enero de 2021, se celebró la primera subasta para el otorgamiento del régimen económico de energías renovables al amparo de lo dispuesto en la Orden TED/1161/2020, de 4 de diciembre. Naturgy se adjudicó 196,7 MW de energía solar y 40 MW de energía eólica en una subasta administrada por la OMIE y donde se han subastado un total de 3.034 MW de potencia instalada.

7 Naturgy firma un acuerdo con Gestamp para suministrarle energía renovable en España

El 18 de febrero de 2021, Naturgy firmó un acuerdo bajo la modalidad de PPA con un suministro equivalente a 203 GWh al año procedente de energía solar y eólica durante 10 años.

El acuerdo permitirá que a partir de 2022 todos los centros productivos y de I+D que el grupo de componentes de automoción tiene en España funcionen con energía 100% renovable. Gracias a este acuerdo, el grupo multinacional reducirá sus emisiones a la atmósfera en 50.000 toneladas de CO_2 al año. Esto supone una reducción de un 13% de la huella de carbono total debida al uso de electricidad del grupo y una cantidad equivalente al CO_2 que absorben 350.000 árboles.

8 Adjudicación de 44 MW en subasta de energía solar fotovoltaica

En marzo de 2021, el gobierno central en Canarias convocó el primer proceso de licitación de capacidad fotovoltaica dotada con fondos del Fondo Europeo de Desarrollo Regional (“FEDER”), en el contexto del programa “SolCan”, destinado a impulsar las instalaciones de energía solar fotovoltaica en Canarias. Naturgy se ha adjudicado 44 MW de potencia instalada para las instalaciones de Puerto del Rosario, El Escobar I y II, Gran Canaria I y II, Las Salinetas, y Telde I, II, IV y V.

9 Naturgy firma un acuerdo con Sidenor para suministrarle energía renovable

En marzo de 2021, Naturgy firmó un acuerdo bajo la modalidad PPA con un suministro equivalente a 350 GWh al año procedente de energía solar y eólica durante 10 años.

Principales hechos recientes (cont.)

Con este acuerdo, Sidenor avanza en su plan para descarbonizar sus procesos productivos y estabilizar el coste de su consumo de energía.

10 Tribunal de Arbitraje Internacional desestima la reclamación de Naturgy contra Colombia por €1,3bn

En marzo de 2021, el Tribunal de Arbitraje Internacional ha desestimado las reclamaciones de Naturgy contra el Gobierno de Colombia por su intervención en 2016 en Electricaribe, filial de Naturgy desde 2000. En marzo de 2017, Naturgy inició un proceso arbitral ante el Tribunal de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional, y en junio de 2018 formalizó la demanda en la que pedía una indemnización de unos €1.340mm.

11 Junta general ordinaria de accionistas el 9 de marzo de 2021

El 9 de marzo de 2021 se llevo a cabo la junta general ordinaria de accionistas donde se comentaron los principales puntos estratégicos del año, así como también la visión a futuro de Naturgy, y se aprobaron las propuestas sometidas por el consejo de administración que se incluían en el orden del día.

12 Aprobación en Consejo de Ministros del Ante Proyecto de Ley que recortará ingresos a las hidráulicas y nucleares

El 25 de mayo de 2021 el Consejo de Ministros acordó iniciar la tramitación del anteproyecto de ley para crear un mecanismo de mitigación de parte del dividendo de carbono que perciben las tecnologías no emisoras anteriores al ejercicio 2005. La proyección de ingresos de Naturgy utilizada en nuestra valoración no contempla el potencial recorte de ingresos en las centrales eléctricas no emisoras de CO_2 (hidráulicas y nucleares).

Los hechos acaecidos tras la presentación de la OPA incluidas las consideraciones estratégicas mencionadas en la junta de Naturgy del 9 de marzo de 2021, si bien son posteriores a nuestra Fecha de Valoración, se han analizado y cualquier impacto procedente ha sido recogido en nuestras conclusiones, siendo las mismas válidas a fecha de emisión del Informe.

Fuente: página web de Naturgy y prensa

3 Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo

- 3.A.1. Descripción de la Compañía
- 3.A.2. Plan Estratégico
  - 3.A.2.1 Descripción del Plan Estratégico 18-22
  - 3.A.2.2 Evolución y comparativa Plan Estratégico 18-22
- 3.A.3. Análisis Financiero del Grupo

3.B. Industria

3.C. Economía

Descripción del Plan Estratégico

Plan Estratégico 2018-2022

En 28 de junio de 2018, Naturgy presentó su Plan Estratégico para el periodo 2018-2022. A continuación mostramos sus aspectos clave.

Objetivos Financieros Clave para 2022

Objetivos Financieros Clave para 2022[1] *(€mm)*

	2017	2022
EBITDA	3.915	5.000
Beneficio Neto	1.360	1.800
CAPEX	1.782	8.400[2]
Flujo de Caja Libre anual medio	1.300	1.800
Deuda Neta	16.400	16.400

Modelo industrial de Naturgy

La Compañía apoya su estrategia en un modelo industrial soportado por cuatro puntos principales:

1. Transición energética. Naturgy planeaba triplicar su crecimiento en renovables para 2022 y mantener su liderazgo en gas, además de incrementar el peso del negocio de electricidad hasta el 50% en 2022.
2. Mejora de la competitividad, a través de la adaptación de la organización, la reingeniería de procesos y la gestión de los activos.
3. Digitalización, con la ejecución de proyectos de digitalización en áreas de relaciones con clientes, procesos y operaciones internas, procesamiento analítico de datos para decisiones internas, y control remoto y monitorización de ciertos activos de la Compañía.
4. Cliente en el centro, a través de innovaciones tecnológicas y otras iniciativas.

Pilares para la creación de valor

Según el Plan Estratégico, las principales reformas que tendrían lugar para conseguir sus objetivos son:

Simplicidad y responsabilidad, mediante una estructura organizativa más ligera, mayor autonomía de cada línea de negocio, además de una reevaluación de los activos y reposicionamiento estrategico enfocándose en mercados menos volátiles.

Optimización, poniendo el foco en el Opex, Capex y desinversiones, y la generación de caja. Se planeaba aumentar la eficiencia a través de una reducción del Opex de aproximadamente €500mm al año, objetivo alcanzado ya en 2020, de acuerdo a la Compañía.

Disciplina de capital para garantizar la creación de valor a través de:

- Objetivos de rentabilidad por actividad / país para asegurar creación de valor.
- Posicionamiento y rol industrial: Centrarse en mercados y negocios objetivo asumiendo el liderazgo.
- Gestión de riesgos: Minimizar la volatilidad de los precios de las materias primas y del tipo de cambio, poniendo el foco en el mercado regulado.

Remuneración al accionista. En ausencia de oportunidades inorgánicas que cumplan con los criterios de creación de valor, todo el flujo de caja libre se devolverá a los accionistas en forma de dividendos y/o recompra de acciones.

(1) Los resultados aquí mostrados no son totalmente comparables a los resultados del Informe debido a que estos datos incluyen los efectos de la línea de negocio Chile Electricidad, la cual ya no forma parte de la Compañía a Fecha de Valoración.

(2) CAPEX acumulado para el período 2018 – 2022.

Descripción del Plan Estratégico

Objetivos y oportunidades de las líneas de negocio

Resumen de objetivos de los segmentos *(€mm)*

	Gas & Electricidad	Infra. EMEA	Infra. LatAm South	Infra. LatAm North
Base de Activos 2018	~9.200	~9.800	~7.300	~1.500
EBITDA 2022	~1.700	~1.600	~1.200	~400
CAPEX Total 2018 – 2022	~2.700	~2.300	~2.300	~1.000

EBITDA y CAPEX por línea de negocio *(€mm)*

EBITDA (2017 y 2022)	2017	2022	TCAC (2017 – 2022)
Comercialización de gas, electricidad y servicios	180	549	25%
GNL Internacional	310	422	6%
Generación Europa	348	507	8%
Generación Internacional	248	270	2%
Infraestructura EMEA	1.787	1.645	(2%)
Chile electricidad(1)	308	436	7%
Chile gas	206	245	4%
Brasil gas	284	322	3%
Argentina gas	48	159	27%
México gas	175	247	7%
Panamá electricidad	106	146	7%
Otros	-85	52	n.a.
Total EBITDA	**3.915**	**5.000**	**4,3%**

CAPEX (2018 – 2022)	Mantenimiento	Expansión	Total
Comercialización de gas, electricidad y servicios	118	334	452
GNL Internacional	-	392	392
Generación Europa	471	825	1.296
Generación Internacional	182	386	568
Infraestructura EMEA	1.108	1.202	2.310
Chile electricidad(1)	451	654	1.105
Chile gas	76	421	497
Brasil gas	171	228	399
Argentina gas	189	134	323
México gas	137	479	616
Panamá electricidad	103	238	341
Otros	94	7	101
Total CAPEX	**3.100**	**5.300**	**8.400**

Fuente: Plan Estratégico 2018 – 2022 de Naturgy.

Objetivos y oportunidades de las líneas de negocio (cont.)

Comercialización gas, electricidad y servicios Establecer un nuevo modelo comercial integrado, maximizar el valor de la cartera a través del enfoque en el cliente, y obtener un alto potencial de crecimiento en el área de servicios y soluciones. Se esperaba que el número de contratos aumentara de 11.598 en 2017 a 12.670 en 2022, creciendo a una TCAC del 2,0% en el período.

LNG Internacional Obtener una cartera diversificada y flexible, asegurar las ventas contratadas con los clientes finales, y considerar la entrada en nuevos segmentos de mercado atractivos (FSRU, soluciones de pequeña escala, *bunkering*). Se esperaba que los volúmenes vendidos aumentara de 100 TWh en 2017 a 124 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 4,0% en el período.

Generación Europa Duplicar el tamaño de las energías renovables reduciendo así el costo total, incrementar el factor de carga de las CCGTs, y ajustar costes en el área de generación convencional. Se esperaba que la producción proveniente de fuentes renovables aumentara de 3,5 TWh en 2017 a 9 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 21,0%.

Generación Internacional Fortalecer el crecimiento en el sector de las renovables así como una generación de flujo de caja recurrente. Se esperaba que la producción de energía de esta línea de negocio aumentara de 17 TWh en 2017 a 20 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 3,0%.

Redes Gas España Consolidar el crecimiento orgánico aprovechando el potencial de penetración de las redes de gas así como la transformación digital y un riesgo regulatorio limitado. Se esperaba que las ventas remuneradas de gas aumentaran de 141 TWh en 2017 a 156 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 2,1%, y que los puntos de suministro aumentaran de 5,37 mm en 2017 a 5,91 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 1,9%.

EMPL Presenta ingresos garantizados hasta el vencimiento en 2021 y se esperaba que las negociaciones para la renovación de EMPL brindaran ventajas.

(1) La línea de negocio Chile Electricidad no forma parte de la Compañía a Fecha de Valoración.

Descripción del Plan Estratégico

Objetivos y oportunidades de las líneas de negocio (cont.)

Redes electricidad España Consolidar un sistema de distribución más flexible y digitalizado, considerar necesidades de inversión futura para compensar los riesgos regulatorios, y lograr una mayor eficiencia a través de la digitalización. Se esperaba que el ratio de Opex unitario por km de red disminuyera de 1.882 €/km en 2017 a 1.396 €/km en 2022, experimentando una TCAC del -5,8%.

Chile electricidad Aprovechar las mejoras en el modelo regulatorio de distribución en 2020 que permitirá capitalizar en las nuevas tecnologías, y la aplicación de la nueva ley de 2017 destinada a paliar el efecto de cuello de botella en el mercado de las renovables. Implementar mejoras en las redes de transmisión. Se esperaba que el volumen de ventas aumentara de 15 TWh en 2017 a 18 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 4,0%, y que los puntos de suministro aumentaran de 2,86 mm en 2017 a 3,28 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 3,0%. Finalmente, también se esperaba que la longitud de la red eléctrica aumentara de 66.180 km en 2017 a 69.605 en 2022, creciendo a una TCAC del 1,0%.

Chile gas Fortalecer el crecimiento orgánico a través de una mayor penetración, una creciente demanda de calefacción, y el intercambio de gas con Argentina a través de gasoductos existentes. Se esperaba que el volumen de ventas aumentara de 46 TWh en 2017 a 71 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 9,0%, y que los puntos de suministro aumentaran de 0,64 mm en 2017 a 0,79 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 6,0%. Finalmente, también se esperaba que la longitud de la red de distribución aumentara de 6.425 km en 2017 a 7.858 km en 2022, creciendo a una TCAC del 4,0%.

Brasil gas Consolidar el crecimiento orgánico a través de una mayor penetración y nuevas concesiones, y fuerte potencial de crecimiento del negocio de servicios en desarrollo. Se esperaba que el volumen de ventas aumentara de 89 TWh en 2017 a 90 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 0,2%, y que los puntos de suministro aumentaran de 1,09 mm en 2017 a 1,21 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 2,0%. Finalmente, también se esperaba que la longitud de la red de distribución aumente de 7.536 km en 2017 a 8.708 km en 2022, creciendo a una TCAC del 3,0%.

Objetivos y oportunidades de las líneas de negocio (cont.)

Argentina gas Aplicación de la revisión tarifaria integral a partir de abril de 2018, consolidar el crecimiento orgánico respaldado por la actualización y la extensión de las redes, y aprovechar el fuerte potencial de crecimiento del negocio de servicios en desarrollo. Se esperaba que el volumen de ventas aumente de 72 TWh en 2017 a 79 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 2,0%, y que los puntos de suministro aumentaran de 1,65 mm en 2017 a 1,83 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 2,0%. Finalmente, también se esperaba que la longitud de la red de distribución aumentara de 25.865 km en 2017 a 27.540 km en 2022, creciendo a una TCAC del 1,0%.

México gas Afianzar el crecimiento orgánico por penetración y nuevas concesiones, y aprovechar el fuerte potencial de crecimiento de los servicios a través de la base de clientes existentes y nuevos clientes. Se esperaba que el volumen de ventas aumentara de 58 TWh en 2017 a 74 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 5,0%, y que los puntos de suministro aumentaran de 1,77 mm en 2017 a 2,63 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 8,0%. Finalmente, también se esperaba que la longitud de la red de distribución aumentara de 21.022 km en 2017 a 25.739 km en 2022, creciendo a una TCAC del 4,0%.

Panamá electricidad Se encuentra en una economía de alto crecimiento y bajo riesgo con remuneración estable ($), con expectativas positivas sobre la revisión de tarifas 2019-2022. Se esperaban ventajas significativas de las eficiencias operativas y menores pérdidas de energía. Se esperaba que el volumen de ventas aumentara de 5,1 TWh en 2017 a 6,5 TWh en 2022, creciendo a una TCAC del 5,0%, y que los puntos de suministro aumentaran de 0,64 mm en 2017 a 0,77 mm en 2022, creciendo a una TCAC del 4,0%. Finalmente, también se esperaba que las pérdidas de energía disminuyeran de 11,74% en 2017 a 10,61% en 2022, experimentando una TCAC del -2,0%.

3 Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo

- 3.A.1. Descripción de la Compañía
- 3.A.2. Plan Estratégico
  - 3.A.2.1 Descripción del Plan Estratégico 18-22
  - 3.A.2.2 Evolución y comparativa Plan Estratégico 18-22
- 3.A.3. Análisis Financiero del Grupo

3.B. Industria

3.C. Economía

EBITDA Plan Estratégico por segmento

Comparativa Plan Estratégico por segmento

A continuación mostramos una comparativa del EBITDA Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 y EBITDA 2020 reportado por Naturgy para cada segmento.

Evolución del EBITDA Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 por segmento (€mm)

	Plan Estratégico 2018-2022			Reportado 2020	
	2017	2022	TCAC (2)	2020	TCAC (17-20)
Comercialización gas, electricidad y servicios (1)	180	549	*25%*	n.a.	n.a.
Generación Europa	348	507	*7,8%*	376	*2,6%*
Generación Internacional	248	270	*1,7%*	317	*8,5%*
GNL Internacional (1)	310	422	*6,4%*	n.a.	*n.a.*
Gas y Electricidad	**1.086**	**1.748**	***10,0%***	**925** (3)	***-5,2%***
Infraestructuras EMEA	**1.787**	**1.645**	***-1,6%***	**1.778**	***-0,2%***
Chile Gas	206	245	*3,5%*	206	*0,0%*
Brasil Gas	284	322	*2,5%*	203	*-10,6%*
Argentina Gas	48	159	*27,1%*	52	*2,7%*
Infraestructuras LatAm Sur	**538**	**726**	***6,2%***	**461**	***-5,0%***
México Gas	175	247	*7,1%*	222	*8,3%*
Panamá Electricidad	106	146	*6,6%*	130	*7,0%*
Infraestructuras LatAm Norte	**281**	**393**	***6,9%***	**352**	***7,8%***
Otros	(85)	52		(67)	*-7,6%*
Total	**3.607**	**4.564**	***4,8%***	**3.449**	***-1,5%***

(1) Líneas de negocio que, tras el cambio en la estructura de reporte de la Compañía en 2020, no han podido ser reconciliadas.
(2) TCAC necesario para alcanzar los objetivos del Plan Estratégico 2018-2022.
(3) Total considerando las siguientes líneas de negocio bajo la nueva estructura de reporte: Mercados y suministros, GNL Internacional, Generación térmica (España y Latinoamérica), Renovables (España y EEUU, Australia y Latam), y Comercialización

- El Plan Estratégico planteaba un crecimiento en EBITDA de €3.607mm en 2017 hasta los €4.565mm en 2022, representando una TCAC de +4,8% en el periodo.
- Hasta 2020, no se ha logrado el crecimiento medio esperado, principalmente por el efecto del Covid-19. Entre 2017-2020 la TCAC fue de -1,5%. Esta situación implica que para alcanzar el objetivo de EBITDA esperado del Plan Estratégico en 2022, considerando las cifras reportadas en 2020, se necesitaría un crecimiento medio del 15,0% anual.

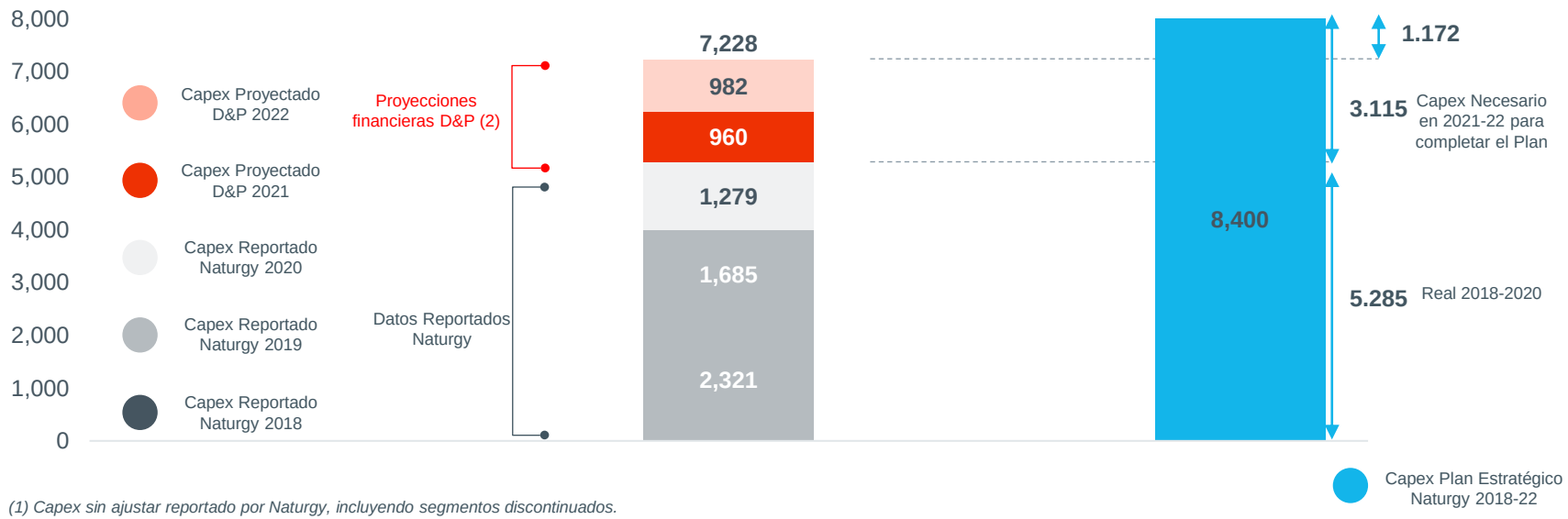
Fuente: Plan Estratégico Naturgy 2018-2022; CCAA Naturgy y análisis de D&P.

Capex Plan Estratégico

Comparativa de Capex del Plan Estratégico

A continuación mostramos una comparativa del Capex Plan Estratégico Naturgy 2018-22 con el Capex reportado Naturgy hasta el 2020 y del análisis D&P tras los últimos resultados de la Compañía para el negocio consolidado.

Evolución del Capex Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 vs real 2018-2020 + Proyecciones D&P 2021-22 (1) (€mm)



(1) Capex sin ajustar reportado por Naturgy, incluyendo segmentos discontinuados.
(2) Las proyecciones no incluyen los segmentos discontinuados: Chile Electricidad y Perú Gas.

- Considerando los importes reales invertidos para el periodo 2018-20, más nuestra estimación para el periodo 2021-22, el Capex se encontraría €1.172mm por debajo de lo previsto en el Plan Estratégico 2018-22.

Fuente: Plan Estratégico Naturgy 2018-2022; CCAA Naturgy y análisis de D&P.

Capex del Plan Estratégico por segmento

Comparativa de Capex del Plan Estratégico por segmento

A continuación mostramos una comparativa del Capex Plan Estratégico de Naturgy 2018-22 con el Capex reportado por Naturgy hasta el 2020 y del nuestro análisis tras los últimos resultados de la Compañía para cada segmento.

Evolución del Capex Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 vs real 2018-2020 + Proyecciones D&P 2021-22 por segmento (€mm)

	Reportado (A)			Proyecciones D&P (B)		Acumulado (A+B)	Plan Est.	
	2018	2019	2020	2021	2022	2018-2020	2018-2022	Delta (2)
Comercialización gas, electricidad y servicios (1)	61	97	56	66	70	351	452	28,8%
GNL Internacional	380	2	15	10	11	418	392	-6,2%
Generación Europa (1)	462	527	191	71	71	1.323	1.296	-2,0%
Generación Internacional (1)	232	209	312	36	36	826	568	-31,2%
Gas y Electricidad	**1.135**	**835**	**574**	**184**	**189**	**2.917**	**2.708**	**-7,2%**
Redes gas España	240	167	96	213	214	930	n.a.	n.a.
Redes electricidad España	228	260	225	227	233	1.173	n.a.	n.a.
EMPL	5	5	3	-	-	13	n.a.	n.a.
Infraestucturas EMEA	**473**	**432**	**324**	**440**	**447**	**2.116**	**2.310**	**9,2%**
Chile Gas	131	76	37	96	97	437	497	13,7%
Brasil Gas	60	50	33	34	37	214	399	86,2%
Argentina Gas y Electricidad	48	44	22	28	27	169	323	90,6%
Infraestructuras LatAm Sur	**239**	**170**	**92**	**159**	**161**	**821**	**1.219**	**48,5%**
México Gas	81	58	37	85	92	353	616	74,4%
Panamá Electricidad	103	109	94	93	93	491	341	-30,6%
Infraestructuras LatAm Norte	**184**	**167**	**131**	**178**	**185**	**844**	**957**	**13,3%**
Otros	70	(32)	39	-	-	77	101	31,2%
Total	**2.101**	**1.572**	**1.160**	**960**	**982**	**6.776**	**7.295**	**7,7%**

(1) Segmentos reconciliados con el nuevo restatement de la estructura de reporting de la Compañía.
(2) Diferencia necesaria para alcanzar los objetivos del Plan Estratégico 2018-2022 en 2022.

- En líneas generales, se puede apreciar que el Capex se encuentra por debajo de los objetivos preestablecidos en el Plan Estratégico 2018-2022 (€519mm), considerándose el total del Capex incurrido 2018-2020 más el Capex proyectado para 2021-2022 derivado de nuestro análisis. Para alcanzar el objetivo de Capex esperado del Plan Estratégico en 2022, considerando las cifras reportadas en 2020 y nuestras proyecciones para 2021 y 2022, se necesitaría un incremento medio de 7,7%.

Fuente: Plan Estratégico Naturgy 2018-2022; CCAA Naturgy y análisis de D&P.

Métricas Plan Estratégico vs. Proyecciones Actuales de Naturgy

Comparativa de hipótesis: Plan Estratégico vs. CCAA Naturgy 2020

A continuación mostramos una comparativa de las principales métricas operativas del Plan Estratégico 2018-22 vs las expectativas reportadas en las CCAA de 2020.

Comparación Métricas operativas del Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 vs Proyecciones Reportadas por Naturgy en CCAA 2020

		2020	2021	2022
Precio pool €/Mwh	CCAA 2020	33,8	44,3	45,6
	Plan Estratégico Naturgy 2018-22	54,8	51,3	50,3
	Diferencia (€) | (%)	*(21,0) | (38,3%)*	*(7,0) | (13,6%)*	*(4,7) | (9,3%)*
Brent (USD/bbl)	CCAA 2020	41,2	46,1	46,7
	Plan Estratégico Naturgy 2018-22	71,0	67,8	65,6
	Diferencia (€) | (%)	*(29,8) | (42,0%)*	*(21,7) | (32,0%)*	*(18,9) | (28,8%)*
Gas Henry Hub (USD/MMBtu)	CCAA 2020	2,1	2,8	2,7
	Plan Estratégico Naturgy 2018-22	2,9	2,8	2,7
	Diferencia (€) | (%)	*(0,8) | (27,6%)*	-	-
Carbón API2 (USD/t)	CCAA 2020	49,3	56,1	56,2
	Plan Estratégico Naturgy 2018-22	89,6	88,0	85,2
	Diferencia (€) | (%)	*(40,3) | (45,0%)*	*(31,9) | (36.3%)*	*(29,0) | (34,0%)*
CO_2 (€/T)	CCAA 2020	24,4	27,5	27,7
	Plan Estratégico Naturgy 2018-22	14,0	16,1	16,3
	Diferencia (€) | (%)	*10,4 | 74,3%*	*11,4 | 70,8%*	*11,4 | 69,9%*

- En líneas generales, las principales hipótesis de mercado han sufrido variaciones significativas respecto a las proyecciones del Plan Estratégico 2018-22, tras la caída de la demanda por el Covid-19 y del abaratamiento de gran parte de las materias primas, así como los cambios regulatorios en los negocios de distribución de gas y electricidad. Las proyecciones que la Compañía muestra en sus CCAA de 2020 para estas hipótesis son significativamente distintas de las que se consideró inicialmente en el Plan.
- Adicionalmente, de acuerdo a lo comentado en la Sección 7, el Covid-19 ha provocado una depreciación generalizada en el tipo de cambio de los países de LatAm donde el Grupo actúa, acrecentando aún más la volatilidad y la incertidumbre de sus negocios en la región.

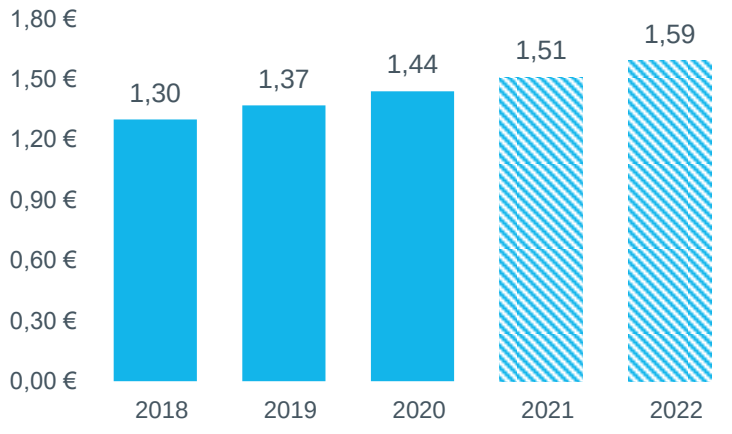
Fuente: Plan Estratégico Naturgy 2018-2022; CCAA Naturgy y análisis de D&P.

Remuneración del accionista y conclusión

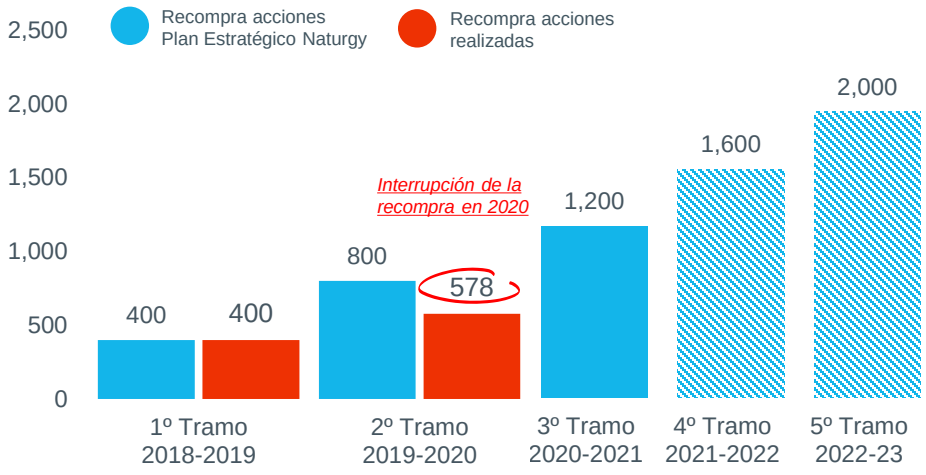
Comparativa Plan Estratégico vs. situación actual

A continuación mostramos una comparativa de los dividendos y la recompra de acciones anunciados en el Plan Estratégico Naturgy 2018-22, y del análisis D&P tras los últimos resultados de la Compañía para el negocio consolidado.

Dividendos Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 (€ por acción)



Recompra acciones Plan Estratégico Naturgy 2018-2022 acumulado (€mm)



- Naturgy ha mantenido el pago de los dividendos de acuerdo al Plan Estratégico 2018-22 durante el periodo 2018-20, lo cuál se espera que incremente al menos un 5% en los próximos periodos.
- A pesar de cumplir con los objetivos de dividendos, Naturgy también contemplaba en su Plan remunerar al accionista a través de un plan de recompra de acciones, el cuál fue interrumpido durante 2020 como consecuencia del Covid-19, para preservar una mayor flexibilidad y fortaleza financiera durante la crisis sanitaria. Por ello, en términos de remuneración total al accionista, la remuneración ha sido menor de la que la estimada en el Plan Estratégico 2018-22.

Conclusión

Por todo lo anterior, consideramos que el Plan Estratégico 2018-2022 ya no refleja de forma fiable las expectativas futuras del negocio a fecha actual. Por lo tanto, las previsiones y objetivos planteados en dicho plan no han sido la base de cara a determinar las proyecciones financieras en nuestro análisis de valoración. La *Sección 9.C* detalla las hipótesis consideradas en las proyecciones financieras utilizadas para cada línea de negocio.

Fuente: Plan Estratégico Naturgy 2018-2022; CCAA Naturgy y análisis de D&P.

3 Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo

- 3.A.1. Descripción de la Compañía
- 3.A.2. Plan Estratégico
- 3.A.3. Análisis Financiero del Grupo

3.B. Industria

3.C. Economía

Análisis Financiero del Grupo

Análisis general de la cuenta de pérdidas y ganancias

Cuenta de pérdidas y ganancias (€mm)		2019	2020
Importe neto de la cifra de negocios	1	20.739	15.345
Aprovisionamientos	2	(14.607)	(10.033)
Margen Bruto		**6.132**	**5.312**
Gastos de Explotación	3	(1.235)	(1.096)
Gastos de personal		(745)	(678)
Otros ingresos de explotación		196	176
EBITDA Ordinario	4	**4.348**	**3.714**
Partidas no ordinarias	5	(96)	(265)
EBITDA Reportado		**4.252**	**3.444**
Otros resultados		25	12
Amortización y pérdidas por deterioro [(2)]	6	(1.534)	(2.839)
Deterioro de crédito por pérdidas crediticias	7	(109)	(156)
EBIT Reportado		**2.634**	**466**
Resultado financiero		(585)	(538)
Resultado de entidades valoradas por el método de participación	8	75	36
Resultado antes de impuestos		**2.272**	**(36)**
Impuestos sobre beneficios		(426)	(19)
Resultado operaciones interrumpidas		98	24
Participaciones no dominantes	9	(395)	(316)
Resultado neto Reportado		**1.401**	**(347)**
Partidas no ordinarias	5	(23)	1.219
Resultado neto Ordinario		**1.378**	**872**

Fuente: Cuentas Anuales 2020 de la Compañía

Análisis general de la cuenta de pérdidas y ganancias (cont.)

A continuación describimos las principales partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias:

1. Ventas Netas (Ordinario): incluye todos los segmentos de negocio de la Compañía – Redes España, Redes LatAm, Gestión de la energía, Renovables y nuevos negocios, y Comercialización (estructura de reporte nueva).
2. Aprovisionamientos (Ordinario): incluye principalmente compras de energía, servicios de acceso a redes de distribución, otras compras y variación de existencias.
3. Gastos de explotación (Ordinario): incluye gastos por operación y mantenimiento ("O&M"), publicidad y otros servicios comerciales, servicios profesionales y seguros, servicios de construcciones (CINIIF 12), suministros y prestación de servicios a clientes y tributos, entre otros.
4. EBITDA Ordinario: EBITDA ajustado por gastos relativos a costes de reestructuración y otras partidas no ordinarias que no se consideran en la definición de EBITDA Ordinario, de acuerdo con la Compañía.
5. Partidas no ordinarias: corresponden principalmente a los costes de restructuración derivados de la implementación del plan de eficiencias, los costes de la renegociación de contratos de gas y reversión de provisiones.
6. Amortización y pérdidas por deterioro: amortizaciones y depreciaciones del inmovilizado material e inmaterial con vida finita, así como eventuales deterioros del fondo de comercio y del inmovilizado. En 2020 este epígrafe fue afectado por un deterioro de €1.363mm, principalmente relacionado con la generación convencional en España (CCGT) debido a los cambios estructurales en el sector energético, y las actividades de gas en Argentina, para reflejar el entorno macroeconómico e hiperinflación.
7. Deterioro de crédito por pérdidas crediticias: pérdidas acumuladas por ingresos de gas y electricidad, pendientes de facturar.
8. Resultado de entidades valoradas por el método de participación: incluye principalmente Subgrupo UF Gas, Electricidad Puerto Rico y Subgrupo CGE..
9. Participaciones no dominantes: incluye Metrogas, S.A., Companhia Distribuidora de Gás do Río de Janeiro, S.A., Fuerza y Energía de Tuxpan S.A. de C.V., Empresa de Distribución Eléctrica Metro Oeste, S.A., Ecoelectrica L.P., Europe Maghreb Pipeline, Ltd., Gas Natural Mexico, S.A. de C.V., Ceg Río, S.A., Aprovisionadora global de energía, S.A., Nedgia Catalunya, S.A. y Nedgia Madrid, S.A., entre otros.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

Balance de situación

Balance de situación (€mm)	31/12/18	31/12/19	31/12/20
Activos fijos			
Inmovilizado intangible	7.845	7.713	5.575
Inmovilizado material	20.707	19.647	16.128
Activos por derecho de uso	-	1.416	1.388
Otros activos no corrientes	334	581	691
Activos fijos	**28.886**	**29.357**	**23.782**
Capital circulante			
Existencias	850	796	519
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5.134	4.900	3.115
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(4.067)	(3.744)	(3.230)
Otros pasivos corrientes	(471)	(286)	(363)
Provisiones corrientes	(297)	(291)	(246)
Otros activos financieros corrientes	428	333	558
Ingresos diferidos	(863)	(898)	(871)
Capital circulante	**714**	**810**	**(518)**
Deuda financiera neta (reportada)			
Pasivos financieros	(15.431)	(17.987)	(17.539)
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.716	2.685	3.927
Deuda financiera neta (reportada)	**(13.715)**	**(15.302)**	**(13.612)**
Otros activos/pasivos con consideración de DFN			
Provisiones no corrientes	(1.125)	(1.169)	(1.052)
Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	109	27	1.995
Inversiones contab. por el método de participación	816	731	813
Activos financieros no corrientes	910	738	361
Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**710**	**327**	**2.117**
Otros			
Otros pasivos no corrientes	(1.540)	(492)	(346)
Activos por impuesto diferido	1.689	1.525	1.635
Pasivos por impuesto diferido	(2.149)	(2.249)	(1.793)
Otros	**(2.000)**	**(1.216)**	**(504)**
Patrimonio neto			
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	(10.948)	(10.551)	(8.028)
Intereses minoritarios	(2.035)	(1.813)	(1.625)
Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
Patrimonio neto	**(14.595)**	**(13.976)**	**(11.265)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

Balance de situación (cont.)

A 31 de diciembre de 2020, ciertas partidas de balance han disminuido significativamente como consecuencia de la reclasificación de los saldos relacionados con el negocio de 'Distribución eléctrica Chile' a activos/pasivos no Corrientes mantenidos para la venta debido a la venta de este negocio, anunciada el 13 de noviembre de 2020.

A continuación se describen los principales epígrafes del balance.

Activos fijos

- El **inmovilizado intangible** ascendía a €5.575mm a 31 de diciembre de 2020 incluyendo principalmente las siguientes partidas i) concesiones por valor de €2.076mm, ii) fondo de comercio relacionado con combinaciones de negocios por importe de €3.202mm y iii) software por importe de €258mm.
- El **inmovilizado material** ascendía a €16.128mm a 31 de diciembre de 2020 y se compone principalmente de i) instalaciones técnicas de transporte y distribución de electricidad por valor de €4.806mm, ii) instalaciones técnicas de generación de electricidad por importe de €4.942mm e iii) instalaciones técnicas de gas por importe de €4.897mm.

  El descenso del inmovilizado material del 31 de diciembre de 2018 al 31 de diciembre de 2019 se debe principalmente a la reclasificación de 11 buques dedicados al transporte de GNL en régimen de arrendamiento financiero al epígrafe "**Activos por derecho de uso**" debido a la aplicación de la NIIF 16.

  En 2018 la Compañía reconoció c. €4.000mm en pérdidas por deterioro del valor (en activos tangibles e intangibles) tras la reevaluación de las estimaciones de flujos de efectivo futuros en el contexto de la aprobación del plan estratégico 2018-2022. La mayor parte de este deterioro de valor estaba relacionado con las plantas de generación de electricidad convencionales en España.

  En 2020 la Compañía reconoció c. €1.000mm en pérdidas por deterioro del valor tras la reevaluación de las estimaciones de flujos de efectivo futuros derivados del impacto del Covid-19, principalmente relacionado con los negocios de generación convencional en España y distribución de gas en Argentina.
- **Otros activos no corrientes** incluyen principalmente derivados de cobertura sobre el precio de las materias primas por valor de €352mm a 31 de diciembre de 2020 y otros activos por valor de €339mm a 31 de diciembre de 2020.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

Balance de situación (cont.)

Balance de situación (€mm)	31/12/18	31/12/19	31/12/20
Activos fijos			
Inmovilizado intangible	7.845	7.713	5.575
Inmovilizado material	20.707	19.647	16.128
Activos por derecho de uso	-	1.416	1.388
Otros activos no corrientes	334	581	691
Activos fijos	**28.886**	**29.357**	**23.782**
Capital circulante			
Existencias	850	796	519
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5.134	4.900	3.115
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(4.067)	(3.744)	(3.230)
Otros pasivos corrientes	(471)	(286)	(363)
Provisiones corrientes	(297)	(291)	(246)
Otros activos financieros corrientes	428	333	558
Ingresos diferidos	(863)	(898)	(871)
Capital circulante	**714**	**810**	**(518)**
Deuda financiera neta (reportada)			
Pasivos financieros	(15.431)	(17.987)	(17.539)
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.716	2.685	3.927
Deuda financiera neta (reportada)	**(13.715)**	**(15.302)**	**(13.612)**
Otros activos/pasivos con consideración de DFN			
Provisiones no corrientes	(1.125)	(1.169)	(1.052)
Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	109	27	1.995
Inversiones contab. por el método de participación	816	731	813
Activos financieros no corrientes	910	738	361
Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**710**	**327**	**2.117**
Otros			
Otros pasivos no corrientes	(1.540)	(492)	(346)
Activos por impuesto diferido	1.689	1.525	1.635
Pasivos por impuesto diferido	(2.149)	(2.249)	(1.793)
Otros	**(2.000)**	**(1.216)**	**(504)**
Patrimonio neto			
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	(10.948)	(10.551)	(8.028)
Intereses minoritarios	(2.035)	(1.813)	(1.625)
Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
Patrimonio neto	**(14.595)**	**(13.976)**	**(11.265)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

Balance de situación (cont.)

Capital Circulante

El capital circulante ascendía a -€518mm a 31 de diciembre de 2020 e incluye las siguientes partidas:

- **Existencias** compuestas principalmente de gas natural y gas natural licuado por valor de €265mm y derechos de emisión de CO_2 por valor de €148mm a 31 de diciembre de 2020.
- **Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar** incluyen principalmente saldos pendientes de cobro con clientes que ascendían a €2.688mm a 31 de diciembre de 2020.
- **Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar** se refieren principalmente a los saldos pendientes de pago a acreedores que ascendían a €2.495mm a 31 de diciembre de 2020.
- **Otros pasivos corrientes** incluyen principalmente i) provisiones por servicios prestados que ascendían a €164mm y ii) dividendos pendientes de pago por valor de €25mm a 31 de diciembre de 2020.
- **Provisiones corrientes** incluye principalmente la estimación de emisiones de CO_2 del ejercicio.
- **Otros activos financieros corrientes** incluyen principalmente la financiación del déficit de ingresos (€222mm a 31 de diciembre de 2020), los créditos comerciales a clientes (€22mm a 31 de diciembre de 2020) y otros créditos (€174mm a 31 de diciembre de 2020).

  La financiación del déficit de ingresos se refiere a los desajustes temporales producidos entre los ingresos y los costes en los negocios de electricidad y gas que se recuperarán en los próximos años. Los saldos pendientes devengan un tipo de interés en condiciones equivalentes a las de mercado.
- **Ingresos diferidos** incluye principalmente los anticipos recibidos por la prestación de ciertos servicios a futuro.

No se ha considerado la potencial salida de caja futura por la posible excepcional posición que podría presentar el capital circulante a 31 de diciembre de 2020 que en todo caso tendría como impacto una potencial reducción de la conclusión de valor.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

Balance de situación (cont.)

Balance de situación (€mm)	31/12/18	31/12/19	31/12/20
Activos fijos			
Inmovilizado intangible	7.845	7.713	5.575
Inmovilizado material	20.707	19.647	16.128
Activos por derecho de uso	-	1.416	1.388
Otros activos no corrientes	334	581	691
Activos fijos	**28.886**	**29.357**	**23.782**
Capital circulante			
Existencias	850	796	519
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	5.134	4.900	3.115
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(4.067)	(3.744)	(3.230)
Otros pasivos corrientes	(471)	(286)	(363)
Provisiones corrientes	(297)	(291)	(246)
Otros activos financieros corrientes	428	333	558
Ingresos diferidos	(863)	(898)	(871)
Capital circulante	**714**	**810**	**(518)**
Deuda financiera neta (reportada)			
Pasivos financieros	(15.431)	(17.987)	(17.539)
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.716	2.685	3.927
Deuda financiera neta (reportada)	**(13.715)**	**(15.302)**	**(13.612)**
Otros activos/pasivos con consideración de DFN			
Provisiones no corrientes	(1.125)	(1.169)	(1.052)
Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	109	27	1.995
Inversiones contab. por el método de participación	816	731	813
Activos financieros no corrientes	910	738	361
Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**710**	**327**	**2.117**
Otros			
Otros pasivos no corrientes	(1.540)	(492)	(346)
Activos por impuesto diferido	1.689	1.525	1.635
Pasivos por impuesto diferido	(2.149)	(2.249)	(1.793)
Otros	**(2.000)**	**(1.216)**	**(504)**
Patrimonio neto			
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	(10.948)	(10.551)	(8.028)
Intereses minoritarios	(2.035)	(1.813)	(1.625)
Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
Patrimonio neto	**(14.595)**	**(13.976)**	**(11.265)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

Balance de situación (cont.)

Deuda financiera neta

La Deuda financiera neta ascendía a €13.612mm a 31 de diciembre de 2020, compuesta por i) emisiones de bonos por valor de €9.241mm, ii) deuda bancaria por valor de €6.571mm, iii) otras partidas por valor de €1.727mm y iv) efectivo y equivalentes de efectivo por valor de €3.927mm. Consulte el apartado “DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN” en para mayor detalle y la explicación de las reclasificaciones propuestas.

Otros activos/pasivos con consideración de DFN

Las principales partidas consideradas dentro de “otros activos/pasivos con consideración de DFN” son las provisiones por planes de pensiones, las provisiones por desmantelamiento, las inversiones contabilizadas por el método de participación y los activos financieros no corrientes.Consulte el apartado “DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN” en para mayor detalle.

Otros

- **Otros pasivos no corrientes** incluyen principalmente depósitos y derivados de cobertura por €213mm y €48mm respectivamente a 31 de diciembre de 2020.
- **Activos y pasivos por impuesto diferido,** cuyo saldo neto es un pasivo por €158mm, se deben principalmente a diferencias temporarias entre la contabilización y el devengo fiscal, así como los impuestos diferidos derivados de ciertas combinaciones de negocios. No se ha asumido la potencial salida de caja por el impacto de los activos y pasivos por impuestos diferidos.

El deterioro de activos realizado en 2020 ha implicado un incremento del activo por impuesto diferido, ya que una parte del deterioro será deducible fiscalmente en ejercicios futuros, por lo que se han identificado diferencias temporarias.

A 31 de diciembre de 2020, los créditos fiscales no incluidos en balance ascendían a €18mm, no se ha estimado la potencial utilización de dichos créditos fiscales debido a que el importe de los mismos no es significativo, y en cualquier caso, la posición neta de impuestos diferidos es ligeramente negativa (pasiva).

Patrimonio neto

El patrimonio neto de la Compañía era de €11.265mm a 31 de diciembre de 2020 incluyendo participaciones no dominantes relacionadas con i) intereses minoritarios de ciertas compañías consolidadas por el método de integración global y ii) acciones preferentes y obligaciones perpetuas subordinadas por importe de €110mm y €1.502mm respectivamente.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN

		31/12/2020		
	Deuda financiera neta (€mm)	**Rango bajo**	**Punto medio**	**Rango alto**
	Pasivos financieros	(17.539)	(17.539)	(17.539)
	Efectivo y activos líquidos equivalentes	3.927	3.927	3.927
	DFN reportada por la Compañía	**(13.612)**	**(13.612)**	**(13.612)**
	Ajustes propuestos a la DFN			
1	Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
2	Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
3	Otros créditos	-	87	174
	Ajustes propuestos a la DFN	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**
	DFN ajustada	**(15.224)**	**(15.137)**	**(15.050)**
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN (€mm)			
	Provisiones no corrientes	(1.052)	(1.052)	(1.052)
	Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	1.995	1.995	1.995
	Inversiones contab. por el método de participación	813	813	813
	Activos financieros no corrientes	361	361	361
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**2.117**	**2.117**	**2.117**
	Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos			
4	Chile - Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	(2.003)	(2.003)	(2.003)
5	Desinversión en Chile	2.450	2.450	2.450
6	Desinversión en Union Fenosa Gas (Egipto)	474	474	474
7	Créditos comerciales	(22)	(22)	(22)
8	Electrificadora del Caribe, S.A.	(25)	(13)	-
9	Otros créditos	(72)	(36)	-
10	Dividendos	(25)	(25)	(25)
11	Provisión de desmantelamiento	383	383	383
12	Depósitos	(102)	(102)	(102)
	Ajuste prop. sobre otros activos/pasivos	**1.058**	**1.106**	**1.155**
	Otros activos/pasivos	**3.175**	**3.223**	**3.272**
	DFN ajustada y otros activos/pasivos	**(12.049)**	**(11.914)**	**(11.778)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN

En la tabla mostrada en esta página se detalla la Deuda Financiera Neta Ajustada y otros activos/pasivos con consideración de DFN, basados en aquellas partidas del balance que tienen esta condición de acuerdo a su naturaleza.

Hemos ajustado el importe reportado de Deuda Financiera Neta y otros activos/pasivos con consideración de DFN de acuerdo a i) el detalle mostrado en las cuentas anuales de cada uno de los epígrafes y ii) los hechos relevantes significativos hasta la fecha de emisión de este informe (si procedieran).

Hemos concluido en un rango determinado principalmente en función de la información pública disponible de ciertas partidas del balance (ej. no se detalla explicación en las cuentas anuales de la Compañía sobre lo que se incluye en "otros créditos"). Dicho rango trasladado a la Valoración de las acciones de Naturgy es de €0,3 entre el rango bajo y el rango alto, lo cual no consideramos significativo.

Deuda financiera neta reportada por la Compañía

La deuda financiera neta reportada por la Compañía incluye:

(i) Pasivos financieros por importe de €17.539mm a 31 de diciembre de 2020 incluyendo:

- Bonos emitidos por importe de €9.241mm;
- Deuda bancaria por importe de €6.571mm; y
- Otros pasivos que ascendían a €1.727mm.

(ii) Efectivo y activos líquidos equivalentes por importe de €3.927mm a 31 de diciembre de 2020.

La deuda financiera neta reportada por la Compañía a 31 de diciembre de 2020 ascendía a €13.612mm.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

		31/12/2020		
	Deuda financiera neta (€mm)	**Rango bajo**	**Punto medio**	**Rango alto**
	Pasivos financieros	(17.539)	(17.539)	(17.539)
	Efectivo y activos líquidos equivalentes	3.927	3.927	3.927
	DFN reportada por la Compañía	**(13.612)**	**(13.612)**	**(13.612)**
	Ajustes propuestos a la DFN			
1	Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
2	Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
3	Otros créditos	-	87	174
	Ajustes propuestos a la DFN	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**
	DFN ajustada	**(15.224)**	**(15.137)**	**(15.050)**
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN (€mm)			
	Provisiones no corrientes	(1.052)	(1.052)	(1.052)
	Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	1.995	1.995	1.995
	Inversiones contab. por el método de participación	813	813	813
	Activos financieros no corrientes	361	361	361
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**2.117**	**2.117**	**2.117**
	Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos			
4	Chile - Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	(2.003)	(2.003)	(2.003)
5	Desinversión en Chile	2.450	2.450	2.450
6	Desinversión en Union Fenosa Gas (Egipto)	474	474	474
7	Créditos comerciales	(22)	(22)	(22)
8	Electrificadora del Caribe, S.A.	(25)	(13)	-
9	Otros créditos	(72)	(36)	-
10	Dividendos	(25)	(25)	(25)
11	Provisión de desmantelamiento	383	383	383
12	Depósitos	(102)	(102)	(102)
	Ajuste prop. sobre otros activos/pasivos	**1.058**	**1.106**	**1.155**
	Otros activos/pasivos	**3.175**	**3.223**	**3.272**
	DFN ajustada y otros activos/pasivos	**(12.049)**	**(11.914)**	**(11.778)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

Ajustes propuestos a la deuda financiera neta

De cara a estimar la deuda financiera neta de la Compañía y a efectos de valoración, hemos realizado ajustes y reclasificaciones en determinadas partidas del balance que se explican a continuación.

1. **Obligaciones perpetuas subordinadas:** En 2014 y 2015 la Compañía emitió bonos subordinados perpetuos por un importe total de €1.500mm. Naturgy reporta las obligaciones perpetuas subordinadas como parte de su patrimonio neto si bien nosotros la reclasificamos como deuda y por tanto, debería ajustarse de cara a llegar al valor de las acciones ordinarias.
2. **Acciones preferentes:** En 2005 Unión Fenosa Preferentes, S.A.U. emitió acciones preferentes permaneciendo en circulación €110mm a 31 de diciembre de 2020. Naturgy reporta las acciones preferentes como parte de su patrimonio neto.
3. **Otros créditos**: Se refiere a otros créditos reportados como "Otros activos financieros corrientes" para los que no se detalla mayor información en las cuentas anuales de la Compañía. Dado que no existe ninguna explicación en las cuentas anuales, se ha considerado el ajuste únicamente para el rango alto, no considerándose ajuste alguno para el rango bajo. El punto medio está determinado por el promedio del rango bajo y el rango alto. No consideramos la diferencia entre el rango alto y el rango bajo significativa.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

		31/12/2020		
	Deuda financiera neta (€mm)	**Rango bajo**	**Punto medio**	**Rango alto**
	Pasivos financieros	(17.539)	(17.539)	(17.539)
	Efectivo y activos líquidos equivalentes	3.927	3.927	3.927
	DFN reportada por la Compañía	**(13.612)**	**(13.612)**	**(13.612)**
	Ajustes propuestos a la DFN			
1	Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
2	Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
3	Otros créditos	-	87	174
	Ajustes propuestos a la DFN	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**
	DFN ajustada	**(15.224)**	**(15.137)**	**(15.050)**
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN (€mm)			
	Provisiones no corrientes	(1.052)	(1.052)	(1.052)
	Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	1.995	1.995	1.995
	Inversiones contab. por el método de participación	813	813	813
	Activos financieros no corrientes	361	361	361
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**2.117**	**2.117**	**2.117**
	Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos			
4	Chile - Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	(2.003)	(2.003)	(2.003)
5	Desinversión en Chile	2.450	2.450	2.450
6	Desinversión en Union Fenosa Gas (Egipto)	474	474	474
7	Créditos comerciales	(22)	(22)	(22)
8	Electrificadora del Caribe, S.A.	(25)	(13)	-
9	Otros créditos	(72)	(36)	-
10	Dividendos	(25)	(25)	(25)
11	Provisión de desmantelamiento	383	383	383
12	Depósitos	(102)	(102)	(102)
	Ajuste prop. sobre otros activos/pasivos	**1.058**	**1.106**	**1.155**
	Otros activos/pasivos	**3.175**	**3.223**	**3.272**
	DFN ajustada y otros activos/pasivos	**(12.049)**	**(11.914)**	**(11.778)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

Otros activos/pasivos con consideración de DFN

- **Provisiones no corrientes**: ascendía a €1.052mm a 31 de diciembre de 2020 e incluía principalmente: i) provisiones para planes de pensiones por valor de €459mm, ii) provisión para litigios por valor de €196mm y iii) provisiones para desmantelamiento por valor de €383mm (la salida de caja de las provisiones por desmantelamiento ha sido considerada en la valoración por descuento de flujos de caja, ajuste #11).
- **Activos/pasivos no corrientes mantenidos para la venta**: Se relaciona principalmente con la reclasificación de activos y pasivos del negocio de 'Distribución eléctrica Chile' como consecuencia de la desinversión anunciada el 13 de noviembre de 2020.
- **Inversiones contabilizadas por el método de participación:** se compone principalmente de las siguientes inversiones de la Compañía: i) "Unión Fenosa Gas" por €262mm a 31 de diciembre de 2020; ii) "EcoEléctrica L.P." por €252mm a 31 de diciembre de 2020; y iii) Medgaz, S.A. por €188mm a 31 de diciembre de 2020.

  El valor contable de EcoEléctrica, L.P. y Medgaz, S.A. es un buen indicador de su valor razonable debido a:

  – EcoEléctrica L.P.: la Compañía realiza una prueba de deterioro anualmente. En 2019 y 2020, se reconoció una reversión de deterioro para esta inversión. Por lo tanto, consideramos que su valor contable refleja su valor razonable actual.

  – A 31 de diciembre de 2019 la participación en Medgaz, S.A. estaba registrada en el epígrafe "activo financiero no corriente". A partir de junio de 2020 se reclasificó debido a la adquisición de una participación adicional del 9,6% en la empresa pasando a registrar la Compañía esta inversión a valor razonable.

  En cuanto a "Unión Fenosa Gas" y según el comunicado publicado por la Compañía del 1 de diciembre de 2020 en su página web, se venderá la participación del 50% en "Unión Fenosa Gas", tras el cierre del arbitraje con el gobierno egipcio relacionado con los problemas de la planta de licuefacción de Damietta. Para más información, véase el ajuste #6.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

		31/12/2020		
	Deuda financiera neta (€mm)	**Rango bajo**	**Punto medio**	**Rango alto**
	Pasivos financieros	(17.539)	(17.539)	(17.539)
	Efectivo y activos líquidos equivalentes	3.927	3.927	3.927
	DFN reportada por la Compañía	**(13.612)**	**(13.612)**	**(13.612)**
	Ajustes propuestos a la DFN			
1	Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
2	Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
3	Otros créditos	-	87	174
	Ajustes propuestos a la DFN	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**
	DFN ajustada	**(15.224)**	**(15.137)**	**(15.050)**
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN (€mm)			
	Provisiones no corrientes	(1.052)	(1.052)	(1.052)
	Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	1.995	1.995	1.995
	Inversiones contab. por el método de participación	813	813	813
	Activos financieros no corrientes	361	361	361
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**2.117**	**2.117**	**2.117**
	Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos			
4	Chile - Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	(2.003)	(2.003)	(2.003)
5	Desinversión en Chile	2.450	2.450	2.450
6	Desinversión en Union Fenosa Gas (Egipto)	474	474	474
7	Créditos comerciales	(22)	(22)	(22)
8	Electrificadora del Caribe, S.A.	(25)	(13)	-
9	Otros créditos	(72)	(36)	-
10	Dividendos	(25)	(25)	(25)
11	Provisión de desmantelamiento	383	383	383
12	Depósitos	(102)	(102)	(102)
	Ajuste prop. sobre otros activos/pasivos	**1.058**	**1.106**	**1.155**
	Otros activos/pasivos	**3.175**	**3.223**	**3.272**
	DFN ajustada y otros activos/pasivos	**(12.049)**	**(11.914)**	**(11.778)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

Otros activos/pasivos con consideración de DFN

- **Activos financieros no corrientes** incluía principalmente a 31 de diciembre de 2019 depósitos (€102mm), concesiones de generación en Costa Rica (€111mm).

Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos

De cara a estimar la deuda financiera neta de la Compañía hemos realizado ajustes y reclasificaciones en determinadas partidas relacionadas con Otros Activos y Pasivos, además de considerar los siguientes hechos relevantes conocidos a Fecha de Valoración:

4 5 **Desinversión en Chile:** El 13 de noviembre de 2020, State Grid International Development Co., Ltd. acordó adquirir una participación del 96,04% en la Compañía General de Electricidad, S.A., propiedad de Naturgy. El importe ajustado considera i) la desconsolidación de los activos y pasivos no corrientes mantenidos para la venta (ajuste #4) y ii) la entrada de caja por la venta de la Compañía (€2.570mm) una vez deducido el impacto fiscal de la venta (€121mm) (ajuste #5).

El impacto fiscal se ha estimado sobre la base del valor contable de la empresa a 30 de septiembre de 2020 considerando una estimación de los costes de transacción (1% sobre el valor de la transacción).

6 **Desinversión en Unión Fenosa Gas (Egipto):** El ajuste considera la eliminación de la participación del 50% en "Unión Fenosa Gas" tras el cierre del caso de arbitraje contra Egipto, relacionado con los problemas de la planta de licuefacción de Damietta de acuerdo al comunicado de prensa de la Compañía a fecha 1 de diciembre de 2020. Según dicho comunicado, la transacción se valoró en €736mm ($900mm, teniendo en cuenta el tipo de cambio de cierre del año) incluyendo i) €491mm de pago en efectivo y ii) los activos de Unión Fenosa Gas fuera de Egipto que se transferirán a la Compañía por valor de €245mm.

El importe ajustado no considera ningún impacto fiscal, ya que el valor contable de UFG se deterioró en el pasado, siendo el gasto registrado no deducible de impuestos.

Descripción del Grupo – Balance de Situación

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

		31/12/2020		
	Deuda financiera neta (€mm)	Rango bajo	Punto medio	Rango alto
	Pasivos financieros	(17.539)	(17.539)	(17.539)
	Efectivo y activos líquidos equivalentes	3.927	3.927	3.927
	DFN reportada por la Compañía	**(13.612)**	**(13.612)**	**(13.612)**
	Ajustes propuestos a la DFN			
1	Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)
2	Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)
3	Otros créditos	-	87	174
	Ajustes propuestos a la DFN	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**
	DFN ajustada	**(15.224)**	**(15.137)**	**(15.050)**
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN (€mm)			
	Provisiones no corrientes	(1.052)	(1.052)	(1.052)
	Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	1.995	1.995	1.995
	Inversiones contab. por el método de participación	813	813	813
	Activos financieros no corrientes	361	361	361
	Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**2.117**	**2.117**	**2.117**
	Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos			
4	Chile - Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	(2.003)	(2.003)	(2.003)
5	Desinversión en Chile	2.450	2.450	2.450
6	Desinversión en Union Fenosa Gas (Egipto)	474	474	474
7	Créditos comerciales	(22)	(22)	(22)
8	Electrificadora del Caribe, S.A.	(25)	(13)	-
9	Otros créditos	(72)	(36)	-
10	Dividendos	(25)	(25)	(25)
11	Provisión de desmantelamiento	383	383	383
12	Depósitos	(102)	(102)	(102)
	Ajuste prop. sobre otros activos/pasivos	**1.058**	**1.106**	**1.155**
	Otros activos/pasivos	**3.175**	**3.223**	**3.272**
	DFN ajustada y otros activos/pasivos	**(12.049)**	**(11.914)**	**(11.778)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía.

DFN y otros activos/pasivos con consideración de DFN (cont.)

Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos

7 Los **créditos comerciales** relacionados con el aplazamiento de los cobros por servicios prestados concedidos a clientes se registran dentro del epígrafe de “activos financieros no corrientes”. Dichos créditos comerciales se han considerado activos operativos del Grupo.

8 **Electrificadora del Caribe, S.A**. es una compañía que fue expropiada por el gobierno colombiano en 2015. Naturgy reporta la inversión en esta compañía como parte del epígrafe "activos financieros no corrientes" por un importe de €25mm a 31 de diciembre de 2020. El ajuste propuesto considera el deterioro de la inversión en el rango bajo.

En la actualidad la Compañía se encuentra explorando diferentes vías que le permitan obtener una indemnización. La potencial entrada de caja como consecuencia de la resolución favorable del litigio no ha sido considerada en la deuda financiera neta ajustada, ya que se considera remota de acuerdo a las cuentas anuales auditadas de Naturgy.

9 **Otros créditos:** Se refiere a otros créditos reportados como “activos financieros no corrientes“ para los que no se detalla mayor información en las cuentas anuales de la Compañía. Dado que no existe ninguna explicación en las cuentas anuales, se ha considerado el ajuste solo para el rango bajo. El punto medio se basa en el promedio del rango bajo y el rango alto. No consideramos la diferencia entre el rango alto y el rango bajo significativa.

10 **Dividendos** pendientes de pago por €25mm reconocidos en balance. No se ha considerado ajustar los pagos de dividendos propuestos del 26 de enero de 2021 en adelante, por ser posteriores a la oferta presentada.

11 **Provisión de desmantelamiento**: Las salidas de caja futuras relacionadas con la provisión de desmantelamiento han sido consideradas en la valoración por descuento de flujos y, por lo tanto, se ajustan a las partidas de otros activos/pasivos con consideración de DFN de cara a no incluirlos como mayor DFN.

12 **Depósitos** recibidos de clientes al contratar los servicios, como garantía del suministro de electricidad y gas natural. Bajo el supuesto considerado en la valoración por DFC de empresa en funcionamiento, los depósitos forman parte del negocio operativo y no se espera que sean devueltos a los clientes, por lo que han sido ajustados al estar registrados dichos importes dentro del epígrafe “activos financieros no corrientes”.

Análisis Financiero del Grupo

Valoración de intereses minoritarios (€mm)

Compañía	CCAA disponibles	Línea de negocio	% Particip.	EBITDA	DFN	Equity Value participación minoritaria: VE / EBITDA (rango bajo)	VE / EBITDA (rango alto)	(EV-DFN)/VNC (rango bajo)	(EV-DFN)/VNC (rango alto)	VNC 31.12.20	Conclusión Valor Razonable 31.12.20 (rango bajo)	Conclusión Valor Razonable 31.12.20 (rango alto)	% Ajuste
Metrogas, SA	2020	Chile Gas	55,6%	117.105	(202.782)	1 409	513	1.065	1.269	484	409	513	*-15,5%*
Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro, SA [1]	2020	Brasil Gas	54,2%	751	(1.304)	1 343	376	209	249	95	343	376	*261,5%*
Fuerza y Energia de Tuxpan SA de CV	n.d.	Generación internacional	75,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	220	262	100	2 179	197	*79,1%*
Empresa de Distribución Electrica Metro Oeste SA	2019	Electricidad Panamá	51,0%	121	(692)	1 165	230	209	249	95	165	230	*73,7%*
Ecoelectrica L.P.	n.d.	Generación internacional	35,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	158	189	3 72	72	72	*0,0%*
Europe Maghreb Pipeline, Ltd.	n.d.	EMPL	77,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29	34	13	4 31	31	*135,5%*
Naturgy Mexico, S.A. de C.V.	2020	Gas México	70,9%	4.819	(8.953)	1 470	551	183	218	83	470	551	*466,0%*
Ceg Río, S.A.	2020	Brasil Gas	59,6%	234	(188)	1 110	119	64	76	29	110	119	*279,3%*
Aprovisionadora global de energía, S.A.	n.d.	Chile Gas	55,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5 62	74	31	62	74	*100,1%*
Nedgia Catalunya, S.A.	2019	Redes Gas España	80,0%	391	(6)	1 671	740	372	443	169	671	740	*297,2%*
Nedgia Madrid, S.A.	2018	Redes Gas España	80,0%	108	16	1 199	219	110	131	50	199	219	*297,7%*
Otros	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6 785	927	404	785	927	*94,2%*
Total										1.625	3.496	4.049	***115,1%***

(1) Para estimar el valor razonable de las participaciones no dominantes de la Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro, S.A, hemos considerado un ajuste adicional de €24mm relacionado con el valor contable de las participaciones no dominantes de esta empresa.

Fuente: Cuentas anuales de la Compañía, cuentas anuales de cada empresa y análisis adicional de Duff & Phelps.

Conclusión

Conclusión Valor Razonable

Valoración de intereses minoritarios

La tabla superior detalla los intereses minoritarios más significativos de la Compañía. Los intereses minoritarios de la Compañía se atribuyen a las empresas consolidadas mediante integración global de las que Naturgy no posee el 100% del accionariado (con la excepción de EcoEléctrica L.P., que se explica con más detalle a continuación, ver nota 3).

Valoración de intereses minoritarios

En función de la información pública disponible se ha realizado los siguientes enfoques:

1. **VE/EBITDA implícito del DFC de la correspondiente línea de negocio:** Para las compañías con cuentas anuales públicamente disponibles, hemos obtenido tanto el EBITDA como una estimación de la DFN para obtener el *equity value* de la participación minoritaria que no es propiedad de la Compañía. El VE/EBITDA obtenido en la valoración del DFC se ha aplicado al EBITDA de cada una de las compañías de cara a estimar el Valor del Negocio.

Valoración de intereses minoritarios (cont.)

2. **Fuerza y Energia de Tuxpan SA de CV**: El Valor Razonable se ha estimado de acuerdo al múltiplo implícito del *equity value/MW* obtenido en el DFC de la línea de negocio (0,7x) (Generación internacional).

   Para la estimación de la Deuda Financiera Neta de Generación Internacional hemos considerado i) el préstamo sindicado de €1.224mm firmado por el holding Global Power Generation, S.A. en 2019 y ii) el préstamo firmado en 2019 por Crookwell Development Pty por un importe de €98mm (esta compañía está consolidada por integración global y es propiedad al 100% de Global Power Generation, S.A.).

3. **EcoEléctrica L.P.**: Aunque esta compañía se registra por el método de participación, existe un interés minoritario, ya que la Compañía no posee el 100% de la participación de la *holding* de EcoEléctrica L.P. Hemos considerado el valor contable de esta compañía como un buen indicador del valor razonable, ya que la Compañía realiza una prueba de deterioro con carácter anual, reconociéndose en 2019 y 2020 una reversión del deterioro reconocido en 2018.

Análisis Financiero del Grupo

Valoración de intereses minoritarios (€mm)

Compañía	CCAA disponibles	Línea de negocio	% Particip.	EBITDA	DFN	Equity Value participación minoritaria: VE / EBITDA (rango bajo)	VE / EBITDA (rango alto)	(EV-DFN)/VNC (rango bajo)	(EV-DFN)/VNC (rango alto)	VNC 31.12.20	Conclusión Valor Razonable 31.12.20 (rango bajo)	Conclusión Valor Razonable 31.12.20 (rango alto)	% *Ajuste*
Metrogas, SA	2020	Chile Gas	55,6%	117.105	(202.782)	1 409	513	1.065	1.269	484	409	513	*-15,5%*
Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro, SA [1]	2020	Brasil Gas	54,2%	751	(1.304)	1 343	376	209	249	95	343	376	*261,5%*
Fuerza y Energia de Tuxpan SA de CV	n.d.	Generación internacional	75,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	220	262	100	2 179	197	*79,1%*
Empresa de Distribución Electrica Metro Oeste SA	2019	Electricidad Panamá	51,0%	121	(692)	1 165	230	209	249	95	165	230	*73,7%*
Ecoelectrica L.P.	n.d.	Generación internacional	35,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	158	189	3 72	72	72	*0,0%*
Europe Maghreb Pipeline, Ltd.	n.d.	EMPL	77,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29	34	13	4 31	31	*135,5%*
Naturgy Mexico, S.A. de C.V.	2020	Gas México	70,9%	4.819	(8.953)	1 470	551	183	218	83	470	551	*466,0%*
Ceg Río, S.A.	2020	Brasil Gas	59,6%	234	(188)	1 110	119	64	76	29	110	119	*279,3%*
Aprovisionadora global de energía, S.A.	n.d.	Chile Gas	55,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5 62	74	31	62	74	*100,1%*
Nedgia Catalunya, S.A.	2019	Redes Gas España	80,0%	391	(6)	1 671	740	372	443	169	671	740	*297,2%*
Nedgia Madrid, S.A.	2018	Redes Gas España	80,0%	108	16	1 199	219	110	131	50	199	219	*297,7%*
Otros	n.d.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6 785	927	404	785	927	*94,2%*
Total										1.625	3.496	4.049	***115,1%***

(1) Para estimar el valor razonable de las participaciones no dominantes de la Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro, S.A, hemos considerado un ajuste adicional de €24mm relacionado con el valor contable de las participaciones no dominantes de esta empresa.

Fuente: Cuentas anuales de la Compañía, cuentas anuales de cada empresa y análisis adicional de Duff & Phelps.

Conclusión

Conclusión Valor Razonable

Valoración de intereses minoritarios (cont.)

4 **Europe Maghreb Pipeline, Ltd**: Hemos realizado un DFC para estimar el valor razonable de esta compañía ('EMPL'). Hemos asumido una DFN de €0mm ya que no hay información pública disponible de esta compañía, pero considerando la proximidad del vencimiento de su concesión parece poco probable que exista una deuda significativa.

5 **Aprovisionadora global de Energia, S.A.**: Debido a que no existe información pública de esta compañía, el valor razonable se ha estimado de acuerdo al múltiplo *Equity Value (excluyendo Minoritarios)*/VNC proforma de la Compañía a 31 de diciembre de 2020.

6 **Otros:** A 31 de diciembre de 2020 "otros" incluye €24mm de dividendos distribuidos por las filiales que se han mantenido a valor contable. El valor razonable de la parte restante de "otras participaciones minoritarias" se ha estimado de acuerdo al múltiplo *Equity Value (excluyendo Minoritarios)*/VNC proforma de la Compañía a 31 de diciembre de 2020.

3

Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo
3.B. Industria
    3.B.1 Industria
    3.B.2 Marco Regulatorio
3.C. Economía

Sector energético – España

El sector energético español está compuesto por empresas que operan en diversos segmentos que van desde la generación de energía, hasta la distribución y comercialización de energía y gas. La gran mayoría de los integrantes de la industria son grandes empresas de energía integradas (*utilities*), productores independientes de energía convencional y/o energías renovables y pequeñas empresas de comercialización.

- **Grandes empresas de energía integradas:** empresas diversificadas que cubren toda la cadena de valor de la energía desde la generación de la misma, por fuentes convencionales y renovables, hasta la distribución y comercialización de electricidad y gas.
- **Empresas de generación de energía:** aquellas empresas involucradas en las actividades de generación de energía, principalmente renovables y ciertas fuentes convencionales.
- **Empresas de transporte y distribución** de electricidad y gas.
- **Empresas de comercialización:** filiales de grandes empresas de energía integradas y una serie de pequeñas y medianas empresas independientes.

Las principales características del sector en España son:

1 Electricidad

- Existen dos actividades diferenciadas: i) actividad regulada, que consiste en la transmisión y distribución de electricidad (así como la operación del sistema eléctrico), y ii) actividad no regulada, que consiste en la generación y venta de electricidad o comercialización.
- Existencia de equilibrio en el sistema eléctrico: Existe un equilibrio en el sistema económico eléctrico, que está en consonancia con las medidas tomadas por el operador del sistema. Un aumento en los costes del sistema eléctrico o una reducción en los ingresos comporta una reducción equivalente en el coste o un aumento equivalente en los ingresos, que asegura el equilibrio en el sistema.

Sector energético – España (cont.)

1 Electricidad (cont.)

- Los ingresos del sector eléctrico se derivan de los peajes de acceso y otros precios regulados, medidas tributarias específicas y, excepcionalmente, de determinadas partidas del presupuesto nacional.

2 Gas Natural

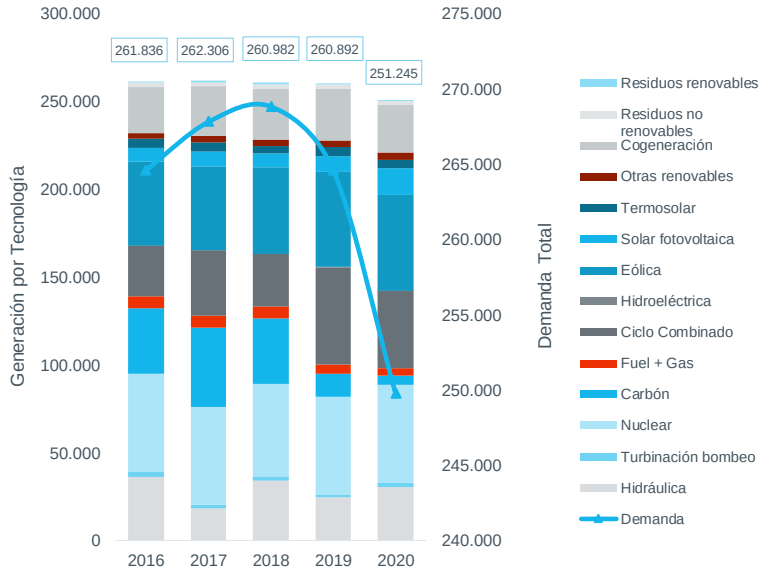
- Existen dos actividades diferenciadas: i) actividad regulada, que comprende el transporte, regasificación, almacenamiento y distribución de gas natural, y ii) actividad no regulada, que comprende la generación, suministro y comercialización de gas natural.
- El sector del gas natural depende casi en su totalidad del suministro exterior del mismo, que representa casi el 99,9% del gas natural consumido en España.
- Desde el 1 de enero de 2003, el suministro de gas natural en España está totalmente desregulado, y desde entonces todos los consumidores españoles tienen libertad para elegir su proveedor de gas natural.

Fuente: Red Eléctrica de España

Sector energético – España (cont.)

El siguiente gráfico muestra la evolución de la demanda y generación total de energía en España de los últimos cinco años, así como el desglose por fuente de generación.

Generación por tecnología y demanda total en España (en GWh)



Fuente: Red Eléctrica de España

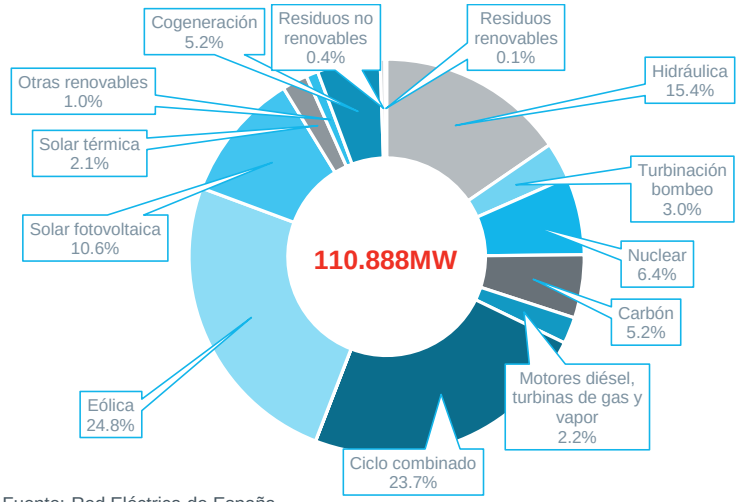
Las fuentes renovables han ganado cuota de mercado, hasta alcanzar el 54,0% (incluyendo tecnología hidráulica y excluyendo cogeneración) de la capacidad total instalada en 2020 frente al 50,1% de 2019. Este incremento se espera que continúe en el futuro por el cierre de las centrales nucleares, entre otros factores.

España, a través del *Plan Nacional Integrado de Energía y Clima* ("PNIEC"), está trabajando para generar en 2030 el 74,0% de su producción energética total a través de fuentes renovables.

Sector energético – España (cont.)

A continuación mostramos un desglose de la potencia instalada en España en 2020:

Potencia instalada en España en 2020



Fuente: Red Eléctrica de España

Situación actual del sector

Acuerdo de París (diciembre 2015): España, junto con los otros 27 miembros de la UE, presentó una contribución nacional única con objetivos de reducción para el año 2030. Los principales objetivos son:

- Reducir, al menos, el 40% las emisiones de gases de efecto invernadero (en relación con los niveles de 1990);
- Las energías renovables deben representar al menos el 27% del consumo de energía de la UE para 2030, y;
- Lograr, al menos, un 27% de mejora en la eficiencia energética.

Las medidas establecidas en el Acuerdo de París promueven el avance hacia una economía baja en carbono y la creación de un sistema energético que garantice una energía asequible para todos los consumidores.

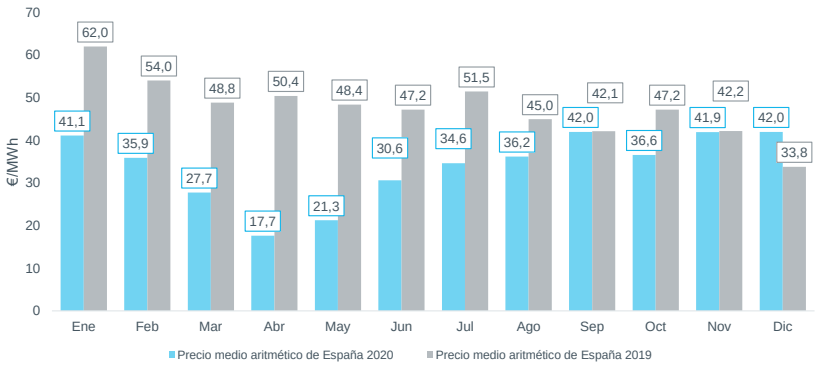
Sector energético – España (cont.)

En diciembre de 2020 el Consejo de Ministros aprobó un anteproyecto de Ley por el cual se creará un fondo para financiar el déficit del sistema eléctrico generado por los subsidios a las renovables. El fondo asumirá los costes asociados al régimen retributivo específico de las renovables, cogeneración, y residuos, que ascienden a unos €7.000mm al año, reduciendo la factura de la luz de los consumidores. Dicho fondo será financiado con las contribuciones de las compañías de energía, no sólo por las compañías energéticas integradas sino también por compañías de *Oil & Gas*.

Impacto del Covid-19 en el sector energético español

El Covid-19 ha alterado bruscamente las dinámicas del sector energético español. La pandemia ha provocado una caída significativa de la demanda, descendiendo en 2020 un 5,6% en comparación con el 2019, provocado una mayor participación de las energías renovables. Esta situación, ha contribuido a que el precio de la electricidad descendiera durante el confinamiento más estricto, recuperando a principios de diciembre de 2020 los precios anteriores a la pandemia. No obstante, con la ola de frio de principios de enero de 2021, la demanda se disparó de nuevo y con ella los precios del *pool* generando un debate público sobre el funcionamiento de la fijación de precios del sistema eléctrico.

Precio medio de la electricidad en España en 2019 y 2020 (en €/MWh)



Fuente: OMIE

Sector energético – España (cont.)

Impacto del Covid-19 en el sector energético español (cont.)

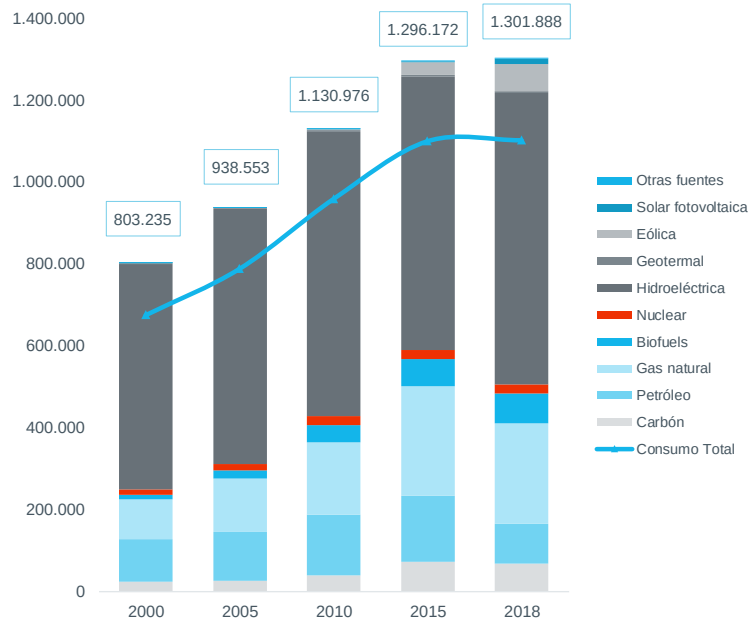
El precio de los derechos de emisión del CO_2 se desplomó cerca de un 40% desde la última semana de febrero hasta la última semana de marzo, cuando se declaró pandemia mundial por el Covid-19. A continuación se incrementó ligeramente resultando en una diminución del 20% durante los primeros meses de la pandemia. Los precios de los derechos de emisión de CO_2 han seguido registrando mínimos históricos durante los meses previos a diciembre 2020, presionando los precios eléctricos españoles.

Por otra parte, los procesos de obtención de permisos de instalaciones renovables se han retrasado debido a la suspensión, por parte del gobierno español, de los procesos administrativos durante el estado de alarma en el país, lo que está generando retrasos en la puesta en marcha de nuevos proyectos. En resumen, se espera que la crisis causada por el Covid-19 siga impactando en el sector energético español.

Sector energético – LatAm

Se espera que el sector energético en América Latina y el Caribe ("LAC", por sus siglas en inglés) experimente un crecimiento sustancial durante las próximas dos décadas. Según el Banco Interamericano de Desarrollo ("BID"), la generación total de energía alcanzará aproximadamente los 3.586 TWh en 2040. Esto representa más del doble de la energía generada en 2018 y se espera se produzca a partir de fuentes limpias. Durante las próximas dos décadas se espera un cambio en el mix de generación, con la energía hidroeléctrica y el gas natural aún dominando -con cuotas del 45% y 23%, respectivamente-, pero con una participación creciente de las renovables no convencionales(1) (principalmente eólica y solar), cuya cuota se espera que crezca del 2% en 2014 al 11% en 2040.

Generación de Energía por Tecnología y Consumo Total en Centro y Sudamérica entre 2000 y 2018 (en GWh)



Fuente: International Energy Agency

(1) Según el BID, las energías renovables no convencionales incluyen la biomasa, eólica, y solar, entre otras.

Sector energético – LatAm (cont.)

La región de LAC ha sido históricamente limpia gracias a la importancia de las centrales hidroeléctricas en su mix energético. Como se muestra en el gráfico, en 2018 la generación hidroeléctrica supuso el 55% de la generación total en la región.

Si bien ninguna subregión domina el incremento del suministro eléctrico, en la zona Andina se espera que aumente a un ritmo ligeramente más rápido, con una tasa de crecimiento anual promedio de 4,7% de 2014 a 2040, seguida de Centroamérica con 3,9%, y 3,2% para toda la región de LAC.

Respecto al gas natural, su consumo en la región alcanzó los 262 mil millones de metros cúbicos en 2016, un 13,1% más que los niveles de 2011. Esto ha sido el resultado de un crecimiento económico acelerado junto con la necesidad de adoptar combustibles más limpios.

México, Argentina y Brasil han experimentado el aumento más fuerte en el consumo de gas natural de la región. Este crecimiento robusto del consumo de gas natural está respaldado por su alta demanda en el sector eléctrico. La brecha entre oferta y demanda ha aumentado en los últimos años y es probable que continúe a menos que los recursos de gas natural de la región se desarrollen completamente.

La demanda de electricidad en la región de LAC se incrementará de 1.550 TWh en 2018 a 2.800 – 3.586 TWh en el año 2040, lo que supone una tasa de crecimiento anual del 2,7% - 3,6%. Se espera que los países del Caribe se expandan de manera más agresiva que los países de América Central, seguidos por los países de América del Sur en un tercer lugar. Como consecuencia, se espera que LAC sea una de las regiones con mayor tasa de crecimiento de la demanda energética en los próximos años.

Fuente: BID (informe The Energy Path a diciembre de 2018)

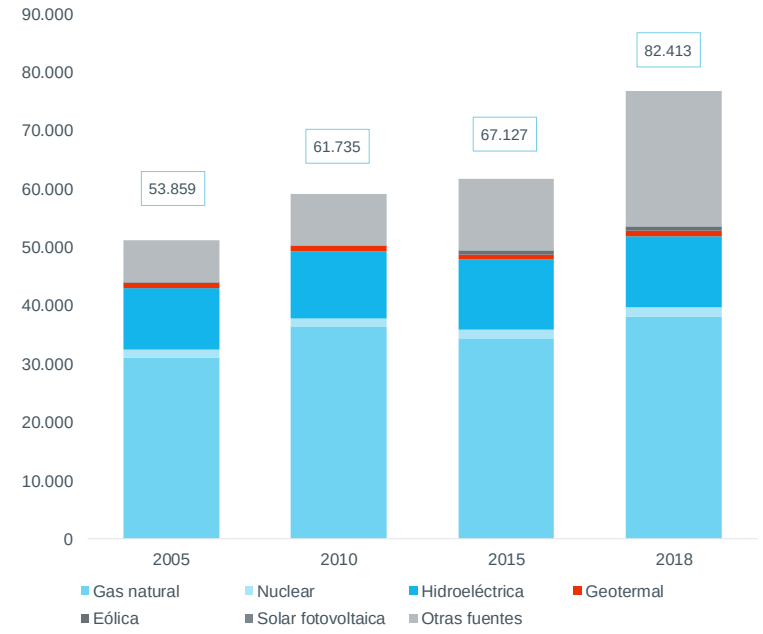
Generación de energía – LatAm

México

En México, el sector energético se encuentra en un proceso de redefinición tras la publicación de una nueva política energética impulsada por el gobierno del país. El objetivo es fortalecer las industrias productivas del estado según lo previsto en el Plan Nacional de Desarrollo 2019-2024. En este contexto, en 2019 se anunciaron importantes medidas en el ámbito de la generación eléctrica, como la creación de un programa de prueba del sistema de comercio de emisiones para 2020-2022, o la cancelación de subastas eléctricas de largo y medio plazo.

Véase en el gráfico la potencia instalada en México entre 2005 y 2018:

Potencia instalada en México entre 2005 y 2018 (en MW)



Fuente: Sistema de información energética (México)

Generación de energía – LatAm (cont.)

México (cont.)

En 2018, México tenía una potencia instalada de 82,4 GW. La capacidad instalada total experimentó una TCAC del 7,1% entre 2015 y 2018.

La principal fuente de generación de energía en México en términos de potencia instalada fueron las centrales de ciclo combinado, que representaron el 46,3% de la potencia instalada total en la región en 2018, seguida de las hidroeléctricas con una cuota del 14,7%, y otras fuentes con una cuota del 28,4%. Otras fuentes incluyen la cogeneración y otras fuentes de generación de energía. Según el BID, se espera que la demanda de electricidad en México alcance los 700 TWh en 2040, desde aproximadamente 310 TWh en 2018.

Chile

La capacidad instalada total del país experimentó una TCAC del 10,7% de 2015 a 2017 hasta alcanzar los 24,2 GW.

El carbón fue la mayor fuente de generación de energía del país con una cuota del 34% en la potencia instalada total, seguida de la energía hidroeléctrica (28%), el gas natural (21%) y las renovables (17%). Sin embargo, en los últimos años, la eólica y especialmente la solar se han convertido en una de las tecnologías de generación más competitivas del sector. Según el informe de CNE (2018), es probable que la demanda de electricidad en Chile crezca a una TCAC del 2,9%; de 73 TWh en 2018 a 125 TWh en 2037. Así mismo, se agregarán alrededor de 17,6 GW de fuentes renovables durante 2018–37. La mayor parte provendrá de proyectos de energía solar que se desarrollarán en la región norte del país (Desierto de Atacama).

Fuente: CCAA de Naturgy de 2019, BID, y CNE de Chile

Distribución de electricidad – LatAm

Panamá

En 2018, la producción de electricidad fue de 8,56 TWh y se espera que alcance aproximadamente 40 TWh en 2040. Panamá tenía una potencia instalada de 3,4 GW en 2018, siendo más de la mitad hidroeléctrica. La capacidad instalada total creció a una TCAC del 6% durante el período de cinco años que abarca de 2014 a 2018, impulsando la actividad de distribución de electricidad.

El fundamento legal del mercado eléctrico panameño es la Ley No. 6 de 1997, que establece las normas que rigen las actividades de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica.

La mayor parte del país está dividida en tres grandes áreas de distribución, cada una explotada por una concesión de distribución operadas por empresas de capital mixto en la que el sector público y privado tienen intereses.

Debido a la exigencia de que las empresas distribuidoras contraten el 100% de la demanda esperada de los usuarios regulados a corto plazo, la mayoría de las transacciones económicas se realizan a través de PPAs entre empresas distribuidoras y generadoras, con el 94% de la energía total demandada vía PPA en 2018. Las empresas distribuidoras deben otorgar PPAs a través de un proceso público, y los contratos deben ser aprobados por ASEP, el regulador de servicios públicos en Panamá.

Argentina

En 2016, se generaron 150,56 TWh de electricidad en Argentina. La potencia instalada fue de 38 GW, el 66,0% del total provenía de centrales térmicas y el 29% de centrales hidroeléctricas.

Las Leyes Nº. 15336 y Nº. 24065, junto con sus respectivos decretos reglamentarios, establecen el marco legal general que define la dinámica de generación, transporte y distribución en el sistema eléctrico, incluyendo la categorización de los actores legítimamente reconocidos y calificados para operar en el sector eléctrico.

Fuente: Oil & gas investment guide EY de Perú, ICLG Oil & Gas Laws and Regulations 2020 report de Brasil y México, IAEA Argentina 2018 Nuclear Power Profiles 2018 report

Distribución de electricidad – LatAm (cont.)

Argentina (cont.)

Los distribuidores son considerados un servicio público que opera en condiciones de monopolio y tiene tarifas reguladas que sujetas a especificaciones de calidad de servicio. A septiembre de 2019, existían 29 compañías distribuidoras, la mayoría propiedad del estado.

Distribución de gas – LatAm

En **Chile**, las empresas concesionarias de distribución de redes de gas operan bajo un régimen de tarifa libre sujeta a una tasa máxima de retorno por cada área de concesión. En 2017 se promulgó la Ley Nº. 20999, que estableció un nuevo régimen de tarifas de gas. Chile importa casi todo el gas natural que consume.

En **Brasil**, **México**, **Argentina** y **Perú** las tarifas y remuneraciones de las empresas distribuidoras de gas natural son determinadas por las autoridades reguladoras.

En **México**, la demanda local de gas natural ha aumentado 32% entre 2008 y 2020. Durante 2019, la demanda promedio fue de alrededor de 8.000mm cfd. Según el Centro Nacional de Control del Gas ("CENAGAS"), el operador del sistema independiente de México del sistema de gasoductos, se espera que la demanda nacional alcance los 14.500mm cfd para el 2024.

En **Perú**, las actividades de distribución de gas natural se otorgan a través de concesiones. Se espera que la demanda nacional de gas natural aumente de 1.900mm cfd en 2020 a 2.400mm cfd para 2025.

En **Argentina**, las actividades de gas natural están reguladas por la Ley de gas natural Nº 24076 (1992). Las actividades de transporte y distribución son monopolios naturales regulados por ENARGAS. En 2019, había 9.935 km de tuberías de transmisión y distribución de gas.

En **Brasil**, la producción de gas fue de 40,9 mil millones de metros cúbicos en 2018, habiendo mantenido su crecimiento por noveno año consecutivo. La logística del gas en el país se realiza mediante una red de transporte de 11.700 km.

Fuente: Argentina's natural gas market report – Secretaría de Energía (2019), Thomson Reuters, CNE de Chile, y CCAA de Naturgy de 2019

3 Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo

3.B. Industria

- 3.B.1 Industria
- 3.B.2 Marco Regulatorio

3.C. Economía

Marco Regulatorio – Distribución de Gas en España

Marco regulatorio

La retribución en el mercado español de distribución de gas está regulada. Las directrices generales que establecen la retribución de estas actividades se rigen por la Ley 18/2014 y el Real Decreto 949/2001, mientras que la retribución se actualiza anualmente por orden ministerial.

El Real Decreto-Ley 1/2019 modificó este esquema de forma que la CNMC ha sido designada como regulador encargado de establecer la metodología de retribución de las actividades de distribución, transporte y regasificación de gas natural para el próximo período regulatorio de 2021-2026.

En abril de 2020, la CNMC publicó la Circular 4/2020, que establece el sistema de retribución para el período regulatorio de 2021-2026. En enero de 2021, la CNMC ha actualizado la retribución provisional de 2021 basándose en los resultados de 2020 (sin cambios en el método de retribución).

El fundamento económico del sistema de retribución actual es incentivar el desarrollo de la red, incentivando la expansión de la red de distribución (especialmente en los municipios no gasificados, así como la captación de clientes de alto consumo en el segmento de demanda de baja presión, como los hogares y las pequeñas empresas) y permitir a las empresas distribuidoras recuperar los opex y capex incurridos.

El esquema de retribución establecido por la CNMC se basa en una estructura de retribución similar a la establecida en el período regulatorio anterior, sujeta a ciertos ajustes:

- La retribución se reduce de acuerdo a un ajuste de la retribución de distribución ("AAD"), que compensa el exceso de retribución de los activos que ya han sido depreciados, y
- La retribución se ajusta a la variación de puntos de suministro y a la variación en demanda.

Fórmula de la retribución para el periodo regulatorio de 2021-2026

La norma establece que la retribución anual de la distribución de gas será la resultante de aplicar la siguiente fórmula:

$$RD_a^e = RDE_{2020}^e + RDM_a^e + RTD_a^e + IM_a^e$$

1. Retribución base (“RDE”): se define como la retribución de distribución por el mercado existente a 31 de diciembre de 2020 según la metodología establecida para el anterior periodo regulatorio de 2015-2020 (de acuerdo a lo establecido en el Anexo X de la Ley 18/2014), ajustada por el “ajuste retributivo de la actividad de distribución” (“AAD”), que se ajusta a la actividad de distribución existente en 2000.
2. Retribución por desarrollo de mercado (“RDM”): es la retribución por actividad de distribución en servicio a partir del 1 de enero de 2021 y se estima de acuerdo a dos parámetros:
   - Retribución por variación en puntos de suministro, y
   - Retribución por variación en demanda.
3. Retribución transitoria de distribución (“RTD”): Se establece una retribución transitoria de distribución para realizar en el periodo regulatorio de 2021-2026 una aplicación gradual del AAD según los porcentajes presentados en la siguiente página.
4. Incentivo por la liquidación de las mermas de gas (“IM”) para i) promover el uso de gas natural en el transporte terrestre con el fin de promover su uso en vez de otros hidrocarburos más contaminantes, y ii) cubrir las fugas de gas debidas a la diferencia entre las fugas reconocidas y las fugas reales, de acuerdo a los factores establecidos en el Artículo 14 del IET/2446/2013.

Para mayor detalle sobre el cálculo de los parámetros de retribución, véase la siguiente página.

Fuente: CNMC, BOE, CCAA

Marco Regulatorio – Distribución de Gas en España

Fórmula de la retribución para el periodo regulatorio de 2021-2026 (cont.)

	Componente Retributivo	Fórmula	Explicación
1	Retribución base (“RDE”)	$RDE^{e}_{2020} = RD^{e}_{2020} - AAD^{e}_{2000}$	Calculado de acuerdo a la retribución de distribución por el mercado existente a 31 de diciembre de 2020 (RD^{e}_{2020}), ajustado por la actividad existente en 2000 (AAD^{e}_{2000}).
	• $RD^{e}_{anexo\ X}$	n/a	Retribución por actividad de distribución en servicio para 2020 de acuerdo con la metodología establecida en el Anexo X de la Ley 18/2014 para el periodo regulatorio anterior de 2015-2020.
	• AAD^{e}_{2000}	$AAD^{e}_{2000} = PS^{e}_{\leq 4\ b,2000}\ x\ (RMPS^{e}_{p\leq 4b} - NRPS^{e}_{p\leq 4b}) + V^{e}_{\leq 4\ b,2000}\ x\ (RMGS^{e}_{p\leq 4b} - NRGS^{e}_{p\leq 4b}) + V^{e}_{>4\ b,2000}\ x\ (RMGS^{e}_{p>4b} - NRGS^{e}_{p>4b})$	• $PS^{e}_{\leq 4\ b,2000}$: puntos de suministro ≤ 4 bar determinados para 2000, aplicando un descuento del 16,2% • $RMPS^{e}_{p\leq 4b}$: Retribución unitaria media de puntos de suministro ≤ 4 bar (€112,18/punto de suministro) • $NRPS^{e}_{p\leq 4b}$: Retribución unitaria de puntos de suministro ≤ 4 bar (€50/punto de suministro) • $V^{e}_{\leq 4\ b,2000}$: Volumen de gas natural distribuido a puntos de suministro ≤ 4 bar, aplicando un descuento del 16,2% • $RMGS^{e}_{p\leq 4b}$: Retribución unitaria media de la distribución de gas natural a puntos de suministro ≤ 4 bar (€5,07/punto de suministro) • $NRGS^{e}_{p\leq 4b}$: Retribución unitaria media de la distribución de gas natural a puntos de suministro ≤ 4 bar (€7,5/MWh para un consumo anual ≤ 50MWh y €4,5/MWh para un consumo anual > 50MWh) • $V^{e}_{>4\ b,2000}$: Volumen de gas natural distribuido en 2000 a puntos de suministro > 4 bar, aplicando un descuento del 16,2% • $RMGS^{e}_{p>4b}$: Retribución unitaria media a puntos de suministro > 4 bar (€1,66/punto de suministro) • $NRGS^{e}_{p>4b}$: Retribución unitaria a puntos de suministro > 4 bar (€1,25/MWh)

2	Retribución por desarrollo de mercado(“RDM”)	• Remuneración por variación en puntos de suministro: $FCI\ x\ \Delta CI$
		• Remuneración por variación en demanda: $Fv\ x\ \Delta v$
			• FCI: € por variación en puntos de suministro
			  • €50,47 y €70,66 por punto de suministro en municipios gasificados y en municipios recientemente gasificados, respectivamente
			• ΔCI: variación en el número de puntos de suministro
			  • €7,57/MWh para puntos de suministro ≤ 4 bar consumiendo < 50MWh/año
			  • €4,54/MWh para puntos de suministro ≤ 4 bar consumiendo > 50MWh/año
			  • €1,26/MWh para puntos de suministro > 4 bar
			• Fv: € por variación en MWh
			• Δv: Variación en demanda de gas (MWh)

3	Retribución transitoria de distribución (“RTD”)	• *2021: 75% x 85% x* AAD^{e}_{2000} • *2022: 70% x* AAD^{e}_{2000} • *2023: 50% x* AAD^{e}_{2000} • *2024: 35% x* AAD^{e}_{2000} • *2025: 15% x* AAD^{e}_{2000}	Se establece una retribución transitoria de distribución que disminuye gradualmente de un 75% en 2021 a un 15% en 2025 hasta alcanzar un 0% en 2026.
4	Incentivos (“IM”)	n/a	Incentivos para promover el uso de gas natural (transporte terrestre) a fin de promover su uso en detrimento de hidrocarburos más contaminantes, y para cubrir las fugas de gas de acuerdo a los factores establecidos en el Artículo 14 del IET/2446/2013.

Fuente: CNMC, BOE

Marco Regulatorio – Distribución de Electricidad en España

Marco regulatorio

La retribución total de distribución de electricidad en España está compuesta principalmente por la retribución financiera, la retribución de D&A y la retribución por operación y mantenimiento (conjuntamente la "retribución base").

Además, la retribución también puede aplicarse a otras actividades reguladas (incluyendo la lectura de equipos de medición, asuntos relacionados con la contratación, atención telefónica a los clientes, actividades de planificación, costes de estructura, etc.) u otros incentivos (entre otros, incentivos para mejorar la calidad de servicio, reducción de pérdidas o reducción de fraude).

El 20 de noviembre de 2019, la CNMC publicó una nueva circular que revisa la retribución anual de las redes de distribución de energía eléctrica para el período regulatorio de 2020-2025.

El esquema de retribución establecido por la CNMC se basa en una estructura de retribución similar a la establecida para el período regulatorio anterior (2014-2019), pero sujeta a una tasa de retribución financiera revisada.

Concretamente, se ha revisado la metodología para estimar la tasa de retribución financiera sobre la base de los activos regulados ("RAB", por sus siglas en inglés):

- En el marco regulatorio anterior, la tasa de retribución antes de impuestos se estimaba de acuerdo al retorno del bono soberano de España a 10 años más un diferencial ("*spread*") de 200bps para las redes eléctricas.
- La tasa de retribución financiera ha sido revisada para calcularse en términos nominales antes de impuestos de acuerdo al WACC estimado.

Para mayor detalle sobre el cálculo de la retribución financiera (WACC antes de impuestos), véase la siguiente página.

Retribución para el periodo regulatorio de 2020-2025

La circular indica que la retribución anual de la distribución de electricidad se calculará de acuerdo a la siguiente fórmula (de forma simplificada):

$$\underset{1}{Remuneración} = \underset{1}{RAB} + \underset{2}{A} + \underset{3}{O\&M} + \underset{4}{Otros}$$

1. Retribución financiera ("RAB"):
   - RAB definido para cada compañía de distribución.
   - Retribución:
     - 5,58% de retorno antes de impuestos sobre RAB neto final.
     - 2 años de retraso vs. fecha de inversión, ajustada por un factor de valor de tiempo.
   - Valoración de inversiones:
     - Inversiones a partir del 1 de enero de 2019: el valor de la inversión se basa en el valor actual/auditado sujeto a un mecanismo de ajuste aplicado al final de cada semiperiodo regulatorio (es decir, cada tres años).
2. Amortización ("A"): Amortización total anual (lineal) calculada de acuerdo a la vida útil del RAB.
3. Gastos de explotación y mantenimiento ("O&M"): retribución por operación y mantenimiento de la empresa distribuidora.
4. Otras actividades reguladas e incentivos ("Otros"):
   - Otras actividades reguladas: incluye la lectura de equipos de medición, asuntos relacionados con la contratación, atención telefónica a clientes, actividades de planificación, costes de estructura.
   - Otros incentivos: incluye incentivos para mejorar la calidad de servicio, reducción de pérdidas y reducción de fraude (el incentivo de reducción de fraude se elimina a partir de 2022).

Fuente: CNMC

Marco Normativo – Distribución de Electricidad en España

Metodología revisada sobre la estimación del retorno sobre RAB

Retorno antes de impuestos sobre RAB (2020-2025)

Parámetro	Referencia	Valor
Tasa libre de riesgo ("TRL")	retorno medio del bono soberano de España a 10 años[1]	2,97%
Beta	Beta Bloomberg	0,72
Prima de riesgo de mercado ("ERP")	Media 1900-2017 Europa, DMS	4,75%
Coste de los fondos propios (Ke)	**= TRL + Beta * ERP**	**6,40%**
Coste de la deuda antes de impuestos (Kd)	IRS a 10 años + CDS a 10 años [2]	2,63%
Tasa impositiva (t)	Tasa impositiva corporativa	25,0%
Apalancamiento (L)	Apalancamiento regulatorio D/(D+E)	50,0%
Tasa de retribución financiera	**= WACC después de impuestos / (1 – t)**	**5,58%**

Fuente: CNMC

(1) Estimado como el retorno medio de seis años entre el 1 de enero de n-8 años y el 31 de diciembre de n-3 años.

(2) IRS y CDS de compañías comparables. En casos donde no se disponía de ninguno, se utilizó la tasa implícita de retorno de las emisiones de deuda a largo plazo.

Marco Regulatorio – Distribución de Gas en Chile

Marco regulatorio

El organismo regulador encargado de supervisar los sectores del gas natural y de la electricidad en Chile es la Comisión Nacional de Energía ("CNE"), un organismo regulador público y descentralizado.

La distribución de gas natural en Chile se basa en concesiones (ya sean temporales o permanentes) y en un régimen de tarifas libres establecidas por los distribuidores, que puede ajustarse en cualquier momento pero que está sujeto a revisiones anuales de rentabilidad por parte del regulador.

Las concesiones de Naturgy para la distribución de gas en Chile son permanentes.

Las tarifas están limitadas de manera que la rentabilidad anual generada de acuerdo al retorno regulado y a la eficiencia de los gastos operativos y los gastos de inversión se mantengan por debajo de una cierta rentabilidad establecida.

Cada cuatro años, la CNE lleva a cabo un proceso de revisión adicional para revisar la rentabilidad regulada, la rentabilidad máxima, los límites de rentabilidad y los conceptos reconocidos en el Valor Nuevo de Reemplazo ("VNR"). La próxima revisión está prevista para el año 2021.

Si los beneficios de una empresa superan el límite máximo, el regulador puede intervenir y fijar un precio límite.

Retorno regulado

El límite establecido en la ley a diciembre de 2019 es de 9% promedio trienal.

Durante la revisión anual, la CNE revisa su retorno regulado de acuerdo al CAPM y revisa todas las hipótesis utilizadas, incluyendo los parámetros de la beta, prima de riesgo de mercado, etc.

Metodología: Valor nuevo de reemplazo

El VNR considera los costes de sustitución de la capacidad instalada, teniendo en cuenta la vida útil restante de los activos y la división entre las inversiones en USD y en moneda local en las que estos tendrían que ser incurridos.

La máxima rentabilidad se basa en el retorno del VNR más gastos de explotación y de inversión.

Ajuste tarifario

Las tarifas pueden ser ajustadas libremente por el distribuidor en cualquier momento, pero están sujetas al control de rentabilidad anual, siempre que se logre una rentabilidad sobre el VNR inferior al límite de retorno regulado. En el caso de que la rentabilidad obtenida supere la tasa establecida, el regulador deberá establecer tarifas obligatorias.

Aunque el límite de retorno regulado es un porcentaje fijo, el VNR está indexado al IPC y al tipo de cambio con el dólar estadounidense, protegiendo a los distribuidores de la inflación.

Fuente: CNE, CCAA de la Compañía

Marco Regulatorio – Distribución de Gas en Brasil

Marco regulatorio

Los organismos reguladores encargados de supervisar y administrar el sector de servicios públicos de agua, alcantarillado, electricidad y distribución de gas natural en los estados de Río de Janeiro y São Paulo son la Agência Reguladora de Energia e Saneamento Basico do Estado do Río de Janeiro ("AGENERSA") y la Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo ("ARSESP"), respectivamente.

La presencia de Naturgy en el sector de la distribución de gas natural en Brasil se basa en tres concesiones: CEG y CEG Rio (ambas en Río de Janeiro) y Gas Natural São Paulo, siendo CEG la mayor de las tres concesiones (en términos de clientes y volumen distribuido).

Las concesiones se otorgan por un periodo de 30 años, con prórrogas acordadas si se cumplen ciertos requisitos regulatorios y aprobadas por el regulador 18 meses antes del vencimiento de la concesión. Las concesiones de CEG, CEG Rio y São Paulo expiran en 2027 y 2030, respectivamente.

Al vencimiento de la concesión, los activos se revierten al regulador, quien debe compensar a los concesionarios en un proceso administrado por los respectivos estados.

Las concesiones solo pueden ser prorrogadas por un período adicional. Para la CEG y la CEG Río la prórroga es de 30 años y para la GN São Paulo es de 20 años.

El proceso de revisión de tarifas se realiza por los organismos reguladores cada 5 años (los últimos procesos son de 2018 a 2022 en Río de Janeiro y de 2015 a 2020 en São Paulo), los cuales se encuentran suspendidos.

Durante el proceso de revisión de tarifas, el regulador calcula un tarifa límite con base a un margen bruto que cubra los costes operativos y la inversión prevista para el periodo de 5 años. Aparte, anualmente se ajustan la tarifas de forma que reflejen los precios de aprovisionamiento de gas y la inflación.

Retorno regulado

En cada proceso de revisión tarifario, el regulador vuelve a calcular la tarifa límite teniendo en cuenta la nueva demanda estimada (volumen y clientes), el plan de inversión a futuro y el retorno regulado.

Metodología: RAB

Adicionalmente, la tarifa límite se calcula en términos reales y se basa en el retorno regulado sobre el RAB más gastos de explotación, ingresos regulados relacionados, depreciación y gastos de inversión.

Margen de contribución y tarifas

El coste de adquirir el gas se traspasa directamente a las tarifas. Las tarifas se revisan automáticamente cuando surgen cambios significativos en los precios de gas. Por lo tanto, el regulador define la tarifa fijando el margen de contribución y ajustándolo periódicamente en función a los cambios en la inflación (medida por el “índice geral de preços do mercado”: IGP-M).

Fuente: AGENERSA, ARSESP, CCAA de la Compañía

Marco Regulatorio – Distribución de Gas en México

Marco regulatorio

En México, el organismo regulador que supervisa los sectores de gas natural y electricidad es la Comisión Reguladora de Energía ("CRE").

Las distribuidoras licitan los permisos, que se conceden por un período de 30 años, con la posibilidad de una o varias prórrogas de 15 años. Los licitadores presentan planes de desarrollo para la región y el permiso es otorgado al licitador que presente el mejor plan.

En la fecha de concesión y cada 5 años, los distribuidores presentan a la CRE un plan de expansión para el siguiente período de 5 años, que concluye con tarifas aprobadas para todo el período.

No obstante, después de la aprobación, las tarifas pueden ser modificadas o aumentadas para el tiempo restante del período dependiendo del crecimiento de la demanda o de las inversiones.

Los distribuidores tienen que presentar informes trimestrales y anuales sobre la ampliación de la red, el crecimiento del volumen y el número de clientes conectados.

Retorno regulado

Para calcular el retorno regulado, el regulador aplica la estructura de capital del distribuidor y el costo de la deuda para calcular el WACC.

La CRE revisa las tarifas considerando la nueva demanda estimada (volumen, clientes y expansión de la red). Por tanto, el coste de capital refleja los riesgos de mercado.

El ratio D/E y el coste de la deuda utilizados para estimar el retorno regulado se ajustan para reflejar los cambios en la estructura de capital del distribuidor para el período siguiente.

Metodología: RAB

La tarifa se calcula cada 5 años en términos reales sobre la base del retorno regulado sobre RAB más gastos de explotación y de inversión, depreciación y capital circulante.

Ajuste tarifario

Las tarifas se ajustan anualmente en línea con la inflación local y con el IPC local y de EEUU, así como también con la tasa de cambio con el dólar estadounidense. Cada permiso tiene sus propias ponderaciones de ajuste, las cuales son revisadas y aprobadas por el regulador.

La indexación de las tarifas se aplica para compensar la exposición de los gastos de explotación y de mantenimiento, gastos generales y administrativos, y las fluctuaciones de los precios en línea con la inflación y movimientos en el tipo de cambio.

Fuente: CRE, CCAA de la Compañía

Marco Regulatorio – Distribución de Electricidad en Panamá

Marco regulatorio

En Panamá, la Autoridad de Servicios Públicos ("ASEP") supervisa el sector de los servicios públicos (incluyendo la distribución de agua, el alcantarillado, la electricidad, las telecomunicaciones y la distribución y el transporte de gas natural).

La distribución de electricidad en Panamá está dividida en 3 áreas de concesión, 2 de las cuales son operadas por Naturgy a través de sus filiales EDEMET y EDECHI.

El gobierno de Panamá posee el 49% de cada una de las concesiones y realiza una subasta para el 51% restante. Cada concesión se otorga por 15 años.

El proceso de revisión de tarifas calcula un Ingreso Máximo Permitido ("IMP") para cada una de las distribuidoras para el período, considerando la demanda y las proyecciones de gastos de inversión, y es realizado por el regulador cada 4 años.

Retorno regulado

El regulador calcula un WACC basado en el CAPM y analiza diferentes escenarios de riesgo, tasas y estructura de capital con fines de comparación. En cada proceso de revisión de las tarifas, el regulador vuelve a calcular el IMP teniendo en cuenta la nueva demanda estimada (volumen y clientes) y la expansión eficiente de la red.

Los distribuidores necesitan contratar el 100% de la demanda.

Metodología: RAB

El IMP se calcula en términos reales de acuerdo a:

1. IMP de distribución: basado en el retorno regulado sobre la distribución RAB más los gastos operativos y de inversión, depreciación/amortización y pérdidas de distribución (técnicas y no técnicas);

2. IMP de comercialización: basado en el retorno regulado sobre el RAB de comercialización más los gastos operativos y la depreciación/amortización ;

3. Alumbrado público IMP: basado en el retorno regulado sobre el RAB de alumbrado público más los gastos de operación y mantenimiento y depreciación/amortización; y

4. CAPEX no implementado: ajuste a la baja o al alza, basado en la diferencia entre la inversión aprobada e incurrida.

Ajuste tarifario

Las tarifas se ajustan semestralmente en línea con la inflación local.

La indexación de las tarifas se aplica para compensar la exposición de los gastos de operación y mantenimiento, gastos generales y administrativos y Capex a las fluctuaciones de los precios y movimientos de los tipos de cambio.

Fuente: ASEP, CCAA de la Compañía

Marco Regulatorio – Distribución de Gas en Argentina

Marco regulatorio

La autoridad reguladora federal para las actividades de gas natural es la Secretaría de Energía, mientras que el organismo regulador especializado en el transporte y la distribución de gas natural es el Ente Nacional Regulador de Gas ("ENARGAS")

El ENARGAS fue creado en 1992 a nivel federal y está regulado por el Decreto Nº 2255/92.

Las licencias de transporte y distribución se otorgan por un período de 35 años, con posibilidad de renovación por un periodo de 10 años adicionales.

Debido a que el escenario macroeconómico de Argentina viene presentando diversos desafíos, con bruscos movimientos en la paridad del peso con el dólar estadounidense y altos índices de inflación, ENARGAS ha publicado varias resoluciones con actualizaciones del cuadro tarifario, aunque, de acuerdo con lo comentado por la Compañía en la presentación de resultados a analistas, no ha habido actualizaciones en los últimos 18 meses.

Retorno regulado

La resolución no. I/4354-17 establece un retorno regulado basado en un 9,33% de WACC en términos reales.

Cada 5 años el regulador revisa el sistema de regulación y las tasas aplicadas. La próxima revisión está prevista para el año 2022.

Metodología: RAB

Las tarifas se calculan cada 5 años en términos reales sobre la base del retorno regulado sobre RAB más gastos de explotación, inversión, depreciación/amortización y costes relacionados con el capital circulante.

Metodología: RAB (cont.)

La publicación de las nuevas tarifas por parte del regulador en 2017 dio lugar a un marco normativo tradicional en el que la tarifa base se mide a valores contables actualizados que reflejan las fluctuaciones de los precios y la actualización en moneda local de la inversión que se había deteriorado con el paso del tiempo de la licencia.

Las variaciones de los indicadores del mercado internacional se ajustan para mantener constante el valor de la tarifa durante el período regulatorio de cinco años.

Ajuste tarifario

El Decreto 1738/92 (que reglamenta la Ley 24076) establece en la reglamentación del artículo 41, que las tarifas se calculan en USD y se ajustan semestralmente en línea con la inflación de acuerdo con el Índice de Precios al Productor ("PPI“, por sus siglas en inglés) de los EEUU.

La indexación de las tarifas se aplica para compensar la exposición de los gastos de operación y mantenimiento, gastos generales y administrativos y Capex a las fluctuaciones de los precios y movimientos de los tipos de cambio.

Fuente: ENARGAS, Thomson Reuters, CCAA de la Compañía

3

Descripción del Grupo, Industria y Economía

3.A. Descripción del Grupo

3.B. Industria

3.C. Economía

Economía

España

Población

46,8 mm

PIB (2020)

€1.276 bn

Moneda

Euro (€)

Según IHS, la economía española se contrajo nuevamente en el cuarto trimestre de 2020 debido a la aplicación de medidas estrictas para la contención del Covid-19, haciendo que el PIB cayera un 10,8% en 2020.

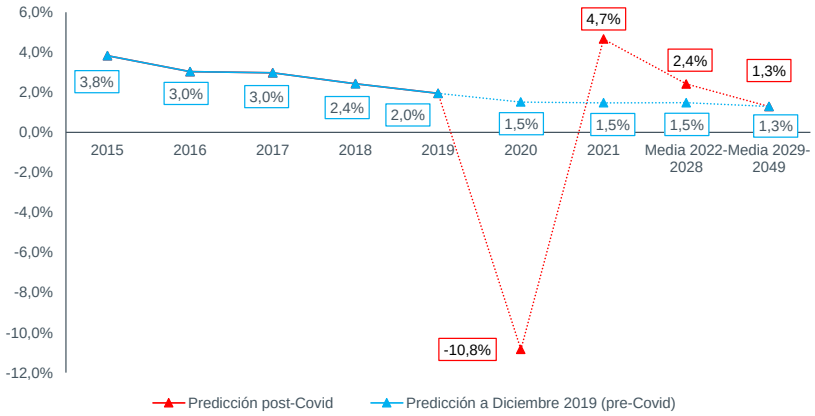
Las regulaciones de emergencia para combatir la propagación del Covid-19 tuvieron un efecto significativo en el mercado laboral. IHS espera que la tasa de desempleo suba del 14,0% en el primer trimestre de 2020 a un máximo de alrededor del 18,0% a mediados de 2021.

Los indicadores turísticos revelaron datos no muy optimistas. El número de visitantes extranjeros descendió un 85% en septiembre y octubre en comparación con el año anterior.

Se estima que la inflación se mantenga baja en 2021 alrededor del 1,4%, mientras que en 2020 hubo una deflación del -0,3%, si bien las expectativas son que se sitúe entre 1,6% y 1,8% a largo plazo.

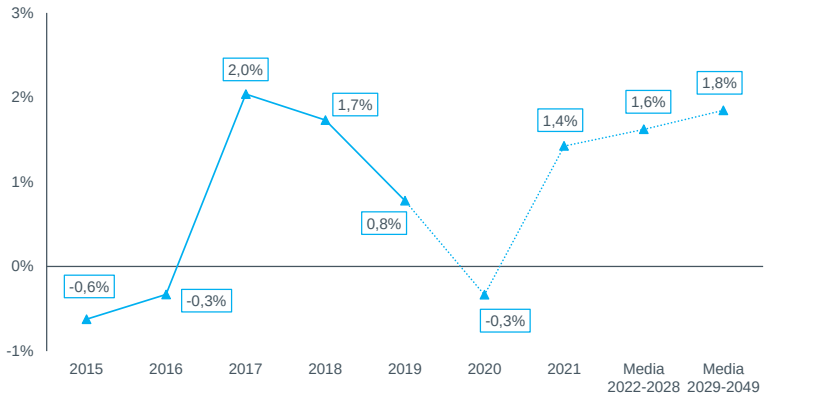
España (cont.)

Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Crecimiento del IPC (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Fuente: Spain IHS Outlook

Economía

Chile

Población

19,1 mm

PIB (2020)

€248 bn

Moneda

1€ = 848 CLP

FX a 6 mayo 2021

Después de tocar fondo en mayo de 2020, la economía chilena se ha recuperado parcialmente, cerrando el año con una disminución de un 6,0%. IHS espera que la economía se recupere en 2021 con un crecimiento del 5,5%.

La economía ya estaba debilitada tras los disturbios sociales y políticos, que socavaron el clima empresarial y la confianza de los consumidores y las empresas. Adicionalmente, el descenso de la demanda de cobre, que supone el 50% de las exportaciones del país en términos de valor, y la propagación de la pandemia han afectado claramente al 2020.

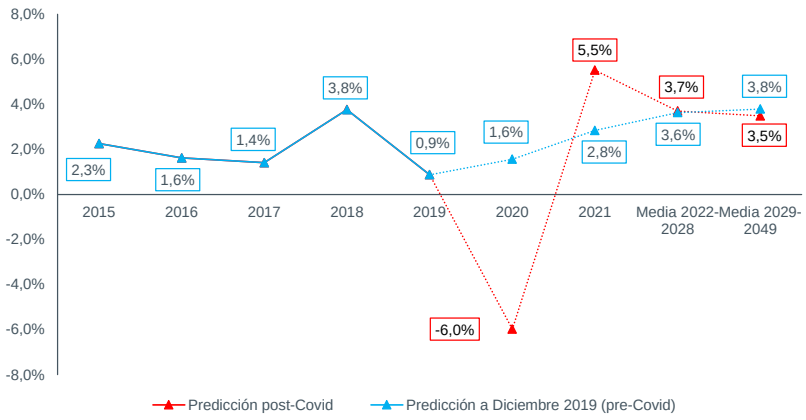
La economía chilena está muy abierta al comercio exterior representando el 29% del PIB. El principal socio comercial es China continental, seguido de Estados Unidos, lo que la hace particularmente vulnerable a una potencial recesión económica prevista en ambos países.

La previsión de inflación para el 2021 se mantiene en línea con la observada en 2020 (3,0% en 2020 y un estimado de 3,2% para 2021). Según IHS, se espera que se mantenga estable a largo plazo alrededor del 3,1%.

Fuente: Chile IHS Outlook

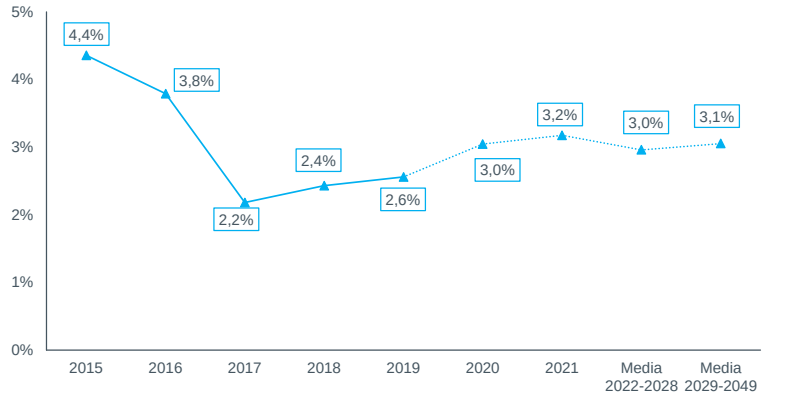
Chile (cont.)

Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Crecimiento del IPC (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Economía

México

Población

128,9 mm

PIB (2020)

€1.074 bn

Moneda

1€ = 24,3 MXN

FX a 6 mayo 2021

El PIB mexicano disminuyó un 8,5% en 2020, principalmente afectado por el Covid-19. IHS espera una recuperación en 2021, con un crecimiento estimado de 4,8% este año.

El sector industrial de México registró el repunte más fuerte en el tercer trimestre en comparación con el segundo trimestre de 2020, seguido por los servicios y el sector agrícola, siempre volátil. La mayoría de las plantas de fabricación se cerraron por completo en abril y mayo debido al Covid-19 y reabrieron casi a plena capacidad en junio; el mayor impacto positivo de la reapertura se refleja en las cifras del tercer trimestre.

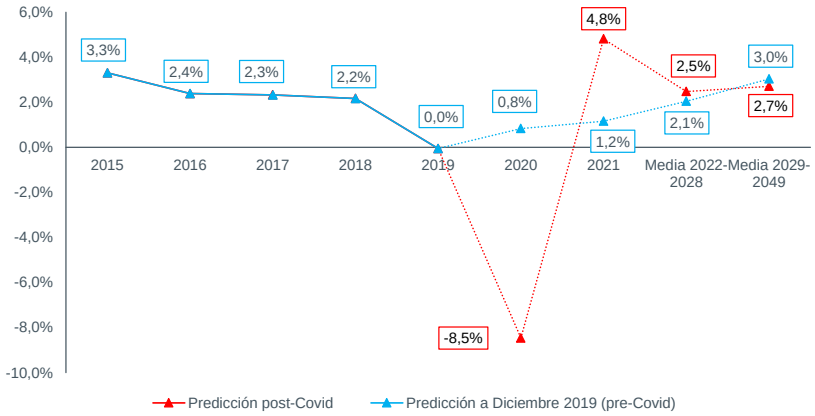
México está cooperando con los desarrolladores de la vacuna Covid-19. Esto significa que para fines de 2021, se espera que la mayor parte de la población esté vacunada y la actividad económica se haya recuperado.

La previsión de inflación para el 2021 se mantiene en línea con la observada en 2020 (3,4% en 2020 y un estimado de 3,7% para 2021). Según IHS, se espera que se mantenga estable a largo plazo en cifras alrededor del 3,2%.

Fuente: Mexico IHS Outlook

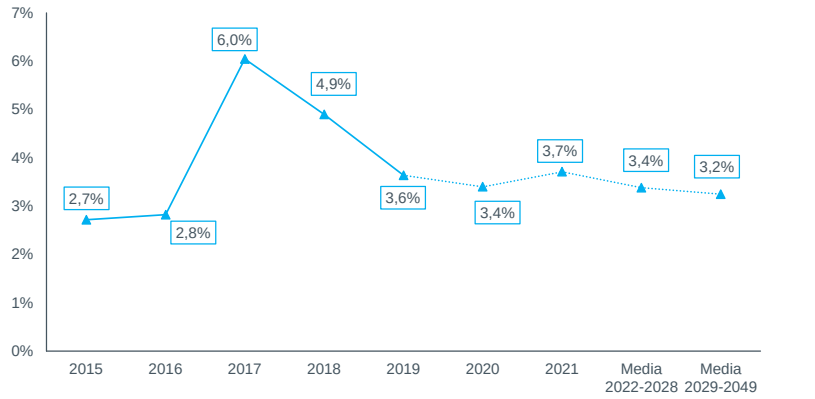
México (cont.)

Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Crecimiento del IPC (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Economía

Brasil

Población

212,6 mm

PIB (2020)

€1.444bn

Moneda

1€ = 6,34 BRL

FX a 6 mayo 2021

IHS espera que en la segunda mitad de 2021 la economía comience a volver a la normalidad, impulsada por la reapertura de muchos sectores y negocios tras el levantamiento de diversas restricciones para la población, que se instauraron debido a la pandemia del Covid-19. Según IHS, el PIB crecerá un 3,3% en 2021, tras caer un 4,4% en 2020.

Se espera que una parte muy importante de la población tendrá acceso a la vacuna a mediados de 2021, ya que el país ha participado en varios ensayos clínicos y tiene acuerdos vigentes que garantizarán la inoculación de la mayoría de la población.

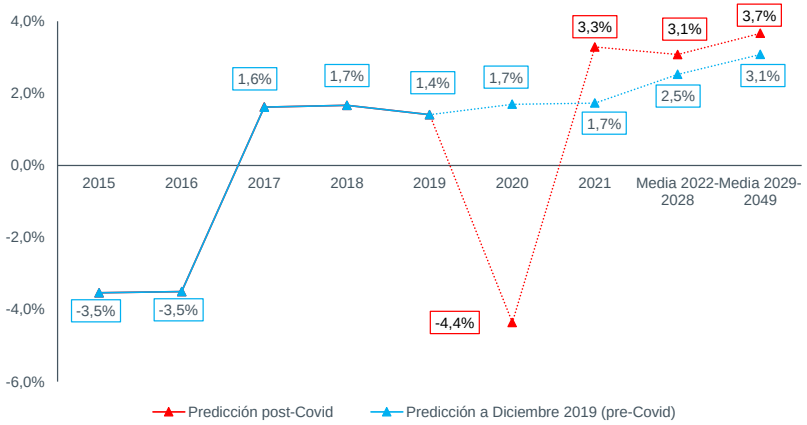
Técnicamente, Brasil ha salido de la recesión, pero necesitará al menos hasta finales de 2021 o principios de 2022 para volver al nivel de PIB registrado en el cuarto trimestre de 2019.

La inflación general está siendo impulsada por los precios de los alimentos. Se espera un repunte de la inflación en 2021 hasta el 6,0%, mientras que a largo plazo la expectativa es que sitúe en el 3,1%.

Fuente: Brazil IHS Outlook

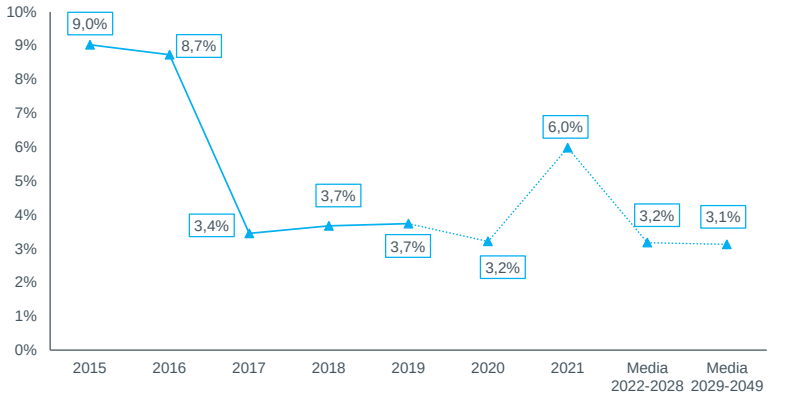
Brasil (cont.)

Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Crecimiento del IPC (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Economía

Argentina

Población

45,2 mm

PIB (2020)

€358 bn

Moneda

1€ = 113,2 ARS

FX a 6 mayo 2021

IHS estima un crecimiento del PIB de 2,4% en 2021, impulsado por el consumo del sector privado, tras una caída del 9,9% en 2020. Argentina se enfrenta a una importante crisis económica, motivada por un alto déficit fiscal y un déficit externo aún significativo, elevado endeudamiento público, una alta inflación y una moneda inestable susceptible de contagio internacional.

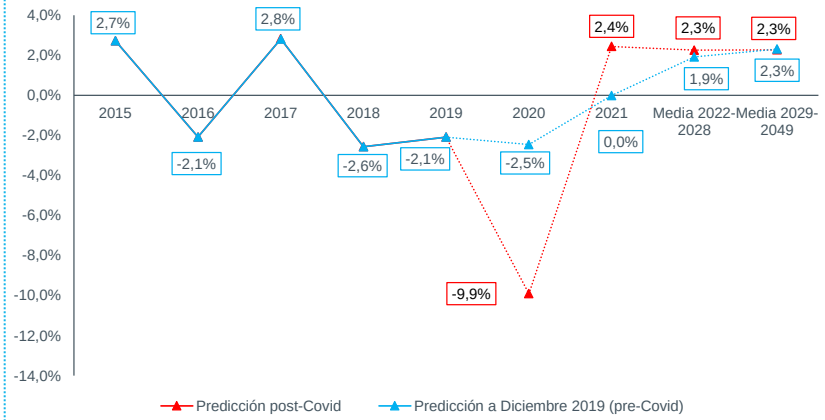
El gobierno se compromete a continuar con el estímulo fiscal, junto con la política monetaria expansiva, lo que se suma a las incertidumbres que rodean la gestión de la deuda del país en el futuro y aumenta el riesgo de otro incumplimiento de sus compromisos en el medio plazo.

Aunque todavía existe una presión a la baja sobre el consumo impulsada por las regulaciones para disminuir la propagación del virus Covid-19, el consumidor final está impulsando las ventas minoristas desde los mínimos extremos observados en abril de 2020. Además, la desaceleración en el aumento de nuevos casos de Covid-19 por día, junto con el clima más cálido (temporada de verano), hace esperar que impulsen el consumo en los próximos meses. Se espera que la inflación a largo plazo baje al 5,8%.

Fuente: Argentina IHS Outlook

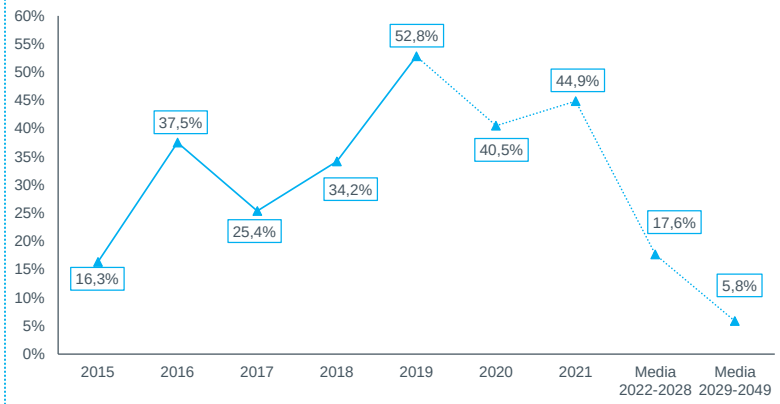
Argentina (cont.)

Crecimiento real del PIB (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Crecimiento del IPC (%)



Fuente: IHS Comparative World Overview

Economía

Panamá

Población

4,3 mm

PIB (2020)

€53 bn

Moneda

1€ = 1,21 USD

FX a 6 mayo 2021

En 2020, el PIB de Panamá experimentó una caída del 17,9%. Durante 2021 se espera que se recupere influenciado por la mejora del comercio mundial y la expectativa de menos restricciones relacionadas con la pandemia.

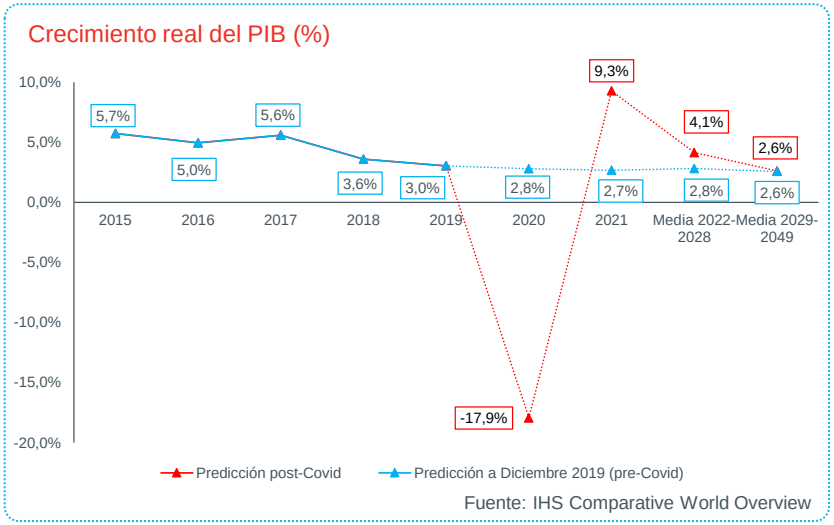
El crecimiento global más débil y las interrupciones del comercio representan una amenaza para las perspectivas económicas del país a corto plazo, ya que Estados Unidos y Europa se enfrentan a una nueva ola de la pandemia Covid-19 que tendrá un impacto directo en los ingresos del canal.

La economía totalmente dolarizada de Panamá y la subsecuente dependencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos para su política monetaria dejan al país con pocas herramientas para enfrentar las posibles presiones inflacionarias externas.

Se espera que la inflación a largo plazo se sitúe en niveles del 1,9%.

Fuente: Panamá IHS Outlook

Panamá (cont.)



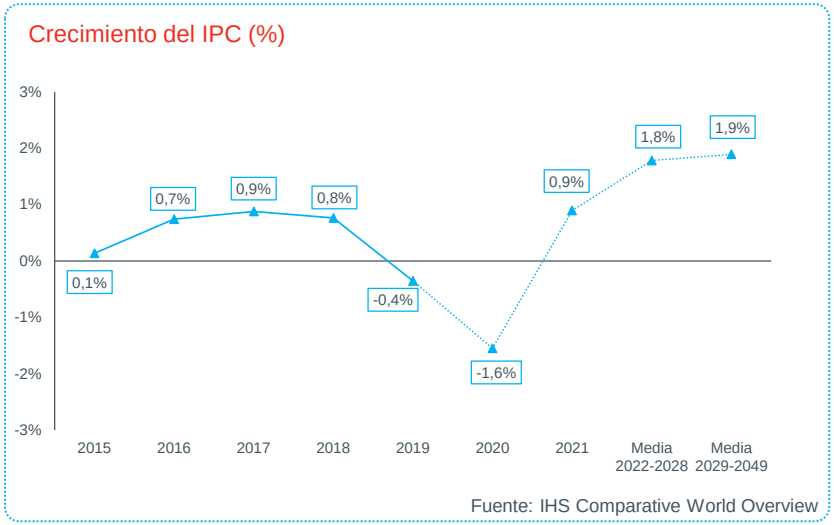


Tabla comparativa parámetros macroeconómicos

La siguiente tabla muestra las estimaciones de las principales variables macroeconómicas para los próximos años en los principales países donde opera Naturgy:

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Media 2031-2050
España											
PIB Real (% Crecimiento)	4,70%	5,20%	3,30%	2,30%	1,80%	1,50%	1,40%	1,40%	1,40%	1,30%	1,30%
IPC (% Crecimiento)	1,40%	1,30%	1,40%	1,50%	1,80%	1,90%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,90%
Chile											
PIB Real (% Crecimiento)	5,50%	3,90%	3,40%	3,30%	3,50%	3,90%	4,00%	3,90%	3,90%	3,90%	3,40%
IPC (% Crecimiento)	3,20%	2,80%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,10%
FX (1 EUR a CLP)	862,8	879,8	865,0	859,9	868,6	878,1	887,8	898,1	909,2	920,0	1010,6
México											
PIB Real (% Crecimiento)	4,80%	3,10%	2,60%	2,30%	2,20%	2,50%	2,40%	2,30%	2,30%	2,40%	2,80%
IPC (% Crecimiento)	3,70%	3,20%	3,20%	3,30%	3,60%	3,50%	3,50%	3,40%	3,40%	3,20%	3,20%
FX (1 EUR a MXN)	24,3	24,1	24,5	25,2	25,9	26,6	27,1	27,5	28,0	28,4	32,2
Brasil											
PIB Real (% Crecimiento)	3,30%	3,00%	1,90%	2,30%	3,00%	3,70%	3,90%	3,80%	3,90%	4,00%	3,60%
IPC (% Crecimiento)	6,00%	3,40%	3,20%	3,30%	3,20%	3,20%	3,00%	3,00%	3,10%	3,10%	3,10%
FX (1 EUR a BRL)	6,5	6,4	6,0	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5	6,6	7,5
Argentina											
PIB Real (% Crecimiento)	2,40%	2,90%	2,30%	2,80%	1,90%	2,00%	1,90%	2,10%	2,40%	2,50%	2,20%
IPC (% Crecimiento)	44,90%	35,10%	24,80%	17,50%	13,20%	11,80%	10,60%	10,40%	9,60%	8,90%	5,50%
FX (1 EUR a ARS)	130,2	164,9	199,6	216,2	230,8	244,9	259,3	278,7	295,8	315,4	503,8
Panamá											
PIB Real (% Crecimiento)	9,30%	7,90%	4,90%	3,40%	3,20%	3,20%	3,30%	3,20%	3,30%	3,30%	2,50%
IPC (% Crecimiento)	0,90%	1,50%	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	1,90%
FX (1 EUR a USD)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3

Fuente: IHS Comparative World Overview Table

* Nota: Tipo de cambio calculado como promedio del año

4 Análisis de Valoración

Metodología de Valoración

Metodologías de valoración consideradas

La valoración se ha realizado según el artículo 137.2 de la LMV. A continuación se presentan los métodos de valoración utilizados en nuestro análisis y nuestras conclusiones sobre la relevancia de cada metodología:

	Sección	Metodología	Comentarios
Metodologías de Valoración principales	9	**Descuento de Flujos de Caja**	Creemos que el DFC captura mejor que el resto de metodologías las expectativas reales sobre la capacidad del Grupo para generar retorno a sus accionistas.
	7	**Cotización media ponderada**	Consideramos la cotización media ponderada como una metodología adecuada para la estimación de valor. Consulte la *Sección 7* para mayor detalle.
Metodologías de Contraste	10.A	**Múltiplos de cotizadas**	Consideramos la metodología de múltiplos de compañías cotizadas como una metodología de contraste del DFC. Consulte la *Sección 10.A* para obtener más información.
	10.B	**Múltiplos de transacciones**	Consideramos la metodología de múltiplos de transacciones como una metodología de contraste al valor derivado del DFC. Consulte la *Sección 10.B* para obtener más información.
Metodologías no relevantes	5	**Valor teórico contable**	No consideramos como relevante la metodología del valor teórico contable ya que se trata de un enfoque de valoración estático que no captura las expectativas futuras sobre la Compañía. En este caso, es significativamente inferior a la valoración obtenida aplicando la metodología DFC.
	6	**Valor liquidativo**	La aplicación de la metodología de valor liquidativo resultaría en una valoración significativamente inferior que la obtenida mediante otras metodologías de valoración consideradas en este informe. Por consiguiente, no consideramos apropiado valorar las acciones de Naturgy bajo este enfoque.
	8	**Contraprestaciones pagadas con anterioridad**	No existen.

5 Valor Teórico Contable

Valor Teórico Contable – Balance Proforma

Valor Teórico Contable - Balance Pro forma

Balance de situación (€mm)	31/12/2020	Ajustes Proforma: Desinversión ① Chile	Ajustes Proforma: Desinversión ② UFG	Balance proforma 31/12/20	31/03/2021
Activos fijos	**26.591**	**-**	**(17)**	**26.574**	**26.642**
Inmovilizado intangible	5.575	-	-	5.575	5.718
Inmovilizado material	16.128	-	245	16.373	16.184
Activos por derecho a uso	1.388	-	-	1.388	1.442
Inversiones contab por método de participación	813	-	(262)	551	583
Activos financieros no corrientes	361	-	-	361	428
Otros activos no corrientes	691	-	-	691	625
Activos por impuesto diferido	1.635	-	-	1.635	1.662
Activo corriente	**12.954**	**(2.385)**	**491**	**11.059**	**13.094**
Activos no corrientes mant. para la venta	4.835	(4.835)	-	-	4.904
Inventario	519	-	-	519	560
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3.115	-	-	3.115	3.253
Otros activos financieros corrientes	558	-	-	558	341
Efectivo y otros activos liquidos equivalentes	3.927	2.450	491	6.867	4.036
TOTAL ACTIVOS	**39.545**	**(2.385)**	**474**	**37.634**	**39.736**
Patrimonio	**11.265**	**447**	**474**	**12.186**	**11.243**
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante	8.028	447	474	8.949	7.912
Participaciones no dominantes	3.237	-	-	3.237	3.331
Pasivos no corrientes	**19.030**	**-**	**-**	**19.030**	**19.394**
Ingresos diferidos	871	-	-	871	869
Provisiones no corrientes	1.052	-	-	1.052	1.060
Pasivos financieros no corrientes	14.968	-	-	14.968	15.234
Pasivos por impuesto diferido	1.793	-	-	1.793	1.857
Otros pasivos no corrientes	346	-	-	346	374
Pasivo corriente	**9.250**	**(2.832)**	**-**	**6.418**	**9.099**
Pasivo corrientes mant. para la venta	2.840	(2.832)	-	8	2.845
Provisiones corrientes	246	-	-	246	293
Pasivo financiero corriente	2.571	-	-	2.571	2.405
Deudores comerciales y cuentas a cobrar	3.230	-	-	3.230	3.255
Otros pasivos corrientes	363	-	-	363	301
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	**39.545**	**(2.385)**	**474**	**37.634**	**39.736**

Fuente: Informes anuales y trimestral de la Compañía, comunicados de prensa y análisis adicional de Duff & Phelps.

(1) El impacto fiscal se ha estimado sobre la base del valor contable de la empresa a 30 de septiembre de 2020 considerando una estimación de los costes de la transacción (1% sobre el valor de la transacción).

Nota: El 8 de diciembre de 2020 la Compañía, llegó a un acuerdo con el Gobierno del Perú para resolver la concesión de distribución de gas natural en diferentes regiones de Perú. No se ha considerado realizar un ajuste por este concepto debido a la materialidad del negocio del Perú.

Nota: Además del balance a 31 de diciembre de 2020 también se muestra el balance a 31 de marzo de 2021 reportado por la Compañía. Dicho balance i) no incluye el impacto de la desinversión de Chile y ii) considera la salida de caja por el dividendo pagado el 17 de marzo de 2021 que modifica la contraprestación ofrecida inicialmente en 0,63 euros por acción.

Descripción del enfoque

La metodología del Valor Teórico Contable ("VTC") se basa en la estimación del valor de una compañía de acuerdo al valor contable de su capital, entendiéndolo como la diferencia entre el valor contable de los activos de la compañía menos sus pasivos y excluyendo los intereses minoritarios. Una vez calculado, el valor contable del patrimonio se divide por el número de acciones en circulación (netas de autocartera) para calcular el VTC por acción.

VTC por acción = (Activos Totales – Pasivos Totales) / nº de acciones

Balance de situación Proforma

Para realizar la valoración siguiendo la metodología del VTC, se ha elaborado un balance pro forma que tiene en cuenta los ajustes considerados en la Deuda financiera neta que tienen impacto en el valor neto contable de la Compañía:

① **Desinversión en Chile**: A 13 de noviembre de 2020, State Grid International Development Co., Ltd. acordó adquirir una participación del 96,04% en la Compañía General de Electricidad, S.A., propiedad de Naturgy. El ajuste considera eliminar los saldos de balance relacionados con la Compañía General de Electricidad, S.A. y el precio de la transacción (1).

② **Desinversión en UFG**: El ajuste considera la eliminación de la participación del 50% en "Unión Fenosa Gas" tras el cierre del arbitraje contra Egipto relacionado con los problemas de la planta de licuefacción de Damietta de acuerdo al comunicado de prensa de la Compañía de fecha 1 de diciembre de 2020. De acuerdo a dicho comunicado, la transacción se valoró en €736mm ($900mm, teniendo en cuenta el tipo de cambio de cierre del año) incluyendo i) €491mm de pago en efectivo y ii) los activos de Unión Fenosa Gas fuera de Egipto que se transferirán a la Compañía por valor de €245mm.

Valor Teórico Contable – Balance Proforma

Conveniencia de la metodología para la Compañía

El VTC presenta la ventaja de que se puede calcular fácilmente y, por lo general, se puede acceder fácilmente a los datos necesarios para su cálculo.

Por otro lado, el VTC representa una metodología de valoración estática que considera los activos y pasivos de la compañía en un momento específico, y no tiene en cuenta la evolución futura en los rendimientos esperados por la compañía.

Este método podría considerarse más apropiado en el caso de que el balance estuviera calculado a valor de mercado y no hubiera diferencias significativas entre los activos y pasivos registrados y sus valores reales, no siendo así en el caso que nos ocupa.

El VTC por acción en circulación de la Compañía, una vez excluidas las acciones propias, era de €8,4 por acción a 31 de diciembre de 2020 y es de €9,3 por acción teniendo en cuenta los impactos en el valor neto contable de los ajustes a la deuda financiera neta posteriores detallados anteriormente.

Adicionalmente, debido a que la fecha de emisión de nuestro informe la Compañía ha publicado los estados financieros a 31 de marzo de 2021, se muestra el VTC por acción a dicha fecha. El patrimonio neto reportado por la Compañía i) no incluye el impacto de la desinversión de Chile y ii) considera la salida de caja por el dividendo pagado el 17 de marzo de 2021 que modifica la contraprestación ofrecida inicialmente en 0,63 euros por acción.

Conclusión de la metodología del Valor Teórico Contable

No consideramos relevante la metodología del Valor Teórico Contable, ya que es una metodología de valoración estática y no captura las expectativas futuras. En este caso es significativamente inferior a la valoración obtenida aplicando la metodología DFC.

Conclusión

Balance de situación (€mm)	31/12/2020	Balance proforma 31/12/20	31/03/2021
Activos fijos	**26.591**	**26.574**	**26.642**
Inmovilizado intangible	5.575	5.575	5.718
Inmovilizado material	16.128	16.373	16.184
Activos por derecho a uso	1.388	1.388	1.442
Inversiones contab por método de participación	813	551	583
Activos financieros no corrientes	361	361	428
Otros activos no corrientes	691	691	625
Activos por impuesto diferido	1.635	1.635	1.662
Activo corriente	**12.954**	**11.059**	**13.094**
Activos no corrientes mant. para la venta	4.835	-	4.904
Inventario	519	519	560
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	3.115	3.115	3.253
Otros activos financieros corrientes	558	558	341
Efectivo y otros activos liquidos equivalentes	3.927	6.867	4.036
TOTAL ACTIVOS	**39.545**	**37.634**	**39.736**
Patrimonio	**11.265**	**12.186**	**11.243**
Patrimonio atribuido a la sociedad dominante	**8.028**	**8.949**	**7.912**
Participaciones no dominantes	3.237	3.237	3.331
Pasivos no corrientes	**19.030**	**19.030**	**19.394**
Ingresos diferidos	871	871	869
Provisiones no corrientes	1.052	1.052	1.060
Pasivos financieros no corrientes	14.968	14.968	15.234
Pasivos por impuesto diferido	1.793	1.793	1.857
Otros pasivos no corrientes	346	346	374
Pasivo corriente	**9.250**	**6.418**	**9.099**
Pasivo corrientes mant. para la venta	2.840	8	2.845
Provisiones corrientes	246	246	293
Pasivo financiero corriente	2.571	2.571	2.405
Deudores comerciales y cuentas a cobrar	3.230	3.230	3.255
Otros pasivos corrientes	363	363	301
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	**39.545**	**37.634**	**39.736**
VTC excluyendo intereses minoritarios	**8.028**	**8.949**	**7.912**
Número de acciones (en mm)	969,6	969,6	969,6
Acciones propias (en mm)	(8,7)	(8,7)	(8,7)
Número de acciones excl. acciones propias (en mm)	960,9	960,9	960,9
VTC por acción (€)	**8,4**	**9,3**	**8,2**

Fuente: Informe anual y trimestral de la Compañía y análisis adicional de Duff & Phelps.

6 Valor Liquidativo

Valor Liquidativo

Valor Liquidativo

El Valor Liquidativo refleja el valor neto de una compañía en caso de disolución o de cese definitivo de sus actividades. Por lo tanto, es una metodología de valoración estática que no tiene en cuenta el principio de *going concern* (empresa en funcionamiento). El Valor Liquidativo se calcula como el valor que resultaría en caso de liquidación de todos los activos y pasivos de la compañía, teniendo en cuenta las ganancias o pérdidas de capital que pudieran surgir en ese contexto, así como cualquier posible contingencia.

VL = Valor de Mercado de Activos – Pasivos – Costes de cierre

La Metodología del Valor Liquidativo es una metodología estática que no tiene en cuenta el valor de los rendimientos futuros ni las cargas generadas por los diferentes activos y pasivos. Debe tenerse en cuenta que ciertos activos, como el fondo de comercio y los activos por impuestos diferidos, entre otros, no podrían ser recuperados.

Algunos puntos clave en el cálculo del Valor Liquidativo son los siguientes:

- El valor de liquidación de algunos activos, como las existencias, las cuentas a cobrar o las inversiones financieras, podría ser inferior a su valor contable, ya que el vendedor podría verse obligado a aceptar un precio inferior en el proceso de liquidación a pesar de tratarse de una transacción ordenada, a fin de obtener rápidamente dinero en efectivo, y los compradores de esos activos podrían aprovechar esta situación al hacer sus ofertas sobre dichos activos.
- El balance de la Compañía a 31 de diciembre de 2020 considera activos intangibles por un importe de €5.575mm, principalmente relacionados con el fondo de comercio, las concesiones, el software y otros intangibles. En un escenario de liquidación, algunos de estos elementos podrían tener un valor muy limitado.
- Además, en un potencial escenario de liquidación, la Compañía incurriría en ciertos gastos de liquidación, como los gastos de despido de empleados y de rescisión de ciertos contratos de arrendamiento, de concesión, de explotación, etc., cuya rescisión podría incluso acarrear pagos que hicieran necesario vender ciertos activos con un descuento sobre su valor contable.

Valor de Liquidación (cont.)

Conclusión metodología del Valor Liquidativo

Las razones expuestas en esta página nos llevan a considerar que de la aplicación de la metodología del Valor Liquidativo resultarían valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de otras metodologías de valoración consideradas en este informe.

En consecuencia, no se ha considerado el cálculo detallado del Valor Liquidativo a los efectos de esta Valoración.

7

Cotización Media Ponderada

Cotización Media Ponderada

Introducción

Entre las metodologías de valoración recogidas en el artículo 137.2 de la LMV se encuentra el Valor Medio del Mercado en un determinado período. De cara a la aplicación de este método, hemos considerado apropiado la utilización de la Cotización Media Ponderada ("CMP") de las acciones en diferentes periodos anteriores al anuncio de la oferta de adquisición.

En particular, hemos analizado la razonabilidad de los siguientes periodos previos al anuncio de la oferta de adquisición: doce, seis, cinco, cuatro, tres, dos y un mes anteriores al anuncio de la Oferta. Adicionalmente, hemos analizado los periodos desde el 13 de noviembre de 2020, fecha del anuncio de la venta del negocio de Chile Electricidad, que coincide en el tiempo con el anuncio de la efectividad de las vacunas frente al Covid-19, por considerarlos hechos relevantes en la evolución del precio de la acción, hasta el día previo al anuncio, y la última semana y el último día antes del anuncio.

Hemos considerado, tal y como se explica más adelante en esta sección, que la consideración del precio de la acción de Naturgy antes del comienzo de la pandemia del Covid-19 no es relevante, y por lo tanto lo descartamos.

Nuestro análisis se ha centrado en la evolución del precio de las acciones de Naturgy, analizando los principales eventos que pudieran haber afectado al precio de sus acciones.

Procedimientos

Con el fin de obtener una visión lo más completa posible de la cotización de Naturgy, hemos realizado un análisis cualitativo y cuantitativo:

1. **Análisis cualitativo:** se basa principalmente en el estudio de la información pública disponible en el mercado y las razones, opiniones y motivaciones subyacentes del inversor:
   - Las investigaciones muestran que el precio de las acciones suele reaccionar a los anuncios de hechos relevantes. Esto se debe al efecto que tiene la publicación de información en las expectativas de los inversores, quienes toman decisiones usando la información pública disponible(1).
   - Por lo tanto, si se hiciera pública cierta información no disponible por el mercado, el precio de la acción podría verse impactado.

Procedimientos (cont.)

2. **Análisis cuantitativo:** como parte de nuestro análisis cuantitativo, hemos analizado la liquidez de Naturgy de acuerdo a su volumen comercializado histórico.
   - La liquidez determina hasta qué punto una acción puede ser comprada o vendida en el mercado a un precio que refleje su valor intrínseco. Las acciones con alta liquidez normalmente suelen tener suficientes acciones en circulación y una demanda y oferta adecuadas.
   - El análisis muestra que las acciones de Naturgy son líquidas, con un volumen comercializado diariamente y con un promedio de:

	Volumen (millones)	Rotación (días)
Último día	0,4	2.192
Última semana	0,6	1.514
Último mes	0,8	1.229
Últimos dos meses	1,0	985
Desde el 13 noviembre 2020 (Venta Chile)	1,1	837
Últimos tres meses	1,3	741
Últimos cuatro meses	1,2	795
Últimos cinco meses	1,2	822
Últimos seis meses	1,2	818
Últimos doce meses	1,5	629

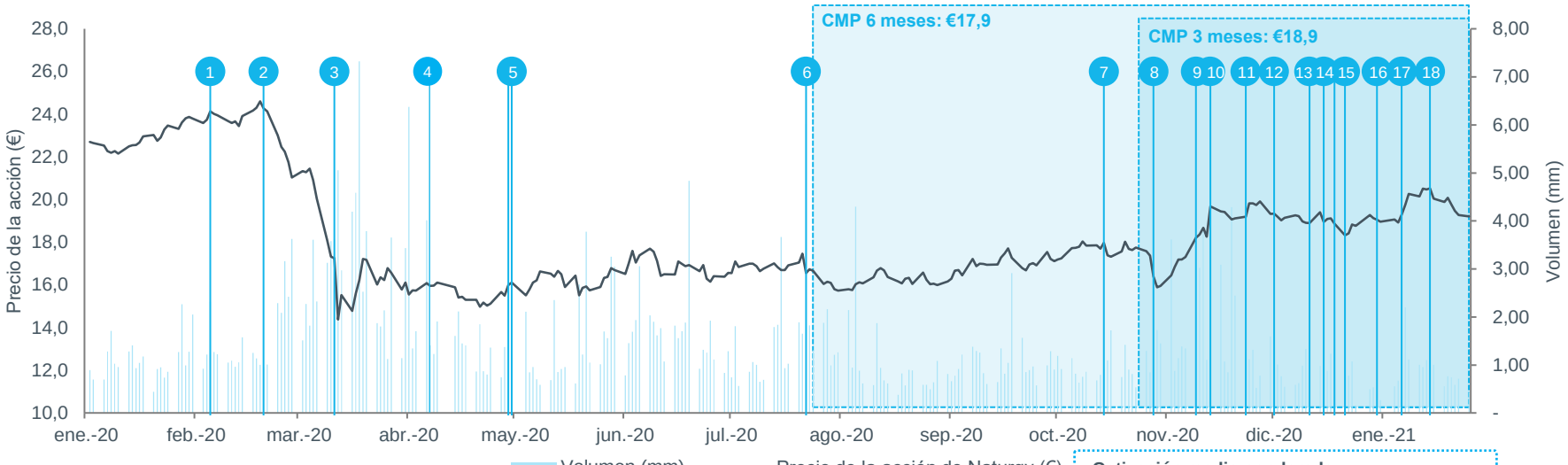
   - Por tanto, consideramos que no hay factores cuantitativos que lleven a descartar la cotización como referencia de valor en función del volumen o liquidez.

(1) *Kothari and Warner (1997), Fama (1998), y Daniel, Hirshleifer y Subrahmanyam (1998), literatura sobre las reacciones en la cotización frente a diferentes acontecimientos corporativos. French, Kenneth R., y Richard W. Roll, 1986, Stock return variance: The arrival of information and the reaction of traders, Journal of Financial Economics 19, 3–30. Ann Wetterlind Dörner, (2005) "Stock market reactions to financial information", Journal of Human Resource Costing & Accounting. "Stock return and volatility reactions to information demand and supply" Autor: Faten Moussa, Ezzeddine Delhoumi, Olfa Ben Ouda (2017).*

Cotización Media Ponderada

Análisis del precio – Evolución de la cotización

El gráfico muestra la evolución del precio de la acción de Naturgy en el período comprendido entre el 1 de enero de 2020 y el 25 de enero de 2021. Se muestran aquellos hechos relevantes en el periodo de análisis relacionados directamente con Naturgy y el contexto económico.



Fuentes: Bolsa de Madrid, Bloomberg.

(1) *El precio actual representa el precio de cierre del 25 de enero de 2021, sesión anterior a la publicación de la Oferta.*

Cotización media ponderada:

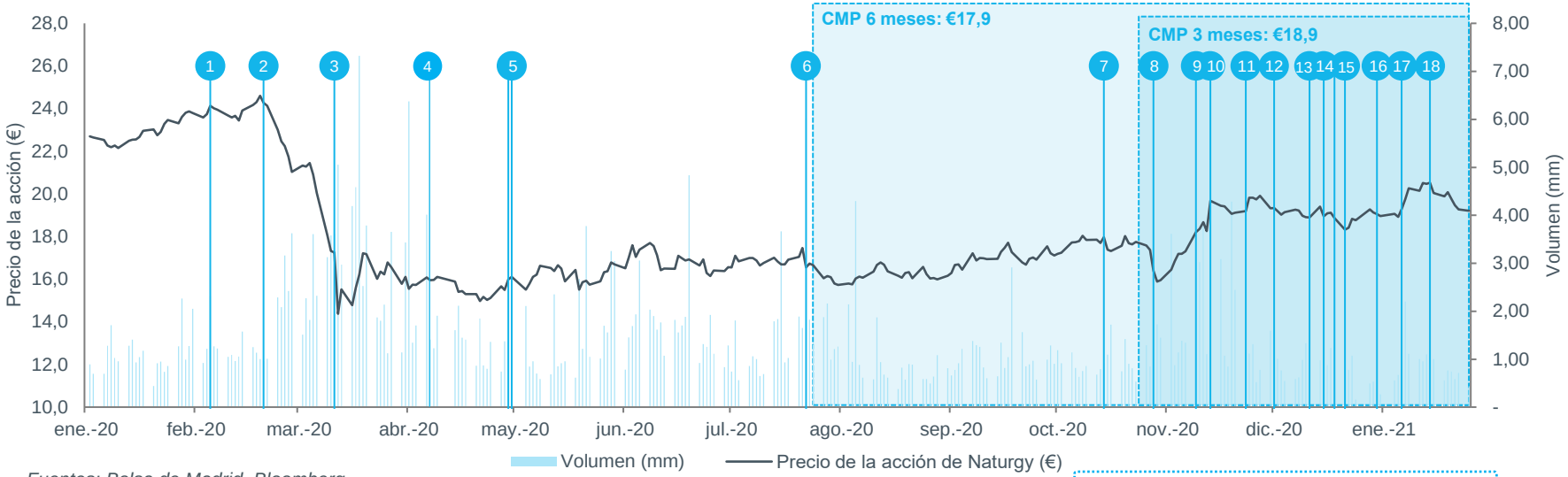
- 12 meses: €17,9
- **3 meses: €18,9**
- **6 meses: €17,9**
- Precio actual: €19,2 (1)

1	05-feb.-20	• Naturgy publica sus resultados para el año 2019. El EBITDA ordinario se situó en €4.668mm, lo que representa un aumento del 6% con respecto al año anterior y según la Compañía por encima de la previsión de los analistas de €4.487mm. • La Compañía anunció un dividendo total por acción de €1,37, con un dividendo adicional de €0,593 por acción en marzo.
2	20-feb.-20	• El Covid-19 comienza a extenderse por Europa, provocando ventas masivas en el mercado. • A partir del 20 de febrero, la cotización de las acciones de Naturgy cae durante casi tres semanas consecutivas de €24,28 por acción a 20 de febrero a €14,38 por acción el 12 de marzo.
3	11-mar.-20	• Preocupada por la gravedad de la pandemia, la Organización Mundial de la Salud (“OMS”) declara el Covid-19 como pandemia mundial.
4	06-abr.-20	• La Compañía refuerza su liquidez mediante la emisión de un bono a cinco años de €1.000mm con un cupón fijo anual del 1,25%, comunicado el 6 de abril.
5	29-abr.-20	• Naturgy publica los resultados del 1T20. El EBITDA ordinario cae un 5,6% a €1.102mm. Sin embargo, el impacto del Covid-19 sobre los resultados del primer trimestre es limitado, ya que las consecuencias económicas comienzan a pesar en el rendimiento de la Compañía a partir de marzo.
	30-abr.-20	• Naturgy cierra la adquisición de una participación adicional del 34% en Medgaz, siendo el cierre de la operación el 30 de abril de acuerdo con el comunicado de la pagina web de Naturgy este mismo día, aumentando su participación al 49% y obteniendo control conjunto de la empresa con Sonatrach.

Cotización Media Ponderada

Análisis del precio – Evolución de la cotización

El gráfico muestra la evolución del precio de la acción de Naturgy en el período comprendido entre el 1 de enero de 2020 y el 25 de enero de 2021:



Fuentes: Bolsa de Madrid, Bloomberg

(1) *El precio actual representa el precio de cierre del 25 de enero de 2021, sesión anterior a la publicación de la oferta*

Cotización media ponderada:

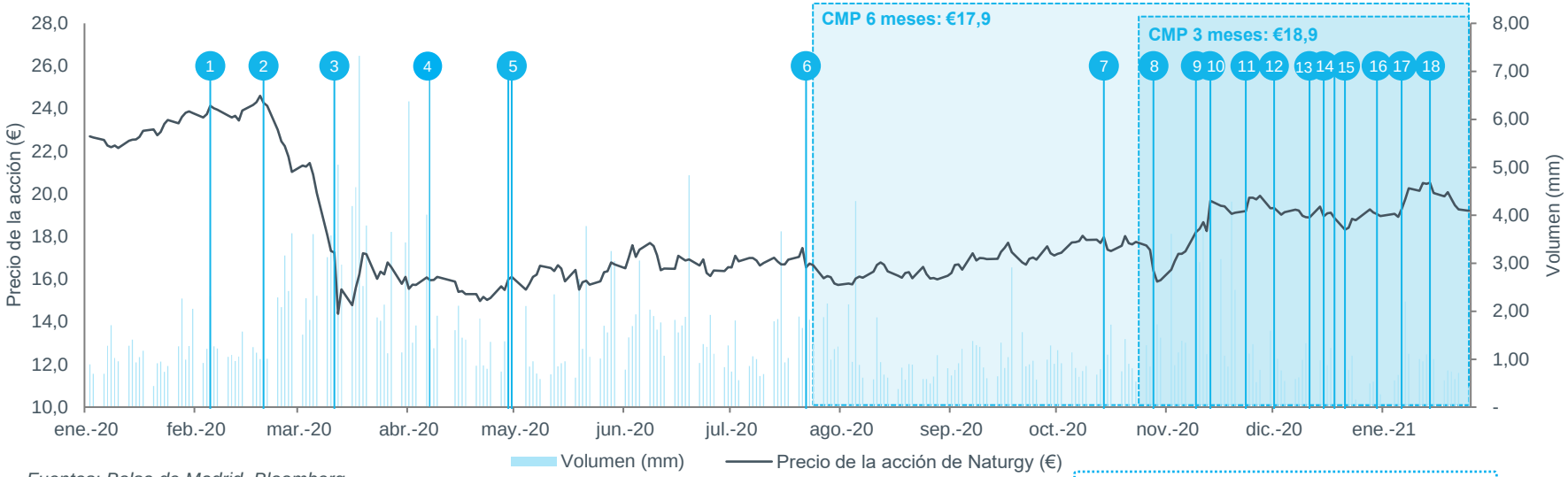
- 12 meses: €17,9
- **3 meses: €18,9**
- **6 meses: €17,9**
- Precio actual: €19,2 (1)

6	22-jul.-20	• Naturgy publica los resultados del 2T20. • Principalmente impulsado por la pandemia que causó una importante caída de la demanda, el deterioro del precio del gas y la electricidad, así como una fuerte depreciación de las monedas de LatAm, el EBITDA ordinario de Naturgy cayó un 11% hasta alcanzar €2.037mm. • La Compañía anuncia que pagará un dividendo de €0,31 por acción el 29 de julio y que el programa de recompra de acciones de la Compañía permanece suspendido hasta que haya mayor visibilidad de la crisis económica.
7	14-oct.-20	• Impulsado por la segunda ola de la pandemia, el precio de la acción de Naturgy comienza a tender de nuevo a la baja hasta alcanzar los €15,89.
8	28-oct.-20	• Naturgy publica los resultados del 3T20, con un EBITDA ordinario de €3.002mm, representando una caída del 12% con respecto al mismo período del año anterior.
9	09-nov.-20	• Pfizer y BioNTech anuncian que su vacuna ha superado la fase tres de los ensayos clínicos, con una eficacia superior al 90%. No obstante el mercado venía reaccionando al alza fruto de las noticias que se publicaban en prensa ante el inminente anuncio anteriormente mencionado.
10	13-nov.-20	• Naturgy llega a un acuerdo con China State Grid International Development Limited para vender su participación del 96,04% en la Compañía General de Electricidad de Chile por €2.570mm. Se prevé que la transacción se complete antes de finales de febrero de 2021.

Cotización Media Ponderada

Análisis del precio – Evolución de la cotización

El gráfico muestra la evolución del precio de la acción de Naturgy en el período comprendido entre el 1 de enero de 2020 y el 25 de enero de 2021:



Fuentes: Bolsa de Madrid, Bloomberg

(1) *El precio actual representa el precio de cierre del 25 de enero de 2021, sesión anterior a la publicación de la oferta*

Cotización media ponderada:

- 12 meses: €17,9
- **3 meses: €18,9**
- **6 meses: €17,9**
- Precio actual: €19,2 (1)

11	16-nov.-20	• Moderna anuncia la eficacia del 95% de su vacuna. Unos días más tarde, AstraZeneca anuncia que su vacuna ha demostrado una eficacia del 90%.
12	01-dic.-20	• Naturgy completa la venta de su participación del 50% en UFG por $900mm ($600mm de efectivo y $300mm de activos), tras el cierre del arbitraje contra Egipto relacionado con los problemas de la planta de licuefacción de Damietta.
13	11-dic.-20	• La Administración de Alimentos y Medicamentos de los EEUU (“FDA”) aprueba la vacuna de Pfizer para uso de emergencia en los EEUU.
14	15-dic.-20	• El gobierno español anuncia un proyecto de ley en el que Naturgy, Iberdrola, Endesa, Repsol, Cepsa y otras 500 compañías españolas soportarán los costes de remuneración de las energías renovables, la cogeneración y los residuos, estimados en unos €7.000mm al año.
15	18-dic.-20	• La FDA emitió una autorización de uso de emergencia para la segunda vacuna, Moderna, para la prevención del Covid-19.
	21-dic.-20	• La Comisión Europea (“CE”) autoriza Pfizer/BioNTech para su uso en la UE.
16	30-dic.-20	• La vacuna de AstraZeneca se autoriza en Reino Unido.
17	06-ene.-21	• La CE autoriza la vacuna de Moderna en la UE.
18	14-ene.-21	• Naturgy entra en los EEUU con la compra de una compañía de energía solar y de almacenamiento de energía.

Cotización Media Ponderada: Posible consideración del periodo pre Covid-19

Impacto del Covid-19

De cara a la posible consideración del periodo de cotización antes del inicio de la pandemia del Covid-19, hemos analizado el posible impacto que la misma hubiera podido tener sobre los fundamentos de la Compañía.

La evolución del Covid-19 durante el 2020 ha generado un alto grado de incertidumbre tanto en la economía como en la demanda de energía a nivel mundial. Como consecuencia, los confinamientos impuestos por los gobiernos de diversos países han dado lugar a una disminución de la actividad económica, provocando caídas en la demanda energética y en los precios de las principales variables del sector, y motivando la incertidumbre sobre las perspectivas futuras de empresas individuales, como Naturgy, y de la economía en general.

A continuación detallamos una serie de puntos que reflejan los cambios ocurridos en las perspectivas futuras del negocio:

- Cambios en la perspectiva de algunas de las principales variables afectadas por el Covid-19, entre otras:

Hipótesis	Pre Covid-19	Post Covid-19
PIB Real (España) Media 2020-2025	1,5%	0,7%
Precio del pool (€/MWh) Media 2020-2022	52,8	41,2
Demanda global de GNL	Alta (fuerte demanda a nivel mundial)	Baja (fuerte disminución en la demanda)

Fuente: Informes de analistas, cuentas anuales de Naturgy, Capital IQ e IHS.

Impacto del Covid-19 (cont.)

- El Covid-19 ha dado lugar a una importante depreciación del tipo de cambio en las principales regiones donde opera Naturgy en LatAm y su evolución a futuro sigue siendo muy incierta. A futuro se espera que las monedas latinoamericanas sigan depreciadas en relación a lo esperado antes de la pandemia:

FX (Media 2020-2025)	Pre Covid-19	Post Covid-19
México (EUR/MXN)	*21,8*	*25,2*
Brasil (EUR/BRL)	*4,7*	*5,9*
Chile (EUR/CLP)	*749,9*	*880,8*
Argentina (EUR/ARS)	*130,7*	*186,5*
Panama (EUR/USD)	*1,1*	*1,2*

Fuente: IHS.

- En las cuentas anuales de 2020, Naturgy ha reconocido un importante deterioro de sus activos, asociado al empeoramiento sustancial de las perspectivas de recuperación de los mercados y del negocio, y cambios estructurales en el escenario energético, afectando principalmente el negocio de generación. De acuerdo al Grupo, dicho deterioro de las perspectivas de recuperación ha motivado la revisión de los impactos del Covid-19 en los flujos de efectivo.
- *S&P* ha actualizado el 17 de febrero de 2021 la perspectiva del rating de Naturgy de estable a negativo como consecuencia de un incremento en las incertidumbres asociadas a la estrategia a futuro de la Compañía.
- Los precios objetivo de los analistas han bajado de media más de €2 por acción desde diciembre de 2019 y enero de 2020 hasta los informes anteriores a la fecha de presentación de la OPA, como se puede ver en la página siguiente.

Cotización Media Ponderada: Posible consideración del periodo pre Covid-19

Impacto del Covid-19 (cont.)

Impacto del Covid-19 en el precio objetivo de Naturgy

A continuación mostramos las previsiones del precio objetivo de Naturgy proporcionadas por diferentes analistas, a cierre del año 2019 y 2020 donde se observa una reducción en la mediana del precio objetivo del 10,0%, que se puede atribuir en parte al impacto del Covid-19 en las operaciones del Grupo.

Precio objetivo de acuerdo a informes de analistas a cierre de 2019

Empresa	Precio Objetivo (€/acción)	Fecha
Alantra	20,30	13/01/2019
Kepler Chevreux	26,00	20/12/2019
Société Générale	20,60	31/10/2019
Banco Sabadell	23,94	02/12/2019
Morgan Stanley	21,30	18/12/2019
Mirabaud Securities	24,40	30/10//2019
RBC Capital Markets	20,00	12/12/2019
Credit Suisse	21,90	11/12/2019
Mediobanca	19,00	11/11/2019
Exane BNP Paribas	21,00	10/01/2020
GVC Gaesco Valores	23,00	14/01/2020
J.P. Morgan	22,00	04/12/2019
Morningstar	25,20	30/10/2019
Renta 4	20,00	16/07/2019
Goldman Sachs	22,40	08/01/2020
Barclays	26,60	14/11/2019
JB Capital Markets	21,00	14/01/2020
AB	22,50	15/01/2020
Mediana	**21,95**	

Fuente: Bloomberg

Impacto del Covid-19 (cont.)

Impacto del Covid-19 en el precio objetivo de Naturgy (cont.)

Precio objetivo de acuerdo a informes de analistas a cierre de 2020

Empresa	Precio Objetivo (€/acción)	Fecha
Alantra	19,50	15/01/2021
Kepler Chevreux	24,00	16/11/2020
Société Générale	16,75	16/11/2020
Banco Sabadell	17,82	21/12/2020
Morgan Stanley	21,50	15/01/2021
Mirabaud Securities	19,40	17/12/2020
RBC Capital Markets	23,00	12/01/2021
Credit Suisse	18,30	17/12/2020
Mediobanca	18,50	16/11/2020
Exane BNP Paribas	17,60	13/11/2020
GVC Gaesco Valores	24,50	14/01/2021
J.P. Morgan	20,50	13/11/2020
Morningstar	19,00	17/11/2020
Renta 4	20,24	17/11/2020
Goldman Sachs	19,50	11/01/2021
Barclays	21,40	12/01/2021
JB Capital Markets	20,00	14/01/2021
AB	20,00	15/01/2021
Mediana	**19,75**	

Fuente: Bloomberg

Cotización Media Ponderada: Posible consideración del periodo pre Covid-19

Impacto del Covid-19 (cont.)

Comparativa de EBITDAs de analistas pre Covid-19 vs. post Covid-19

Adicionalmente, a continuación mostramos una comparativa de las estimaciones pre Covid-19 y post Covid-19 de analistas por línea de negocio a nivel EBITDA. Como se puede ver, las estimaciones de EBITDA 2021-2023 han sufrido una revisión significativa a la baja como consecuencia de las peores perspectivas futuras tras el Covid-19, lo cual se traduce en un impacto negativo en los flujos para cada línea de negocio y por ende en la valoración del Grupo.

Comparativa – EBITDA Analistas pre Covid-19 vs post Covid-19

€mm	EBITDA Pre Covid-19 (4T 2019)		EBITDA Post Covid-19 (4T 2020)			
Segmento / Línea de Negocio	EBITDA acum. (2021-2023)	EBITDA 2023	EBITDA acum. (2021-2023)	EBITDA 2023	Var. EBITDA acum. (%)	Var. EBITDA 2023 (%)
Gas & Electricidad	**5.104**	**1.795**	**4.231**	**1.477**	**-17,1%**	**-17,7%**
Comercialización gas, electricidad y servicios	1.605	559	1.066	371	-33,6%	-33,7%
Generación Europa	1.306	463	1.189	420	-8,9%	-9,3%
Generación Internacional	1.184	416	1.211	431	2,3%	3,6%
GNL Internacional	1.010	358	765	256	-24,3%	-28,5%
Infraestructura EMEA	**4.999**	**1.572**	**4.921**	**1.591**	**-1,6%**	**1,2%**
Redes gas España	2.639	817	2.632	852	-0,3%	4,3%
Redes electricidad España	1.945	661	1.940	656	-0,3%	-0,8%
EMPL	415	95	350	83	-15,7%	-12,2%
Infraestrucutra LatAm Sur	**1.903**	**646**	**1.648**	**569**	**-13,4%**	**-11,9%**
Chile Gas	728	235	726	249	-0,2%	6,0%
Brasil Gas	900	314	711	246	-21,0%	-21,5%
Argentina Gas y Electricidad	276	98	211	74	-23,4%	-24,1%
Infraestructura LatAm Norte	**1.267**	**440**	**1.219**	**424**	**-3,8%**	**-3,6%**
México Gas	794	275	768	266	-3,2%	-3,3%
Panamá Electricidad	473	165	451	158	-4,7%	-4,2%

Fuente: Informes de analistas.

Nota: Para mayor detalle por línea de negocio ver Anexo 12.E.

Por lo tanto, no consideramos relevante la CMP anterior al comienzo de la pandemia, ya que las perspectivas económicas generales y sectoriales se han deteriorado significativamente, tal y como se refleja no solo en el precio de las acciones de la Compañía, sino también en las expectativas y los precios objetivo de los informes de analistas.

Cotización Media Ponderada

Conclusión

El precio de cotización de las acciones en circunstancias normales es un buen indicador de valor, ya que representa las operaciones entre compradores que desean comprar y vendedores que desean vender participaciones de la empresa objeto.

Tal y como mencionamos previamente en esta sección, dada la situación actual donde las perspectivas económicas generales y sectoriales se han deteriorado significativamente como consecuencia de la pandemia de Covid-19, no consideramos apropiado el período de doce meses u otros períodos más extensos, que incluirían un intervalo previo a las implicaciones de la pandemia (ver Anexo 12.E. para mayor detalle sobre el impacto del Covid-19 por línea de negocio).

Consideramos que el período que se extiende desde el 13 de noviembre de 2020 hasta el día previo al anuncio de la Oferta es relevante dado que i) es la fecha del anuncio público de la venta del negocio de redes eléctricas en Chile por parte de Naturgy y ii) coincide con los primeros anuncios relacionados con los avances más prometedores en el desarrollo de las vacunas. La CMP para este período se sitúa en €19,4 por acción y es considerada como la parte alta de nuestra conclusión por esta metodología.

Por otro lado, consideramos que un período de tres meses es suficientemente extenso para reflejar una visión de mercado por parte de los inversores, y es una opción de plazo que puede ser considerada razonable[1]. Adicionalmente, consideramos que ha pasado el tiempo suficiente entre el inicio de la pandemia del Covid-19 y el inicio del periodo considerado para que los inversores revirtieran la mayor parte del impacto sufrido por el Covid-19 en el precio de la acción como sucedió con compañías comparables, principalmente alrededor de finales de Junio 2020. Por lo tanto, se ha considerado este período para la parte baja del rango según esta metodología, ascendiendo a €18,9 por acción.

Conclusión (cont.)

Análisis del precio medio ponderado (€ por acción)

	Precio
Último día	19,2
Última semana	19,6
Último mes	19,7
Últimos dos meses	19,4
Desde el 13 noviembre 2020 (anuncio venta Chile Elec.)	**19,4**
Últimos tres meses	**18,9**
Últimos cuatro meses	18,6
Últimos cinco meses	18,2
Últimos seis meses	17,9
Últimos doce meses	17,9

El valor de la cotización media ponderada de la acción ha sido proporcionado por la Bolsa de Madrid (ver Anexo 12.C.) y es igual a:

- **€18,9 por acción** para el período de tres meses hasta el 25 de enero de 2021 (incluido).
- **€19,4 por acción** para el período de 13 de noviembre hasta el 25 de enero de 2021 (incluido).

Conclusión de la Metodología de Cotización Media Ponderada

Consideramos que la metodología de CMP es válida como referencia de valor.

El rango de valor por acción de Naturgy concluido por esta metodología es de **€18,9 - €19,4 por acción.**

Fuentes: Bolsa de Madrid, Bloomberg

(1) En la publicación *Options, Futures, and Other Derivatives (John Hull)*, para la estimación de volatilidades históricas, el autor indica que la definición del periodo para el cual se calcula una media puede no ser de fácil determinación, reconociendo que periodos de 90 a 180 días son normalmente considerados razonables. Aunque sea una discusión sobre volatilidad histórica, entendemos que el razonamiento se aplica a precios de acciones, ya que las volatilidades se calculan directamente con éstas.

8

Contraprestaciones Pagadas con Anterioridad

Contraprestaciones Pagadas con Anterioridad

Contraprestaciones pagadas con anterioridad

El artículo 137.2 de la LMV incluye explícitamente la consideración de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta.

Conclusión sobre esta metodología

No se puede derivar ninguna conclusión de valor de esta metodología, ya que no ha habido contraprestaciones pagadas ni acordadas por el Oferente en los doce meses previos al anuncio de la oferta, ni desde entonces hasta la fecha de emisión de este informe.

9 Descuento de Flujos de Caja

9.A. Metodología

9.B. Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

9.C. Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

Metodología

Descripción de la metodología

El Descuento de Flujos de Caja Libre ("DFC") es un método de valoración comúnmente aceptado para valorar empresas bajo la premisa de empresa en funcionamiento (*going concern*), calculando el valor actual de la corriente de flujos de caja futuros esperada. Según nuestra experiencia, creemos que esta es la metodología más adecuada para capturar el valor de Naturgy, ya que el análisis considera explícitamente la mayoría de las características específicas de Naturgy por línea de negocio.

Al desarrollar el análisis de DFC, se estiman los flujos anuales de caja futuros y luego se descuentan individualmente al valor presente. Si los flujos de caja se extienden más allá del período proyectado, se estima un flujo de caja normalizado, que se capitaliza y se descuenta al valor presente.

Los flujos de caja utilizados en el método DFC son los flujos de caja del capital invertido. En otras palabras, son los flujos de caja operativos disponibles para su distribución a todos los inversores, tanto de deuda como accionistas.

Estos flujos de caja comienzan con el ingreso neto de capital invertido (libre de gastos por intereses, e ingresos y gastos no operativos). Se restan los requisitos futuros de capital circulante y Capex, se suma la amortización y se ajusta por otros gastos e ingresos que no suponen movimiento de caja.

Estos flujos de caja han sido calculados para el Grupo de la siguiente manera:

EBITDA	
Menos:	Amortización
EBIT	
Menos:	Impuestos s/EBIT
NOPAT	
Más:	Amortización
Menos:	Capex
Más / Menos:	Inversión en Capital Circulante
Flujo de Caja Libre	

Descripción de la metodología (cont.)

Esta metodología implica valorar el Grupo como la suma de lo siguiente:

1. El valor presente de los flujos de caja futuros estimados para el período proyectado, descontados a una tasa de descuento (WACC); y
2. El valor presente del valor residual ("VR") o también llamado valor terminal ("VT"), que captura el valor de los flujos de caja más allá del período explícitamente proyectado.

La suma del valor actual de los flujos de caja durante el período proyectado más el VR descontado al valor presente representa el Valor del Negocio o Valor Empresa ("VE").

Cálculo del Valor Terminal / Residual

Para la mayoría de las líneas de negocio del Grupo y como una hipótesis generalmente aceptada, al calcular el valor de un negocio aplicando el método DFC, se asume la premisa de empresa en funcionamiento. Esto implica la determinación de un VR (valor atribuible a los activos más allá del período proyectado) para cubrir el período implícito a perpetuidad.

Dependiendo de las características y expectativas de cada línea de negocio del Grupo, hemos asumido para el VR dos alternativas: i) una vida indefinida (es decir, a perpetuidad) o ii) una vida finita (es decir, una renta anual creciente durante un cierto número de años, determinado caso a caso).

En el caso de una vida indefinida (es decir, a perpetuidad), la fórmula aplicada es la siguiente:

$$\textbf{Valor Residual (VR)} = FCL_{n+1} / (WACC - g)$$

Metodología e Hipótesis principales

Cálculo del Valor Terminal / Residual (cont.)

Donde:

- FCL_{n+1} = Flujo de caja libre normalizado
- WACC = Coste Medio Ponderado del Capital (Tasa de Descuento)
- g = Tasa de crecimiento a perpetuidad

Para el segundo caso, el VR con vida finita se calcula de acuerdo a la siguiente fórmula de la renta anual creciente:

$$VR_{Finito} = \frac{FCL_{n+1}}{WAAC - g} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+WACC}\right)^{n}\right]$$

Donde:

- FCL_{n+1} = Flujo de caja libre normalizado
- WACC = Coste Medio Ponderado del Capital (Tasa de Descuento)
- g = Tasa de crecimiento
- n = Número de periodos

Hipótesis principales

Hemos realizado nuestro análisis por Descuento de Flujos de Caja de acuerdo a un análisis independiente de la información pública de Naturgy tanto de forma consolidada como por línea de negocio. De acuerdo a este análisis, hemos calculado una SDP de los negocios de la Compañía de cara a diferenciar los riesgos asociados a cada una de las líneas de negocio, recogidos en las tasas de descuento aplicadas y las proyecciones financieras estimadas por Duff & Phelps.

Hipótesis principales (cont.)

Para el propósito de este análisis Duff & Phelps no ha tenido acceso al consejo de administración ni a la dirección de Naturgy. No obstante, Consideramos en este caso que la información pública existente es suficiente para estimar de forma razonable el valor de las acciones del Grupo. Hemos basado nuestro análisis en un escenario independiente de acuerdo a información pública disponible del Grupo, sus competidores y los grupos de compañías comparables identificadas, así como del consenso de mercado sobre las perspectivas de Naturgy y la evolución de los mercados.

Con el fin de llegar a un escenario de proyecciones financieras independiente y validar las hipótesis clave, así como su razonabilidad, hemos realizado una serie de análisis, incluyendo:

1. **Análisis de la visión general de la industria.** En la Sección 3.B.1 de este Informe proporcionamos una visión general de la industria basada en el análisis de ciertos informes del sector con métricas clave de las industrias donde opera el Grupo.
2. **Análisis del marco regulatorio.** En la Sección 3.B.2 de este Informe proporcionamos una visión general del entorno regulatorio de los principales negocios del Grupo, de acuerdo a información pública de los organismos reguladores de los países más relevantes donde opera el Grupo.
3. **Análisis histórico y de KPIs.** Análisis histórico de cada una de las líneas de negocio y los KPIs de las mismas. Además, en la medida de lo posible, hemos analizado las expectativas de mercado disponibles públicamente para las hipótesis principales.

Metodología e Hipótesis principales

Hipótesis principales (cont.)

4. **Comparativa con el consenso de Mercado (informes de analistas).** Análisis de informes de analistas de Naturgy centrándonos en aquellos informes que han sido actualizados durante el cuarto trimestre de 2020, prestando especial atención a aquellos informes publicados después de la fecha en la que se anunció la venta de la línea de negocio de Chile Electricidad y el anuncio de las vacunas (ver tabla en la siguiente página para mayor detalle). Hemos utilizado los últimos informes disponibles antes de la fecha de presentación de la Oferta, ya que consideramos que ésta podría sesgar los análisis y precios objetivos en los informes posteriores a dicha fecha.

Fecha	Analista	
11-Dic-20	Morgan Stanley	*Morgan Stanley Research*
02-Dic-20	JBCapitalMarkets	*JB Capital Markets – Auerbach Grayson*
01-Dic-20	BARCLAYS	*Barclays Equity Research*
16-Nov-20	Kepler Cheuvreux	*Kepler Cheuvreux Equity Research*
16-Nov-20	MORNINGSTAR	*Morningstar Equity Research*
13-Nov-20	BNP PARIBAS	*Exane BNP Paribas (Equities)*
13-Nov-20	J.P.Morgan	*J.P.Morgan Cazenove*
27-Oct-20	[redacted]	*Societe Generale Cross Asset Research*

Hemos estimado las proyecciones financieras para el análisis del DFC para cada una de las líneas de negocio de Naturgy de acuerdo a las siguientes hipótesis:

Hipótesis principales (cont.)

- **Divisa:** Las proyecciones financieras se han realizado en euros para: Generación Europa (convencional y renovable), Comercialización gas, electricidad y servicios, GNL Internacional, Redes gas España, Redes electricidad España, EMPL y Argentina Gas y Electricidad. Las proyecciones financieras se han realizado en dólares estadounidenses para la línea de negocio de Generación Internacional y en moneda local para las otras líneas de negocio de LatAm.
- **Periodo proyectado:** El periodo proyectado varía de una línea de negocio a otra, ya que depende de la duración de las concesiones y los contratos, entre otros factores. Para obtener más detalles sobre el rango de proyecciones financieras para cada una de las líneas de negocio, consulte las siguientes páginas de esta sección.
- **Valor Residual / Terminal:** Dependiendo de detalles concretos de cada una de las líneas de negocio como la duración de las concesiones y de los contratos, las probabilidades de renovación y la tecnología empleada en la generación de energía (basada en información pública disponible), hemos considerado las siguientes alternativas : i) una vida indefinida (es decir, a perpetuidad) o ii) una vida finita (es decir, una renta anual creciente durante un cierto número de años, determinado caso a caso). Para obtener más detalles sobre las hipótesis del Valor Terminal de cada línea de negocio, consulte las siguientes páginas de esta sección.
- **WACC:** Hemos determinado un WACC para cada una de las líneas de negocio de Naturgy. Consulte la *Sección 9.B* para obtener más detalle.
- **Suma de Partes:** El valor determinado para cada una de las líneas de negocio del Grupo se ha agregado de cara a determinar el Valor del Negocio total.
- **Resto (Otros):** En las cuentas anuales auditadas de Naturgy se reportan gastos denominados "Resto", *Sección 9.C.13*, los cuales no son asignados a ninguna de las líneas de negocio. Hemos calculado el valor actual de este segmento y lo hemos agregado a la Suma de Partes de cara a determinar el Valor del Negocio total.

Hipótesis Principales

Hipótesis principales (cont.)

Adicionalmente, se han considerado los siguientes ajustes al Valor del Negocio de cara obtener el valor de los Fondos propios:

- **Deuda financiera neta y otros activos/pasivos con consideración DFN e intereses minoritarios a 31 de diciembre del 2020:** Con el fin de obtener el valor de los Fondos Propios (e*quity value*), hemos considerado la deuda financiera neta del Grupo (incluyendo otros activos/pasivos con consideración de DFN) y el valor razonable de los intereses minoritarios. Las siguientes tablas muestran un resumen de los valores concluidos:

Resumen: Deuda neta y otros activos/pasivos con consideración DFN:

€mm	Bajo	Punto Medio	Alto
Deuda financiera neta Ajustada + Otros activos/pasivos (DFN)	(12.049)	(11.914)	(11.778)

Resumen: Intereses minoritarios

€mm	Bajo	Punto Medio	Alto
Intereses Minoritarios	(3.496)	(3.773)	(4.049)

Para más detalles, consulte la *Sección 3.A.2* este informe.

9 Descuento de Flujos de Caja

9.A. Metodología

9.B. Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

- 9.B.1 Metodología
- 9.B.2 Selección de Comparables
- 9.B.3 Cálculo del WACC

9.C. Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

Coste Medio Ponderado del Capital – Metodología

Metodología

En términos simples, podemos definir el Coste Medio Ponderado de Capital ("WACC", por sus siglas en inglés) como el retorno esperado apropiado para el nivel de riesgo esperado. El WACC es una tasa global basada en las tasas de retorno individual de cada componente del capital invertido (fondos propios y deuda financiera). Se calcula ponderando los rendimientos exigidos, tanto para la deuda como para los fondos propios invertidos, en proporción a una estructura de capital esperada.

Dado que la Compañía opera en varios segmentos y en países distintos, hemos estimado tasas de descuento para cada línea de negocio y geografía, basándonos en los distintos tipos impositivos, primas de riesgo país ("CRP" por sus siglas en inglés) y grupos de comparables seleccionados para cada línea de negocio.

Coste de los fondos propios

Hemos utilizado el *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM") para estimar el retorno requerido sobre el capital. El CAPM es ampliamente aceptado con el propósito de estimar la rentabilidad requerida sobre una inversión.

En la aplicación del CAPM, la tasa de retorno sobre el capital se estima como la tasa libre de riesgo más una prima de riesgo de mercado esperada sobre la tasa libre de riesgo multiplicada por la "beta" de la industria. Beta se define como una medida de riesgo que refleja la sensibilidad del precio de las acciones de una compañía a los movimientos del mercado de valores en su conjunto. Esta fórmula se utilizaría para calcular el coste de los fondos propios de la mayoría de compañías que estén financieramente sanas y para las que la asunción de "empresa en funcionamiento" es apropiada.

Coste de la deuda

La tasa de rentabilidad de la deuda es el tipo que un inversor en deuda debería exigir sobre la deuda financiera. En tanto los intereses sobre la deuda financiera son deducibles a efectos fiscales, para calcular el rendimiento de la deuda utilizamos un retorno después de impuestos.

Fórmulas

Fórmula WACC

WACC es una tasa general basada en los retornos de los componentes del capital invertido (fondos propios y deuda con intereses).

$$WACC = Ke \times (e\%) + Kd \times (d\%)$$

Ke	Coste de los FFPP
e %	FFPP / Capital
Kd	Coste de la deuda
d %	Deuda / Capital

Fórmula CAPM

$$Ke = TRL + \beta \times (Rm - Rf)$$

TRL	Tasa de Referencia Local
β	Beta o riesgo sistemático
(Rm- Rf)	Prima de riesgo mercado

Fórmula deuda

$$Kd = K \times (1 - t)$$

K	(TRL + Spread) Retorno de la deuda antes de (t)
t	Tasa impositiva

9 Descuento de Flujos de Caja

9.A. Metodología

9.B. Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

- 9.B.1 Metodología
- 9.B.2 Selección de Comparables
- 9.B.3 Cálculo del WACC

9.C. Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

Selección de Compañías Comparables

Proceso de selección

Para seleccionar las compañías comparables para cada línea de negocio, nos hemos basado en las industrias en las que opera el Grupo como punto de partida. Como paso inicial, hemos evaluado las compañías cotizadas que operan bajo la clasificación de *utilities* (concretamente *utilities* relacionadas con la electricidad y el gas), generación de energía y almacenamiento y transporte de *Oil & Gas* (basadas en la clasificación de S&P Capital IQ[1]).

Pasos para seleccionar el grupo inicial de compañías comparables

		Número de compañías
1	Criterios del filtrado inicial: 1) Compañía cotizada; 2) Clasificación de industria: *Electric Utilities* o *Gas Utilities* o *Independent Power and Renewable Electricity Producers* o *Oil and Gas Storage and Transportation.*	1.300
2	Eliminación de compañías con capitalización bursátil inferior a €2.000mm.	262
3	Eliminación de compañías cuyas operaciones más relevantes se encuentren fuera de Europa o LatAm.	83

[1] Los códigos SIC equivalentes para las industrias son 4911, 4922, 4923, 4924, 4925, 4931, 4932, 4939, 4991, 5171, 5172, y 6792.

Un grupo de **83 compañías** fue preseleccionado para un análisis más detallado. En base a un análisis exhaustivo de las operaciones y presencia geográfica, se han seleccionado los siguientes números de compañías comparables para cada línea de negocio:

- Redes Gas España: 12
- Redes Electricidad España: 24
- Generación Europa: 18
- Comercialización gas, electricidad y servicios: 18
- Generación Internacional: 12
- Infraestructuras LatAm - Gas: 7
- Infraestructuras LatAm - Electricidad: 14

Dado que de las 83 compañías, se consideró que sólo un número limitado de compañías encajaba bien en las líneas de negocio de generación de energía renovable y de GNL Internacional, hemos considerado diferentes criterios de selección. Concretamente, hemos considerado compañías con una capitalización bursátil superior a €500mm y con presencia en otras geografías (además de Europa y LatAm). En el caso de GNL Internacional, debido a la ausencia de compañías cotizadas dedicadas únicamente a actividades relacionadas con el GNL similares a las de Naturgy, también hemos seleccionado compañías integradas de *Oil & Gas*, que consideramos que conllevan tipos de riesgo similares. El número resultante de compañías comparables es el siguiente:

- Generación Europa (Renovables): 21
- GNL Internacional: 8

Selección de Compañías Comparables

Refinamiento de la selección

De las 83 compañías preseleccionadas, hemos excluido algunas compañías que no considerábamos adecuadas y hemos trazado el perfil de cada una de las compañías restantes según determinados parámetros, principalmente de acuerdo a geografía y actividad (generación, distribución o comercialización de electricidad/energía y gas):

	Geografía			Operacional						KPIs			Generación	
Compañía	Iberia y EMEA	LatAm	Otras	Generación	Distribución Electricidad	Distribución Gas	Infraestructura (Transmisión)	Comercialización	GNL	Electricidad	Gas	Otro	Tradicional	Renovable
Naturgy Energy Group, S.A.	56%	37%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	35%	65%	0%	84%	16%
A2A S.p.A.	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	50%	15%	35%	86%	14%
BKW AG	96%			✓	✓	✓	✓	✗	✗	40%	15%	45%	76%	24%
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás		100%		✓	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%	98%	2%
CEZ, a. s.	100%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	94%	6%
Colbún S.A.		100%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	97%	14%
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS		100%		✗	✓	✓	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
CEG		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	0%	100%	0%		
Companhia Energética de Minas Gerais		100%		✓	✓	✓	✗	✗	✗	95%	5%	0%	100%	
Companhia Paranaense de Energia - COPEL		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Compañía General de Electricidad S.A.		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%		
CPFL Energia S.A.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	57%	30%
CTEEP		100%		✗	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
E.ON SE	99%			✗	✓	✓	✓	✓	✗	50%	50%	0%		
Edison S.p.A.	100%			✓	✗	✗	✗	✓	✗	100%	0%	0%	86%	14%
EDP - Energias de Portugal, S.A.	78%	18%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	59%	41%
EDP Renováveis, S.A.	65%	2%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%
Electricité de France S.A.	92%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	92%	8%
Elia Group SA/NV	100%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
Enagás, S.A.	85%	13%		✗	✗	✗	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	100%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	60%	25%	15%	68%	32%
Encavis AG	100%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%
Endesa, S.A.	99%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	89%	11%
Enel Américas S.A.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Enel Chile S.A.		100%		✓	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%	84%	16%
Enel Generación Chile S.A.		100%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Enel SpA	76%	21%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	90%	10%	0%	81%	19%
Energisa S.A.		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Engie Brasil Energia S.A.		100%		✓	✗	✗	✓	✗	✗	80%	20%	0%		100%
ENGIE SA	76%	8%		✓	✗	✓	✓	✓	✗	45%	55%	0%	61%	39%
Equatorial Energia S.A.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
ERG S.p.A.	100%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	33%	67%
EVN AG	98%			✓	✓	✓	✓	✗	✗	75%	20%	5%		
Fluxys Belgium SA	100%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
Fortum Oyj	95%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	100%	0%	0%	99%	1%
Gaztransport & Technigaz SA	100%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	0%	0%	100%		
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	15%	85%	0%		
Hera S.p.A.	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	35%	40%	25%		

Selección de Compañías Comparables

Refinamiento de la selección (cont.)

De las 83 compañías preseleccionadas, hemos excluido algunas compañías que no considerábamos adecuadas y hemos trazado el perfil de cada una de las compañías restantes según determinados parámetros, principalmente de acuerdo a geografía y actividad (generación, distribución o comercialización de electricidad/energía y gas):

	Geografía			Operacional						KPIs			Generación	
Compañía	Iberia y EMEA	LatAm	Otras	Generación	Distribución Electricidad	Distribución Gas	Infraestructura (Transmisión)	Comercialización	GNL	Electricidad	Gas	Otro	Tradicional	Renovable
Iberdrola, S.A.	56%	25%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	95%	5%	0%	74%	26%
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	15%	75%	10%	69%	31%
Iren SpA	100%			✓	✓	✓	✓	✗	✗	20%	25%	55%		
Italgas S.p.A.	100%			✗	✓	✓	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
Lechwerke AG	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	100%	0%	0%	60%	40%
Luz del Sur S.A.A.		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%		
Mainova AG	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	60%	25%	15%	72%	28%
National Grid plc	68%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	90%	10%	0%		
Neoen S.A.	44%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%
Neoenergia S.A.		100%		✗	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	88%	13%
Ørsted A/S	93%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	19%	81%
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	100%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	100%	
Promigas S.A. E.S.P.		100%		✗	✓	✓	✓	✗	✗	10%	90%	0%		
Red Eléctrica Corporación, S.A.	97%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
Royal Vopak N.V.	47%	10%		✗	✗	✗	✗	✗	✓	0%	0%	100%		
RWE Aktiengesellschaft	97%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	78%	22%
Snam S.p.A.	100%			✗	✓	✓	✓	✗	✓	0%	100%	0%		
SSE plc	100%			✓	✓	✓	✗	✗	✗	95%	5%	0%	38%	62%
Terna	100%			✗	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
Uniper SE	100%			✗	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
VERBUND AG	100%			✓	✗	✗	✗	✓	✗	80%	15%	5%	96%	4%
Voltalia SA	33%	65%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%

Finalmente, debido a la variedad de las operaciones del Grupo, hemos seleccionado un grupo de compañías comparables para cada línea de negocio de Naturgy estableciendo criterios aplicables a cada uno de ellos y llevando a cabo una evaluación cualitativa. El detalle de las compañías seleccionadas se encuentra en las *Secciones 12.A.* y *12.B.*

9 Descuento de Flujos de Caja

9.A. Metodología

9.B. Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

- 9.B.1 Metodología
- 9.B.2 Selección de Comparables
- 9.B.3 Cálculo del WACC

9.C. Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

Cálculo de WACC

Coste de los fondos propios

Tasa de Referencia Local ("TRL")

Para seleccionar la tasa de referencia apropiada, nos hemos basado en una tasa libre de riesgo más una Prima de Riesgo País ("CRP" por sus siglas en inglés) para tener en cuenta el riesgo de tener un negocio en un país con un *rating* crediticio diferente al AAA, considerado libre de riesgo. Por lo tanto, en nuestro análisis hemos considerado lo siguiente:

- Tasa Libre de Riesgo:

  Anteriormente, era común utilizar la tasa *spot* de los bonos de los gobiernos de países con calificación AAA. Sin embargo, tras la crisis financiera de 2008, las principales economías han experimentado una importante tendencia a la baja en las tasas de interés nominales. Asimismo, en el contexto de la crisis de la deuda europea en 2011/2012 y del impacto actual en la economía del Covid-19, esta tendencia a la baja para algunos países ha continuado y recientemente alcanzó mínimos históricos.

  Los analistas y profesionales de la valoración han reexaminado si la tasa libre de riesgo "*spot*" sigue siendo un componente fiable sobre el cual basar sus estimaciones de coste de los fondos propios. Las tasas *spot* con retornos mínimos, e incluso negativos, desafiaron las prácticas aceptadas desde hace mucho tiempo y destacaron los problemas potenciales de usar la tasa de interés *spot* de un título gubernamental seguro como la tasa libre de riesgo, sin cualquier tipo de ajuste.

  Estas distorsiones materiales en las tasas *spot* pueden ocurrir durante períodos caracterizados por importantes huidas de inversores hacia activos con menor riesgo (*flight to quality*) o por políticas monetarias de los bancos centrales que implican una intervención significativa en los mercados de valores de deuda soberana y/o la implementación de políticas de tipos de interés negativos. Estas acciones pueden (i) distorsionar los rendimientos de largo plazo que ya no reflejarían las expectativas del mercado sobre la inflación; e incluso (ii) llevar los rendimientos (*yields*) reales a corto plazo a niveles negativos (es decir, por debajo del 0,0%), lo que ya no reflejaría el valor temporal del dinero y asume implícitamente que la tasa real de crecimiento de la economía en general será negativa.

Coste de los fondos propios (cont.)

Por esta razón, durante los períodos en los que las tasas libres de riesgo parecen ser anormalmente bajas debido a la huida de los inversores hacia activos con menor riesgo o a las intervenciones monetarias masivas, es razonable considerar la normalización de la tasa libre de riesgo, como recomiendan D&P y otros profesionales de valoración(1).

Por "normalización" nos referimos a estimar una tasa libre de riesgo que probablemente refleje mejor el rendimiento promedio sostenible de los bonos a largo plazo emitidos por gobiernos considerados "seguros" (típicamente, aquellos calificados AAA por las principales agencias de calificación).

Para estimar una tasa libre de riesgo normalizada, hemos separado esta tasa en dos componentes, la tasa real esperada a largo plazo más la inflación esperada a largo plazo, extraídos de trabajos académicos y estimaciones del mercado. Con base en estos y en las condiciones del mercado económico y financiero que prevalecían a diciembre de 2020, D&P estima una tasa libre de riesgo normalizada del 2,5% en USD. Además, también estimamos una tasa normalizada del 2,0% en EUR, basada en el bono alemán a largo plazo.

- Prima de Riesgo País:

  Dado que los negocios del Grupo se encuentran principalmente en España y países de LatAm, para calcular una TRL para cada país hemos agregado a la tasa libre de riesgo un CRP, de cara a reflejar que no se consideran esos países como libres de riesgo.

  El CRP para España se estimó como la diferencia entre las tasas *spot* de los bonos del Estado español a largo plazo frente al bono alemán con vencimiento similar. Para los países de LatAm, debido a que sus bonos internacionales están denominados principalmente en USD, calculamos el CRP como la diferencia entre el bono soberano a largo plazo denominado en USD de cada país contra un bono de Estados Unidos con un vencimiento similar, excepto en el caso de Argentina que, debido a que estamos proyectando los flujos de efectivo en EUR en lugar de en moneda local, calculamos el CRP de acuerdo al bono del gobierno argentino a largo plazo emitido en EUR frente al bono alemán con un vencimiento similar.

(1) Por ejemplo, McKinsey & Company, T. Koller, M. Goedhart and D. Wessels - "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies" y J. Hitchner: "Financial Valuation: Applications and Models"

Cálculo de WACC

Coste de los fondos propios (cont.)

País	Referencia normalizada de Tasa libre de riesgo	CRP (a fecha de valoración)
España	Bono soberano alemán	1,0%
México	Bono soberano EEUU	1,9%
Chile	Bono soberano EEUU	1,1%
Brasil	Bono soberano EEUU	2,9%
Panamá	Bono soberano EEUU	2,5%
Argentina	Bono soberano alemán	11,6%
Generación Internacional	Bono soberano EEUU	2,1%(1)

(1) Media ponderada de CRP.

Para estimar el CRP de la línea de negocio de Generación Internacional, hemos aplicado un CRP medio ponderado basado en la electricidad producida en 2020 en cada uno de los siguientes países (según lo divulgado por el Grupo en su presentación de resultados del 2020):

País	CRP	*	Peso	=	CRP Ponderado
México	1,9%		90,5%		1,8%
Brasil	2,9%		1,8%		0,1%
Costa Rica	6,5%		2,3%		0,2%
Panamá	2,5%		0,6%		0,0%
República Dominicana	3,6%		3,0%		0,1%
Australia	0,0%		1,8%		0,0%
Total			**100,0%**		**2,1%**

Siguiendo este enfoque, determinamos las siguientes TRL para las principales geografías / segmentos.

Coste de los fondos propios (cont.)

País	Tasa libre de riesgo normalizada	+	CRP	=	TRL	Moneda
España	2,0%		1,0%		3,0%	EUR
México	2,5%		1,9%		4,4%	USD
Chile	2,5%		1,1%		3,6%	USD
Brasil	2,5%		2,9%		5,4%	USD
Panamá	2,5%		2,5%		5,0%	USD
Argentina	2,0%		11,6%		13,6%	EUR
Generación Int.	2,5%		2,1%		4,6%	USD

- Diferencial de inflación

  Al estimar el WACC para países para los cuales los flujos de efectivo se estiman en una moneda diferente al USD o EUR (es decir, países de América Latina, con la excepción de Panamá, donde la moneda es el USD, y Argentina, para los cuales los flujos de efectivo se proyectan en EUR), hemos ajustado la tasa de referencia local por el diferencial de inflación a largo plazo proyectado entre los respectivos países y Estados Unidos:

País	TRL (USD)	Dif. Inf.*	TRL (ML)	Moneda
México	4,4%	1,0%	5,4%	MXN
Chile	3,6%	0,6%	4,3%	CLP
Brasil	5,4%	0,8%	6,2%	BRL

(*) Usamos como fuente de inflación a largo plazo de IHS.

Cálculo de WACC

Coste de los fondos propios (cont.)

Beta

Se calcularon las betas desapalancadas para cada una de las empresas dentro de cada uno de los grupos de compañías comparables definidos (consulte la *Sección 12.A* para obtener más detalles). La beta desapalancada es la beta que tendría una empresa si no tuviera deuda (financiada solo con fondos propios). La eliminación del efecto del apalancamiento financiero deja únicamente el efecto del riesgo intrínseco del negocio.

Para desapalancar las betas de las compañías comparables, hemos utilizado la fórmula de Hamada, ampliamente aceptada y utilizada:

$$\beta_U = \beta_L / (1 + (1-t) * (W_D/W_E))$$

De acuerdo con la teoría del CAPM, beta es un concepto prospectivo que representaría la relación esperada a futuro entre el retorno de un valor y el del mercado/economía.

Hay varias formas conocidas para estimar betas. Una de las técnicas más ampliamente utilizadas es utilizar betas históricas, asumiendo que la relación valor/mercado futura será razonablemente parecida con el pasado. Esta beta puede ser ajustada a través del ajuste de Blume, que asume que a largo plazo la beta tiende a aproximarse de 1.

Otra alternativa es apoyarse en betas fundamentales estimadas o prospectivas a partir de métricas contables, operativas y de riesgo, y no solo en variaciones de precios de mercado.

Coste de los fondos propios (cont.)

Si bien es cierto que las betas fundamentales se apoyan en varios factores además que precios históricos, y por tanto puede ser consideradas un análisis robusto, por otro lado, el uso de las betas calculadas a partir de históricos de cotizaciones está muy difundido en la práctica de valoración. Por consiguiente, sería razonable pensar que un participante de mercado podría considerar el uso tanto de betas fundamentales como de betas históricas en su estimación de retornos exigidos.

Es muy común en este sector que el inversor tenga una especial consideración por la tasa de descuento, siendo la percepción de riesgo sistemático (la beta) uno de los principales parámetros de dicha tasa de descuento. Por todo ello, hemos determinado un rango de WACC para cada línea de negocio apoyándonos en estos dos enfoques distintos a la hora de calcular la beta (históricas y prospectivas).

En relación a las betas históricas, se consideró un período histórico de cinco años con observaciones semanales y se consideró el ajuste de Blume. Hemos excluido las betas históricas con baja significatividad estadística de acuerdo con un t-test y un análisis del R^2.

Para las betas fundamentales (prospectivas), hemos utilizado las betas de BARRA, que se calculan de acuerdo a un modelo multi-factor. Estas betas proyectadas miden la sensibilidad de las características operativas de una empresa frente a los cambios en las características operativas de la industria[1].

(1) Para una discusión más detallada sobre betas históricas y fundamentales, consultar *Pratt, Shannon P., and Roger J. Grabowski. Cost of Capital: Applications and Examples*

Cálculo de WACC

Coste de los fondos propios (cont.)

Dado que las betas de las empresas comparables están apalancadas, estas betas han sido desapalancadas considerando el método mencionado anteriormente y el apalancamiento de cada una de las empresas comparables a la Fecha de Valoración (mediana del apalancamiento de la industria).

Luego, determinamos la mediana de betas desapalancadas para cada grupo de comparables y la reapalancamos considerando la mediana del apalancamiento del grupo de comparables, basándonos una vez más en la fórmula de Hamada:

$$\beta_L = \beta_U * (1 + (1-t) * (W_D/W_E))$$

Apalancamiento

La siguiente tabla resume la mediana del apalancamiento utilizado para reapalancar las betas y estimar el coste de los fondos propios y la deuda utilizados para estimar los WACC:

Negocio/Geografía	Mediana apalancamiento de la industria (D/E)*
Redes gas España	73,6%
Redes electricidad España	62,8%
Generación Europa (Convencional)	43,2%
Generación Europa (Renovable)	68,1%(1)
GNL Internacional	43,0%
Comercialización gas, electricidad y servicios	52,2%
Generación Internacional	38,5%
LatAm Gas	50,5%
LatAm Electricidad	43,3%

* D = Deuda y E = *Equity*

(1) Denota la mediana del apalancamiento histórico de 5 años.

Coste de los fondos propios (cont.)

Adicionalmente, a efectos de contraste, hemos calculado el apalancamiento intrínseco de la Compañía, estando éste razonablemente alineado a la mediana del apalancamiento de la industria utilizado en el cálculo de nuestra tasa de descuento (para mayor detalle ver Anexo 12.B.).

Tasa Impositiva ("t")

Las tasas impositivas aplicadas se basan en las tasas impositivas corporativas a largo plazo que se resumen a continuación para las principales geografías:

País	Tasa impositiva
España	25,0%
México	30,0%
Chile	27,0%
Brasil	34,0%
Panamá	25,0%
Costa Rica	30,0%
República Dominicana	27,0%
Australia	30,0%
Argentina	25,0%

En línea con el enfoque para la estimación del CRP, la tasa impositiva del 29,9% de Generación Internacional se ha estimado como media ponderada de acuerdo a sus principales geografías y en la electricidad producida por geografía a septiembre de 2020.

Cálculo de WACC

Coste de los fondos propios (cont.)

Prima de riesgo mercado (Rm – Rf)

El ERP (*Equity Risk Premium*, a menudo también denominado prima de riesgo de mercado) se define como el retorno adicional (sobre el retorno esperado de los valores sin riesgo) que los inversores esperan recibir de una inversión en acciones ordinarias, representada por un índice de mercado.

No existe una única metodología universalmente aceptada para estimar el ERP. En la práctica se utilizan una gran variedad de primas, recomendadas por diversos académicos y asesores financieros. Duff & Phelps realiza varios análisis para estimar el ERP, basándose en un amplio abanico de información económica y múltiples metodologías de estimación para llegar a su recomendación de ERP.

Con las condiciones del mercado económico y financiero vigentes a diciembre de 2020, nuestra estimación de ERP a la Fecha de Valoración es del 5,5% para las tasas de descuento denominadas en EUR y USD(1). Nuestro ERP se determina en conjunto con una tasa libre de riesgo normalizada, es decir, se calcula como el exceso de retorno esperado del mercado en relación con una tasa libre de riesgo normalizada, debiéndose utilizar ambas tasas conjuntamente.

Coste de la deuda

En cuanto al cálculo del coste de la deuda, se toma como punto de partida la TRL previamente calculada a la que se añade un *spread de* riesgo de crédito.

Con el fin de estimar la tasa de rendimiento antes de impuestos de la deuda a la Fecha de Valoración, analizamos el *spread* crediticio implícito para las empresas dentro de cada grupo de comparables, comparando los rendimientos de los bonos a largo plazo emitidos por esas empresas con un bono gubernamental local comparable.

En el caso de los WACC para los países de LatAm, dado el número más limitado de emisiones de bonos a largo plazo de las comparables, el coste de la deuda se ha estimado de acuerdo al *spread* crediticio observado entre una curva de emisiones BBB en USD de compañías *Utilities* a veinte años y un bono estadounidense con vencimiento similar (fuente: Bloomberg). La siguiente tabla resume los *spreads* de deuda utilizados:

Negocio/Geografía	*Spread* de deuda
Redes gas España	0,9%
Redes electricidad España	0,8%
Generación Europa (Convencional)	0,8%
Generación Europa (Renovable)	0,8%
GNL Internacional	1,6%
Comercialización gas, electricidad y servicios	0,8%
Generación Internacional	1,4%
LatAm Gas y LatAm Electricidad	1,4%

(1) www.duffandphelps.com\costofcapital

Cálculo de WACC

Rango de WACCs concluido

Tasas de descuento en EUR

En base al análisis realizado, hemos concluido sobre los siguientes rangos de WACCs para descontar los flujos de efectivo denominados en EUR. Los WACCs se han calculado a la Fecha de Valoración. Hemos analizado los principales impactos de actualizarlos a fecha de emisión del Informe y hemos constatado que no habría cambios relevantes.

Como se mencionó anteriormente, hemos definido dos escenarios para cada segmento de negocio: i) un escenario bajo, basado en betas históricas y ii) un escenario alto, basado en betas BARRA proyectadas (en el caso de Argentina, usamos una combinación de betas históricas y BARRA betas estimadas para el escenario alto).

	Comercialización gas, electricidad y servicios		Generación Europa (Convencional)		Generación Europa (Renovable)		GNL Internacional		Redes electricidad España		Redes gas España		Argentina Gas		Argentina Electricidad	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,58	0,67	0,62	0,68	0,59	0,64	0,81	1,01	0,55	0,65	0,50	0,59	0,52	0,67	0,59	0,77
Deuda / Capital (D)	34%	34%	30%	30%	41%	41%	30%	30%	39%	39%	42%	42%	34%	34%	30%	30%
Fondos Propios / Capital (E)	66%	66%	70%	70%	59%	59%	70%	70%	61%	61%	58%	58%	66%	66%	70%	70%
Tipo Impositivo (t)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0,81	0,93	0,82	0,90	0,89	0,97	1,07	1,33	0,81	0,96	0,78	0,91	0,71	0,93	0,79	1,01
Coste de los Fondos Propios																
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Prima de riesgo país (CRP)	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Diferencial de Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasa de Referencia Local	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Beta reapalancada (B)	0,81	0,93	0,82	0,90	0,89	0,97	1,07	1,33	0,81	0,96	0,78	0,91	0,71	0,93	0,79	1,01
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**7,5%**	**8,1%**	**7,5%**	**8,0%**	**7,9%**	**8,3%**	**8,9%**	**10,4%**	**7,5%**	**8,3%**	**7,3%**	**8,1%**	**17,6%**	**18,7%**	**18,0%**	**19,2%**
Coste de la Deuda																
Tasa de Referencia Local	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Spread de Deuda	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,6%	1,6%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	4,6%	4,6%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**3,5%**	**3,5%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,3%**
WACC																
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	3,8%	3,8%	3,4%	3,4%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	4,9%	5,3%	5,2%	5,6%	4,7%	5,0%	6,2%	7,2%	4,6%	5,1%	4,2%	4,6%	11,7%	12,5%	12,5%	13,4%
WACC Estimado	5,9%	6,3%	6,1%	6,5%	5,9%	6,1%	7,3%	8,3%	5,7%	6,2%	5,4%	5,9%	15,5%	16,2%	16,0%	16,8%
WACC (Redondeado)	**5,75%**	**6,25%**	**6,00%**	**6,50%**	**5,75%**	**6,00%**	**7,25%**	**8,25%**	**5,75%**	**6,25%**	**5,50%**	**6,00%**	**15,50%**	**16,25%**	**16,00%**	**16,75%**

Cálculo de WACC

Rango de WACCs concluido

Tasas de descuento de los segmentos internacionales en monedas locales (basadas en tasa libre de riesgo normalizada de Estados Unidos, más CRP y diferencial de inflación)

En base al análisis realizado, hemos concluido sobre los siguientes rangos WACC para descontar los flujos de efectivo denominados en monedas distintas al EUR. Los WACCs se han calculado a la Fecha de Valoración. Hemos analizado los principales impactos de actualizarlos a fecha de emisión del Informe y hemos constatado que no habría cambios relevantes.

Como se mencionó anteriormente, hemos definido dos escenarios para cada segmento de negocio: i) un escenario bajo, basado en betas históricas y ii) un escenario alto, basado en betas BARRA proyectadas.

	Generación Internacional (USD) (1)		Chile Gas (CLP)		Brasil Gas (BRL)		México Gas (MXN)		Panamá Electricidad (USD)	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,60	0,76	0,52	0,67	0,52	0,67	0,52	0,67	0,59	0,77
Deuda / Capital (D)	28%	28%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	30%	30%
Fondos Propios / Capital (E)	72%	72%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	70%	70%
Tipo Impositivo (t)	30%	30%	27%	27%	34%	34%	30%	30%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0,76	0,96	0,71	0,92	0,69	0,89	0,70	0,91	0,79	1,01
Coste de los Fondos Propios										
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Prima de riesgo país (CRP)	2,1%	2,1%	1,1%	1,1%	2,9%	2,9%	1,9%	1,9%	2,5%	2,5%
Diferencial de Inflación	-	-	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	-	-
Tasa de Referencia Local	4,6%	4,6%	4,3%	4,3%	6,2%	6,2%	5,4%	5,4%	5,0%	5,0%
Beta reapalancada (B)	0,76	0,96	0,71	0,92	0,69	0,89	0,70	0,91	0,79	1,01
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**8,8%**	**9,9%**	**8,2%**	**9,3%**	**10,0%**	**11,1%**	**9,3%**	**10,4%**	**9,3%**	**10,5%**
Coste de la Deuda										
Tasa de Referencia Local	4,6%	4,6%	4,3%	4,3%	6,2%	6,2%	5,4%	5,4%	5,0%	5,0%
Spread de Deuda	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	6,0%	6,0%	5,7%	5,7%	7,6%	7,6%	6,9%	6,9%	6,4%	6,4%
Tipo Impositivo (t)	29,9%	29,9%	27,0%	27,0%	34,0%	34,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**5,0%**	**5,0%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**
WACC										
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	6,3%	7,1%	5,4%	6,2%	6,6%	7,4%	6,2%	6,9%	6,5%	7,4%
WACC Estimado	7,5%	8,3%	6,8%	7,6%	8,3%	9,1%	7,8%	8,6%	7,9%	8,8%
WACC (Redondeado)	**7,50%**	**8,25%**	**6,75%**	**7,50%**	**8,25%**	**9,00%**	**7,75%**	**8,50%**	**8,00%**	**8,75%**

(1) La línea de negocio de Generación Internacional está compuesta por negocios relacionados a diferentes tecnologías de generación de electricidad en 6 países diferentes: México (CCGT y Eólica, 90,5% del total de energía producida en 2020), República Dominicana (*Fuel*, 3,0%), Costa Rica (Hidro, 2,3%), Brasil (Solar, 1,8%), Australia (Eólica, 1,8%) y Panamá (Hidro, 0,6%). Calculamos un CRP medio ponderado y una tasa de impuestos media ponderada de acuerdo a la proporción de cada país en la energía total producida por la línea de negocio.

9

Descuento de Flujos de Caja

9.A. Metodología

9.B. Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

9.C. Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
    - 9.C.1 Comercialización gas, electricidad y servicios
    - 9.C.2 Generación Europa
    - 9.C.3 Generación Internacional
    - 9.C.4 GNL Internacional
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Comercialización gas, electricidad y servicios

Hipótesis principales

Para la valoración por DFC de la línea de negocio de Comercialización gas, electricidad y servicios, hemos elaborado las proyecciones financieras basándonos en información pública disponible de la Compañía, regulación de la industria, participantes de mercado, informes de analistas y otros.

Las proyecciones están basadas en una previsión de los volúmenes y un EBITDA/MWh del periodo histórico analizado como se explica más adelante

Volumen de gas proyectado

Se han analizado los volúmenes de comercialización de gas en función del tipo de cliente/mercado:

- Clientes industriales: han experimentado una disminución en su volumen en los últimos años, siendo más significativa en el año 2020. Se ha estimado que el crecimiento de volumen futuro estará en línea con el crecimiento proyectado del PIB español, de acuerdo con las estimaciones de IHS.
- Clientes residenciales: los volúmenes muestran un decrecimiento en los últimos años y no asumimos que habrá crecimientos significativos a futuro. Por lo tanto, asumimos un volumen constante para este tipo de clientes.
- CCGTs: se espera que los volúmenes de CCGT disminuyan durante el período proyectado, ya que están directamente ligados a la producción de energía de estas plantas. Se estima una evolución hacia fuentes de producción de energía renovables y, por lo tanto, una menor contribución de las CCGTs en el mix de producción*.
- A terceros: los volúmenes de terceros se han visto afectados negativamente por el Covid-19. Hemos estimado una recuperación a los niveles pre pandemia para 2022, permaneciendo sin cambios a partir de entonces.

(*) El PNIEC estima que la producción de energía las CCGTs disminuya a una TCAC de c. 12% hasta 2025.

Volumen de gas proyectado (cont.)

En el gráfico siguiente se muestra el crecimiento a largo plazo estimado de los volúmenes para cada tipo de cliente/mercado. Se espera un crecimiento gradual en el volumen total a partir de 2021.

Volumen proyectado (GWh)

Fuente: Análisis D&P

Volumen de electricidad proyectado

El volumen de comercialización de electricidad se desglosa en dos categorías:

- Mercados liberalizados; y
- PVPC.

De acuerdo con la estrategia actual de Naturgy, se espera que el crecimiento en estas categorías sea mínimo, por lo que hemos proyectado volúmenes constantes de acuerdo a los volúmenes de 2020.

Comercialización gas, electricidad y servicios

Margen EBITDA unitario (EBITDA/MWh)

Nos hemos basado en el ratio histórico del EBITDA ordinario sobre los volúmenes (MWh) totales de gas y electricidad para estimar el EBITDA/MWh a futuro.

Como se puede ver en el siguiente gráfico, el EBITDA/MWh de esta línea de negocio aumentó entre el año 2018 y 2019. Por otra parte, el EBITDA/MWh estimado para 2020 se basa en una extrapolación de los datos disponibles de 9M20 (último dato disponible para esta línea de negocio bajo la estructura de reporte antigua), y muestra una disminución del 55% en comparación con el año anterior, debido al efecto de la pandemia entre otros motivos. Hemos asumido una recuperación lineal durante el período proyectado hasta alcanzar en 2023 niveles próximos a los de 2019.

Volumen total (GWh) y €/MWh

Fuente: Análisis D&P

Amortización y provisión de insolvencias

Hemos estimado el valor de amortización y provisiones por insolvencias para 2020 con base en una extrapolación de las cifras reportadas para 9M20. Dado que la Compañía presenta para 9M20 los dos conceptos de forma agregada y que las provisiones históricas son significativas para esta línea de negocio, hemos estimado el desglose de 2020, con base en el detalle en las cuentas anuales, de cara a estimar el ratio de €mm/GWh. Hemos mantenido el ratio para la amortización constante y calculado el implícito resultante para las provisiones. A la hora de calcular el flujo de caja libre, hemos ajustado el flujo por la amortización, al no suponer esta una salida de caja.

Gasto (€mm / GWh)	2017	2018	2019	2020
Amortización por GWh	0,35	0,23	0,32	0,32
Provisión de insolvencias por GWh	-	0,27	0,27	0,55

Capex

De cara a la proyección del Capex se ha analizado la inversión histórica por MWh, que osciló entre €120 y €250 por MWh para el periodo histórico analizado y las estimaciones de los analistas a futuro que oscilan entre €200 y €300 por MWh. Se ha seleccionado el rango más alto (€300 por MWh), el cual es consistente con la hipótesis de amortización.

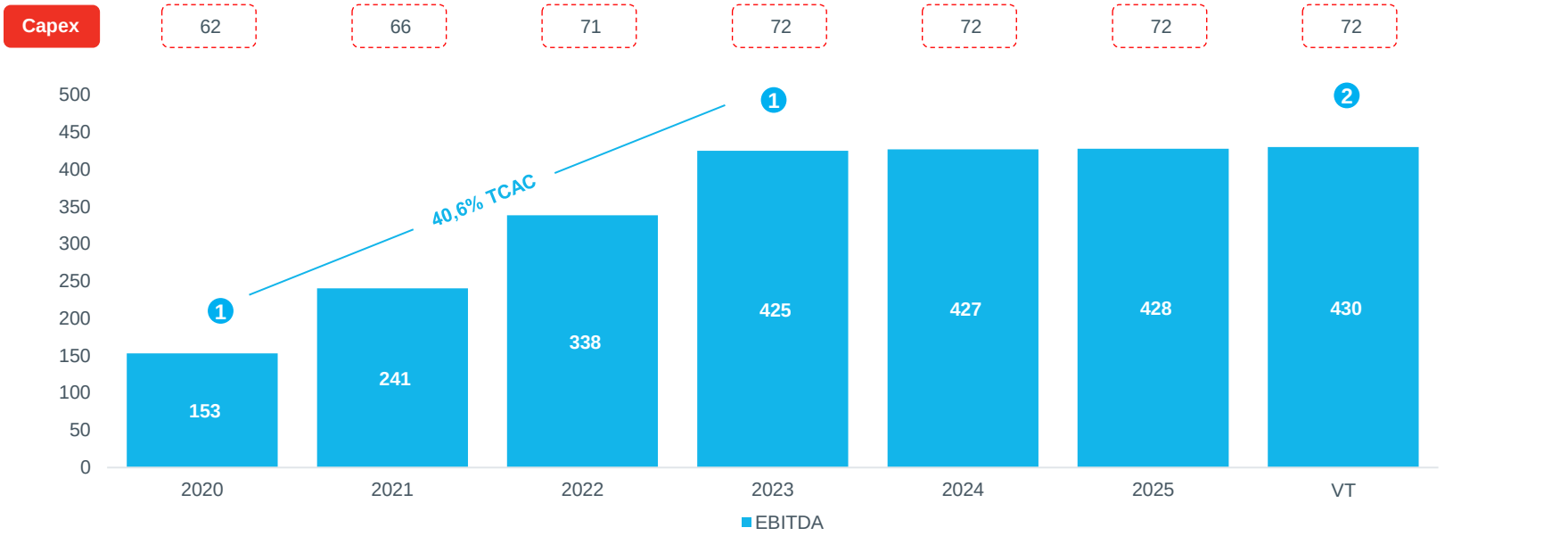
Valor terminal

El valor terminal se calculó utilizando el método de Gordon-Shapiro ("GGM") asumiendo una vida indefinida. Hemos estimado el valor terminal a partir de una tasa de crecimiento en el largo plazo de 0,5% debido a la naturaleza subyacente del negocio (negocio de margen unitario), la evolución esperada del volumen que justifica seleccionar una tasa de crecimiento menor que la inflación local y en línea con el supuesto usado por la Compañía en su proceso de test de deterioro, según reportado en las cuentas anuales de 2020.

Comercialización gas, electricidad y servicios

Resumen de proyecciones financieras

EBITDA (€mm) y Capex (€mm)



1 Las proyecciones financieras para 2020 se basan en una extrapolación del EBITDA/MWh de 9M20 (último dato disponible para esta línea de negocio bajo la estructura de reporte antigua). Se ha proyectado una recuperación lineal del EBITDA/MWh a niveles 2019 en el año 2023. La proyección asume un EBITDA/GWh constante durante el resto del periodo proyectado.

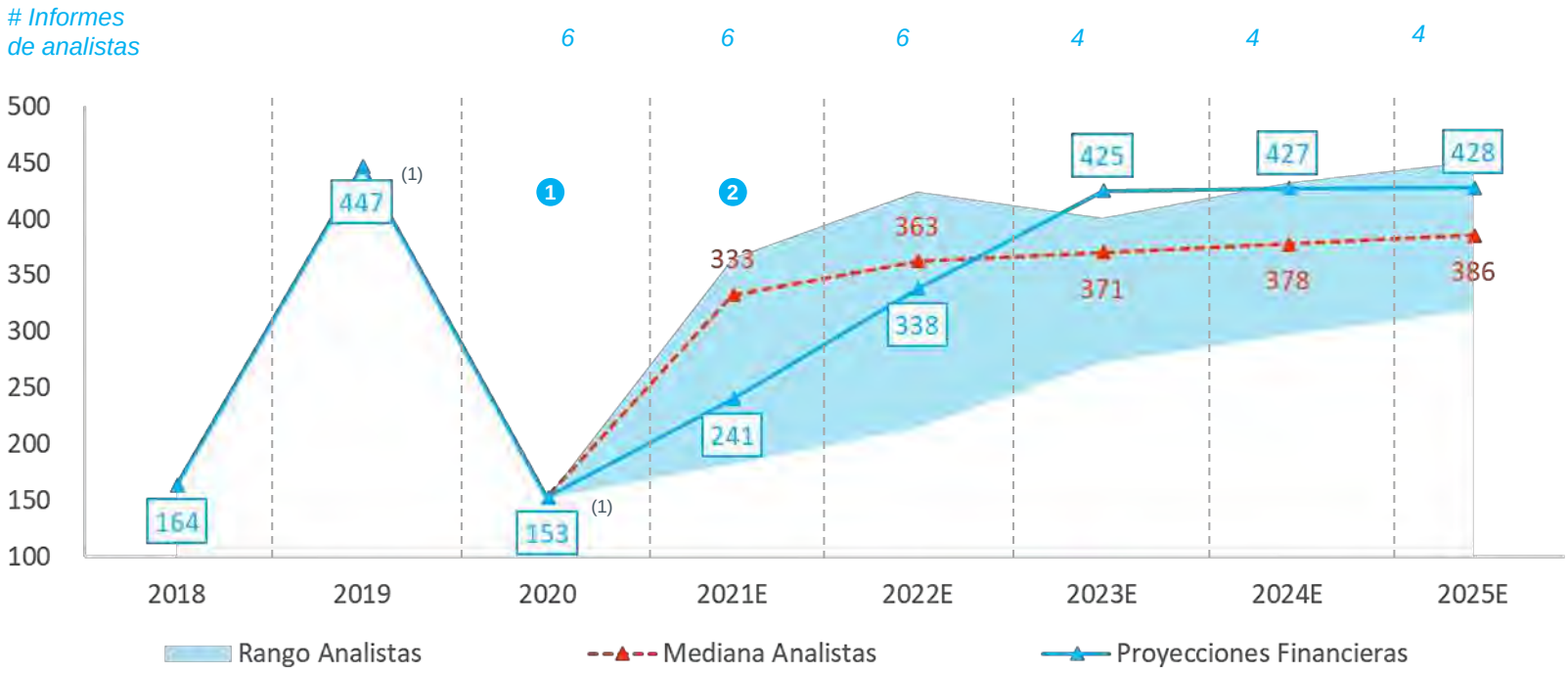
2 Para el valor terminal, hemos asumido el último EBITDA/GWh proyectado indexado a un crecimiento del 0,5%, en línea con la hipótesis de la Compañía utilizada en su test de deterioro anual.

Para más detalle, ver *Sección 12.D.*

Comercialización gas, electricidad y servicios

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, informes de analistas

1 El EBITDA/MWh estimado para 2020 se basa en una extrapolación de los datos disponibles de 9M20 (último dato disponible para esta línea de negocio bajo la estructura de reporte antigua).

La proyección de EBITDA hasta 2022 se encuentra por debajo de la mediana de los analistas, pero dentro del rango proyectado. Entre 2023 y 2025, el EBITDA se sitúa por encima de la mediana y en el rango alto proyectado por los analistas.

2 Se ha proyectado una recuperación del EBITDA/MWh a niveles pre Covid-19 en el año 2023. Hemos estimado una recuperación lineal, la cual es ligeramente más lenta que la proyectada de acuerdo a la mediana de los analistas.

En 2025 observamos que el EBITDA esperado converge con la mediana de las estimaciones de los analistas, estando ligeramente por encima.

(1) EBITDAs no actualizados de acuerdo a la nueva estructura de reporte, ya que las proyecciones de analistas son previas al cambio de estructura.

Comercialización gas, electricidad y servicios

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Comercialización gas, electricidad y servicios se sitúa entre €3.550mm y €3.904mm. El múltiplo VE/EBITDA para el punto medio de 2019 es 8,3x y los múltiplos de 2020 y 2021 son 24,3x y 15,5x, respectivamente.

Rango de valoración de Comercialización gas, electricidad y servicios (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de valoración					
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC bajo	WACC alto	Crecimiento VT
Comercialización gas, electricidad y servicios	**3.550**	**3.727**	**3.904**	*5,75%*	*6,25%*	*0,5%*

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	7,9x	8,3x	8,7x
VE / EBITDA 2020	23,2x	24,3x	25,5x
VE / EBITDA 2021	14,8x	15,5x	16,2x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
    - 9.C.1 Comercialización gas, electricidad y servicios
    - 9.C.2 Generación Europa
    - 9.C.3 Generación Internacional
    - 9.C.4 GNL Internacional
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Generación Europa

Hipótesis principales

Para la valoración por DFC de la línea de negocio de Generación Europa, hemos utilizado proyecciones financieras por tecnología. Para facilitar la presentación de resultados, presentamos las proyecciones financieras de los dos segmentos más amplios:

- **Tecnologías de generación convencional,** incluyendo CCGTs, hidroeléctrica y nuclear; y
- **Tecnologías de generación renovable,** incluyendo cogeneración, mini hidroeléctrica, solar y eólica.

Hemos basado las proyecciones financieras en información pública disponible proporcionada por la Compañía, los reguladores, el TSO ("Operador del Sistema de Transmisión"), participantes de mercado, informes de analistas y otros. La Compañía en sus CCAA de 2020 ha proporcionado una buena visibilidad de sus hipótesis en este segmento de cara al test de deterioro del ejercicio 2020.

Por todo ello, teniendo en cuenta la información publicada en las CCAA del test de deterioro, consideramos relevante su utilización dentro de nuestro análisis de valoración. Por ello, hemos realizado dos escenarios para las proyecciones financieras. El escenario 1, (con el cual concluimos para el rango bajo de valor) utiliza información disponible por participantes de mercado, informes de analistas y otros. El escenario 2 utiliza en la mayoría de los datos claves (precio del pool, precios del gas, impuestos a la generación y otros) proporcionados en el test de deterioro detallado por la Compañía en sus cuentas anuales consolidadas del 2020.

Vidas útiles

Los flujos de caja se proyectan en euros y según la vida útil de cada una de las tecnologías.

- Se espera que las CCGTs cesen su actividad entre 2043 y 2050;
- Se espera que las plantas nucleares sean cerradas en 2027, 2028 y 2035;

Vidas útiles (cont.)

- Hemos tratado las hidroeléctricas y minihidráulicas bajo la premisa de empresa en funcionamiento y calculado un valor terminal para estas más allá del 2050;
- Suponemos que las vidas útiles de los activos eólicos y solares se extiendan 30 años después de la COD (“Fecha de Operación Comercial”); y
- Asumimos que la cogeneración tiene una vida útil de 25 años desde su COD (“fecha de puesta en marcha”).

No hemos considerado extensiones en la vida útil de las plantas, ni hemos asumido repotenciación o incremento de capacidad en la hipótesis de capacidad instalada después del final de las vidas útiles consideradas, como se explica más adelante.

Ingresos

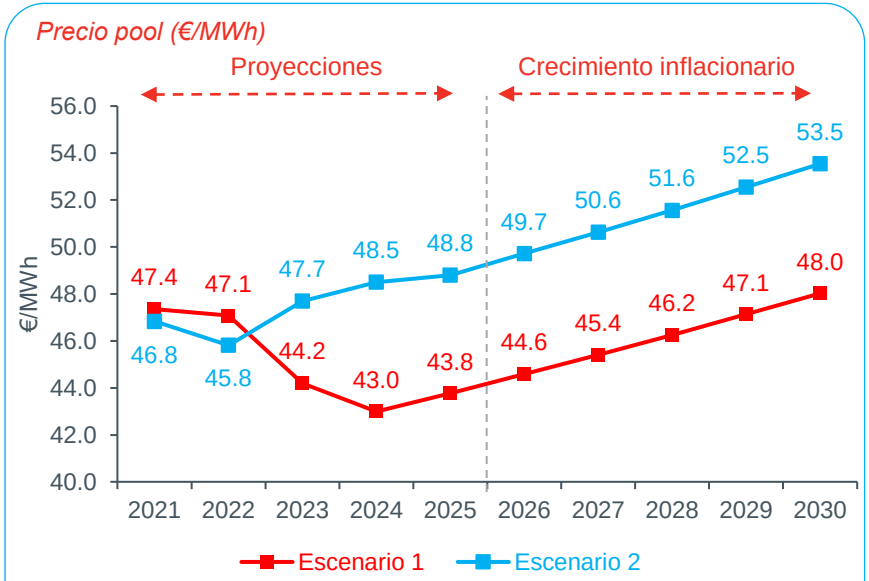
Un componente clave de las proyecciones de ingresos es el precio del *pool*. El precio del *pool* consiste en el precio marginal de equilibrio obtenido en el mercado mayorista de energía, el cual fija el precio horario de la energía en el mercado abierto. El precio del *pool* es el precio más alto de la tecnología que hace coincidir la oferta y la demanda en el mercado mayorista de la energía.

En el escenario 1, hemos basado las proyecciones de precios *pool* en información pública sobre los mercados *forward* de precios del *pool*, las proyecciones de los analistas y las proyecciones de IHS. La curva de precios *pool* se proyecta hasta 2024 y se estima que crezca en línea con la inflación local en el futuro.

Para el escenario 2, hemos basado las proyecciones de precios *pool* en información proporcionada por la Compañía hasta 2025 y se estima que crezca en línea con la inflación local en el futuro.

En la página siguiente se presenta una comparativa entre el precio del pool considerado en el escenario 1 y en el escenario 2.

Ingresos (cont.)



Fuente: Naturgy CCAA, Análisis D&P, OMIE/OMIP, informes de analistas

Como se explica más adelante en esta sección, el escenario 2 considera un precio del pool más alto que el escenario 1, lo cual es consistente con la consideración de los impuestos sobre la generación (7% del ingreso) a lo largo de toda la proyección, debido a que mayores costes de producción, motivados por dicha carga impositiva, conllevan mayores precios ofertados por los operadores, lo cual afecta directamente al precio del pool final.

Ingresos (cont.)

Otro dato clave para las proyecciones de ingresos son los factores de carga ("*Load factors*") estimados por tecnología. Los factores de carga se han obtenido a partir de datos históricos del mercado español en general publicados por REE. A continuación mostramos un resumen de los datos históricos del mercado energético español y los factores de carga seleccionados para la Valoración.

Factores de carga nacionales 2016-2020 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	Media 2016-2020	Media 2018-2020	Factor de Carga Seleccionado
Hidroeléctrica	24%	12%	23%	17%	20%	19%	20%	20%
Nuclear	84%	89%	85%	90%	88%	87%	88%	88%
CCGT	13%	17%	14%	26%	20%	18%	20%	20%
Eólica	24%	24%	24%	24%	23%	24%	24%	24%
Solar fotovoltaica	20%	22%	20%	12%	17%	18%	16%	18%
Cogeneración	50%	56%	58%	60%	54%	55%	57%	55%

Fuente: Análisis D&P, REE

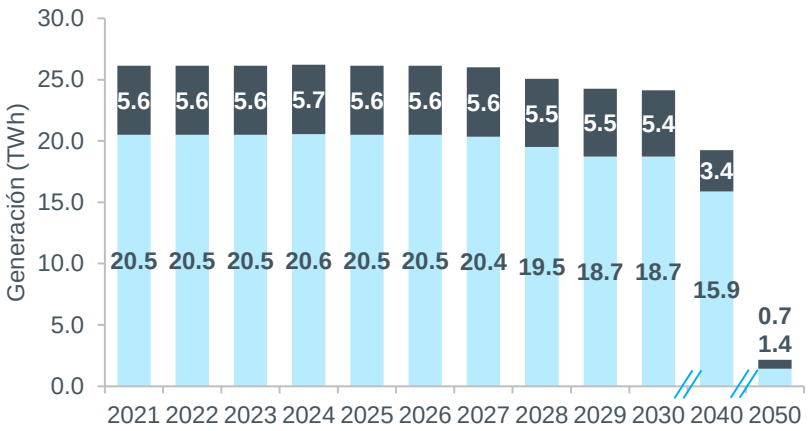
Se ha asumido un factor de carga para minihidráulicas superior a la generación de energía hidroeléctrica convencional, dada la mayor flexibilidad de esta tecnología para activarse y desactivarse en comparación con la tecnología hidroeléctrica. Hemos asumido que el factor de carga para minihidráulicas es del 30%.

Para estimar la producción de energía interanual, se aplicaron factores de carga a la capacidad instalada de cada tecnología tomando en consideración la COD de cada planta y las vidas útiles por tecnología mencionadas anteriormente.

Ingresos (cont.)

La generación de electricidad total esperada se muestra en la siguiente tabla:

Generación eléctrica de los activos de Naturgy (TWh)



Fuente: Análisis D&P

La anterior proyección de ingresos de Naturgy utilizada en nuestra valoración no contempla el potencial recorte de ingresos en las centrales eléctricas no emisoras de CO_2 (hidráulicas y nucleares) aprobada como anteproyecto de ley por el Consejo de Ministros el día 25 de mayo de 2021. Dicho recorte en los ingresos, supondría una reducción de los márgenes de las centrales hidráulicas y nucleares y consecuentemente del potencial valor de las mismas.

Costes de aprovisionamiento

Por un lado, se han estimado los costes de aprovisionamiento para la generación de energía renovable, la energía hidroeléctrica convencional y la tecnología nuclear por separado. Estas tecnologías de generación son conocidas por operar con márgenes brutos estables y generalmente altos, dado que el coste marginal de producir un MWh adicional es muy reducido.

Costes de aprovisionamiento (cont.)

Por otro lado, los precios del gas mayorista y los precios del CO_2 son los dos costes variables clave que determinan el margen bruto de las CCGTs.

MIBGAS es el mercado mayorista de precios del gas en Iberia. Los precios de MIBGAS se desplomaron durante la pandemia debido a la desaceleración de la actividad económica durante el confinamiento, aunque se han ido recuperando a lo largo del resto de 2020. El MIBGAS no es un mercado líquido en cuanto a negociación de futuros o *forwards* que pueda utilizarse como referencia para las proyecciones.

Hemos analizado otras referencias para los precios del gas mayorista que están altamente correlacionadas con el MIBGAS, como el TTF (referencia europea, Países Bajos) y el Henry Hub (referencia estadounidense, Estados Unidos). La correlación de precios entre MIBGAS y estas referencias es superior al 80% en ambos casos en los últimos tres años.

Para el escenario 1, hemos considerado como referencia la variación estimada de los futuros de TTF hasta 2023 para estimar la curva de precios mayoristas del gas para Iberia.

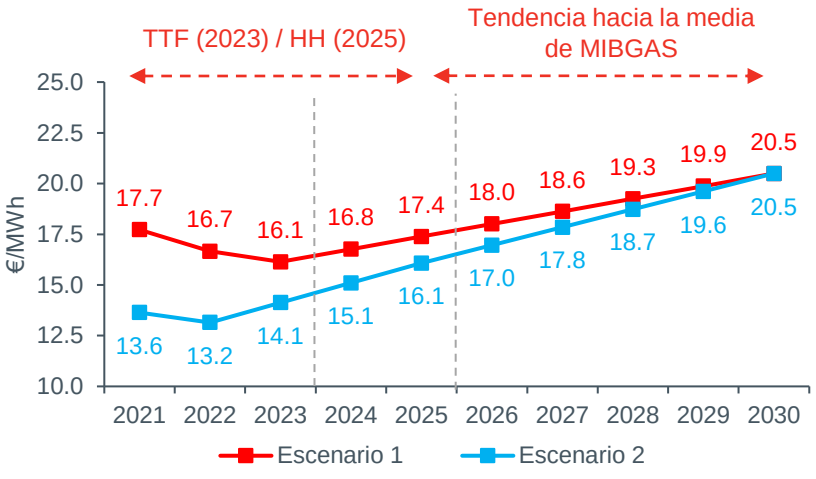
Para el escenario 2, hemos considerado como referencia la variación de las estimaciones del Henry Hub hasta 2025 proporcionadas por Naturgy en sus cuentas anuales

Adicionalmente, y para ambos escenarios, asumimos que para 2030 el MIBGAS alcanzaría su media histórica a largo plazo actualizada por la inflación estimada en €20,5/MWh y aplicamos una tendencia lineal de 2023 a 2030 en el escenario 1 y de 2025 a 2030 en el escenario 2.

En la página siguiente se presenta una comparativa entre el precio mayorista del gas considerado en el escenario 1 y en el escenario 2.

Costes de aprovisionamiento (cont.)

Estimación del precio mayorista del gas (€/MWh)



Fuente: Análisis D&P, S&P Capital IQ

Para la curva de precios del CO_2, en el escenario 1, nos hemos basado en el promedio histórico del precio del CO_2 del ETS UE para 2020 como punto de partida y asumimos un crecimiento en línea con la inflación local en adelante.

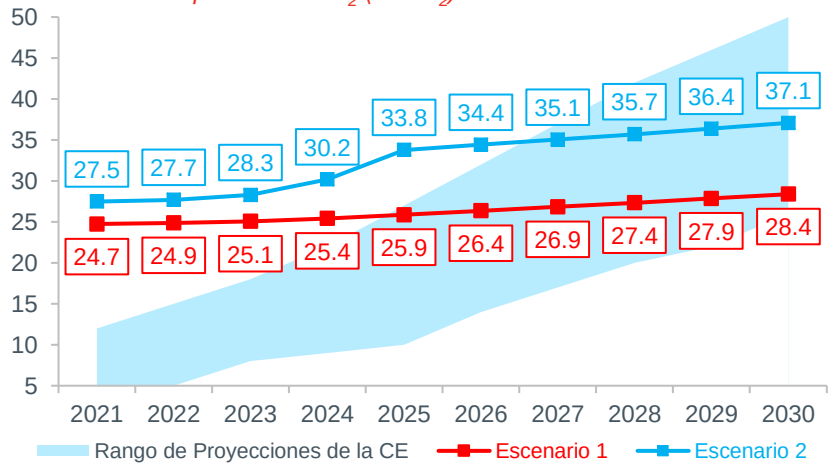
En el escenario 2, utilizamos como referencia el precio del CO_2 del ETS UE proporcionado en las cuentas anuales de Naturgy para el período 2020-2025.

Los continuos esfuerzos de la Comisión Europea ("CE") para la transición energética y la descarbonización serán un factor clave para definir la tendencia del precio del CO_2 en el futuro. La CE ha proyectado varios escenarios hasta 2030 para la evolución del precio del CO_2, que dependen de la implementación de varias iniciativas de transición energética.

Costes de aprovisionamiento (cont.)

Ambas estimaciones de la curva de precios del CO_2 están dentro del rango de estimaciones proporcionadas por la Comisión Europea para el largo plazo.

Estimación del precio del CO_2 (€/tCO_2)



Fuente: Análisis D&P , Thomson Reuters, Comisión Europea

Impuestos a la generación

Según el RD 15/2012 todos los participantes de mercado involucrados en actividades de generación eléctrica están sujetos a un impuesto de 7% sobre sus ventas.

En el escenario 1, y en línea con esfuerzos anteriores (Real Decreto 15/2018, 5 de octubre), se considera que este impuesto va a ser progresivamente abandonado. Asumimos una reducción paulatina de este impuesto hasta un nivel de 0% en 2025.

En el escenario 2 se considera el impuesto de 7% sobre ventas de generación a lo largo de toda la proyección. Esta hipótesis es consistente con un precio del pool más elevado ya que un operador entiende este impuesto como un coste adicional que se reflejaría en un precio superior ofertado en el mercado mayorista de electricidad.

Amortización y ahorro fiscal

Hemos estimado la amortización de acuerdo al último saldo de activos existentes disponible para Naturgy. Hemos distribuido la amortización entre generación convencional y renovable teniendo en cuenta la nueva estructura de reporte de la Compañía y los resultados del 1T21 publicados por la misma. Adicionalmente, hemos considerado el Capex estimado en nuestras proyecciones de amortización considerando una vida útil de 20 años.

Dado que los niveles de capacidad instalada de la tecnología convencional son superiores a los de la renovable, se asignó una mayor proporción de amortización al negocio de generación convencional, lo que resulta en pérdidas, que generan ahorros fiscales. Dado que Naturgy consolida todas las entidades españolas en el mismo grupo fiscal hemos asumido que estos ahorros fiscales serían absorbidos por otras líneas de negocio y los hemos tenido en cuenta en nuestra valoración.

Capital circulante

La inversión en capital circulante se ha basado en los cuentas anuales auditadas de Naturgy Generación S.L.U. Estimamos necesidades de capital circulante de 9,5% sobre los ingresos con la media histórica de 2018 y 2019 como referencia.

Capital circulante (% ingresos y €mm)

	2018	2019
Existencias	273,9	301,3
Cuentas por cobrar	249,8	171,7
Cuentas por pagar	(363,8)	(311,6)
Capital circulante neto	**159,9**	**161,5**
Ingresos	1.963,9	1.497,2
% Ingresos	*8,1%*	*10,8%*
Media 2018-2019	*9,5%*	

Fuente: Análisis D&P, Naturgy Generación S.L.U.

Provisiones de desmantelamiento

Hemos identificado en las cuentas anuales de 2019 de Naturgy Generación S.L.U. las provisiones estimadas para el desmantelamiento de centrales eléctricas convencionales. A continuación presentamos el cronograma estimado por Naturgy Generación S.L.U.

Provisiones de desmantelamiento (€mm)

Naturgy Generación S.L.U.	1 a 5 años	5 a 10 años	>10 años
Provisiones de desmantelamiento	141,1	119,0	88,5

Fuente: CCAA Naturgy Generación S.L.U. de 2019

Hemos agrupado las plantas de carbón en el primer periodo, ya que el desmantelamiento comenzó en 2020, y las centrales nucleares en el resto.

Aunque no estamos teniendo en cuenta una vida indefinida para las tecnologías restantes, no consideramos los costes de desmantelamiento de los activos pertenecientes a estas, ya que no hemos encontrado datos públicos relevantes. No obstante, en caso de ser considerados, disminuiría nuestra conclusión de DFC aunque con un impacto inmaterial.

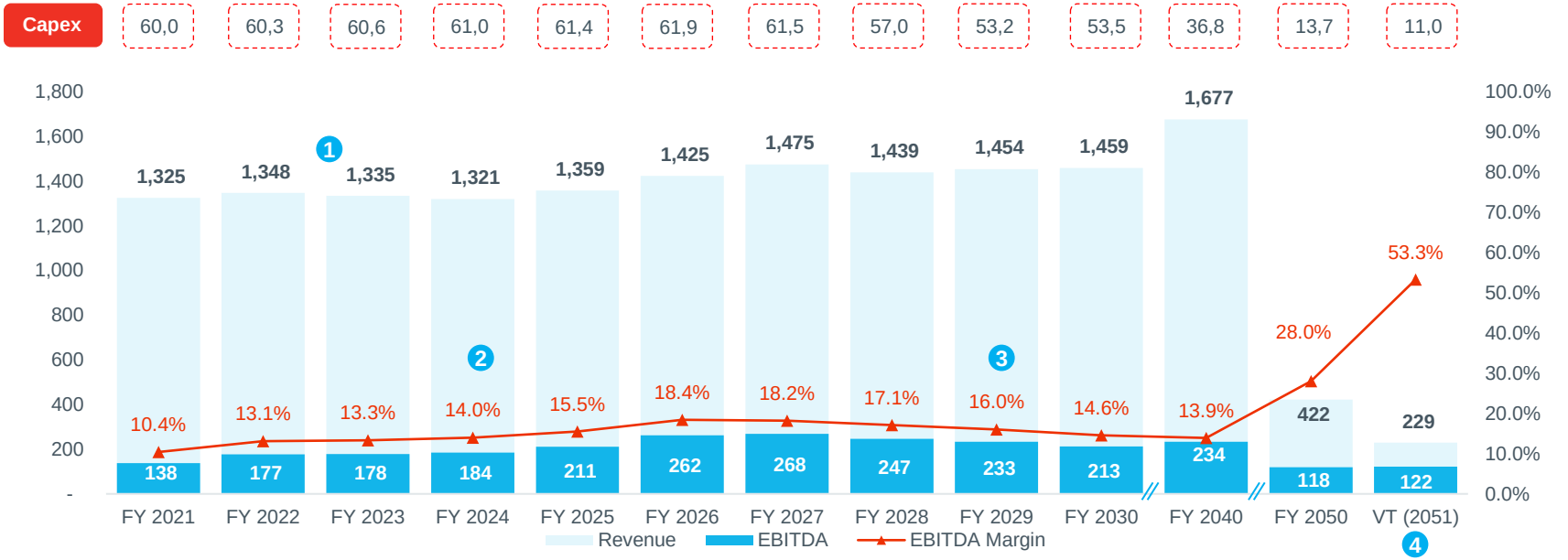
Planes de crecimiento en renovables

Si bien conocemos los objetivos de Naturgy de ser más activa en energías renovables, no consideramos el crecimiento en la capacidad instalada, ya que no hay una visión clara sobre en qué tecnología/geografía invertirá la Compañía. Además, los marcos regulatorios en el sector energético intentan proporcionar un retorno justo de la inversión de un participante del mercado, en línea con su coste de capital y, por lo tanto, se puede esperar que las inversiones futuras estén en línea con el valor actual de los flujos descontados asociados a las mismas. Finalmente, los analistas y participantes del mercado tienden a considerar un enfoque similar al evitar considerar crecimientos en capacidad instalada, dado el alto nivel de dificultad para pronosticar dichas inversiones y las hipótesis técnicas de las futuras instalaciones.

Generación Europa

Escenario 1: Proyecciones financieras – Generación convencional Europa

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), Margen EBITDA (%) y Capex (€mm)



1. Los Ingresos esperados permanecen razonablemente estables, ya que se espera que los pagos por capacidad y los servicios auxiliares compensen a las centrales hidroeléctricas y CCGTs por su disponibilidad para equilibrar la demanda.

2. El margen EBITDA se ve impactado por la disminución de los precios del *pool* esperados para 2024 y el aumento de los costes de gas y CO_2. Se espera que la recuperación de 2025 en adelante provenga de los ingresos por servicios auxiliares.

3. Margen EBITDA estable en el rango 14%-17% en el largo plazo. Las CCGTs provocan que los *spark spreads* aumenten en línea con la inflación.

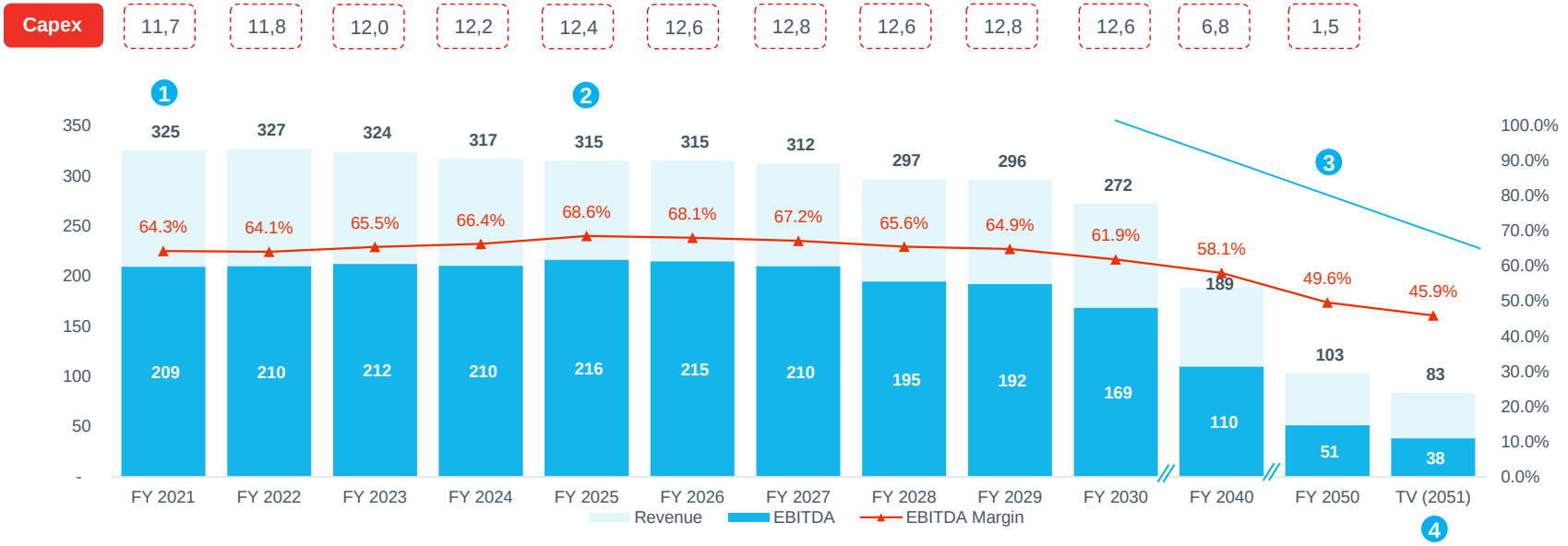
4. Las plantas nucleares y las CCGT se desmantelan progresivamente al final de su vida útil. La tecnología hidroeléctrica es considerada como la única tecnología con una vida indefinida y, por lo tanto, calculamos su valor terminal más allá del 2050. El valor terminal considera una tasa de crecimiento a largo plazo del 1,9% en línea con la inflación esperada a largo plazo para España y un margen EBITDA del 53,3%.

Para más detalle, ver *Sección 12.D.*

Generación Europa

Escenario 1: Proyecciones financieras – Generación renovable Europa

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), margen EBITDA (%) y Capex (€mm)



1 Una de las características clave de las fuentes de generación renovable son los márgenes de EBITDA estables y altos, dados los altos costes iniciales pero los reducidos costes marginales de producción y mantenimiento.

2 Se espera que el Impuesto a la Generación sea discontinuado después de 2024, de acuerdo al Real Decreto 15/2018, 5 de octubre.

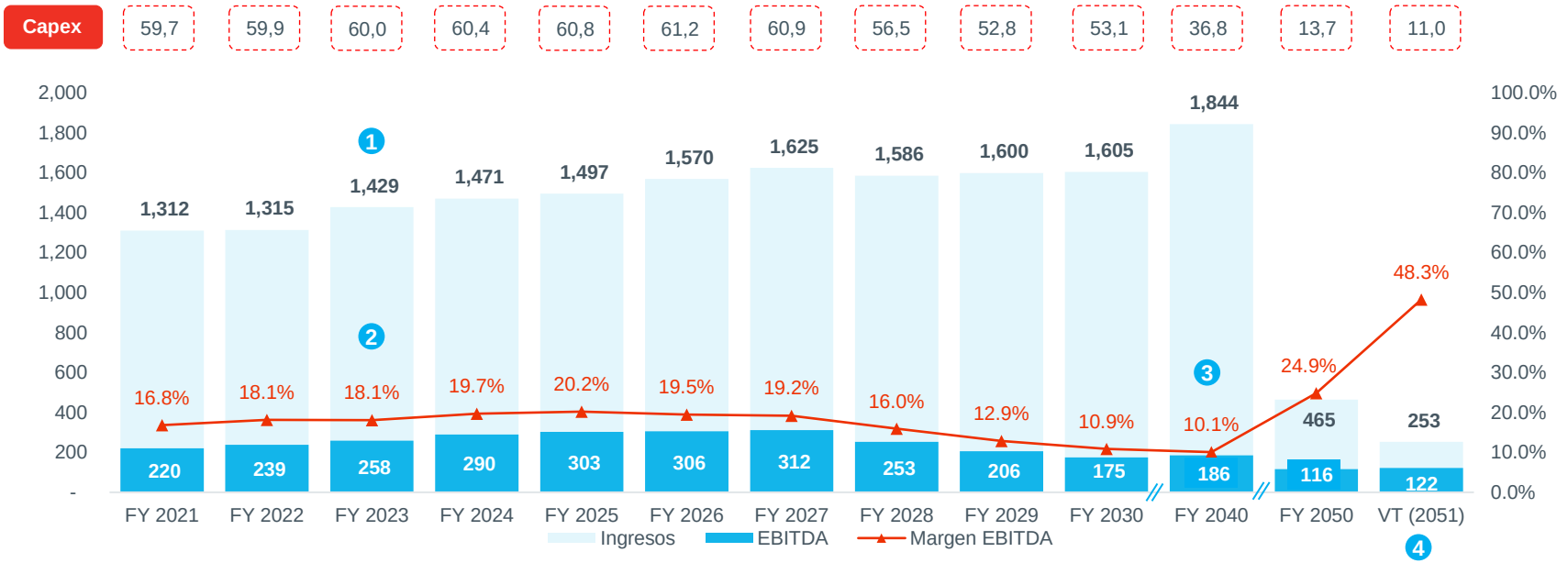
3 Se espera que el margen EBITDA disminuya a largo plazo a medida que la capacidad instalada en tecnologías con mayores márgenes llegue al final de su vida útil.

4 Las minihidráulicas son la única tecnología de generación renovable que se espera que continúe a perpetuidad dado el perfil de la inversión realizada y características de la tecnología. El valor terminal se calcula después de 2050 y considera una tasa de crecimiento a largo plazo del 1,9% en línea con la inflación esperada a largo plazo para España y un margen EBITDA del 45,9%.

Para más detalle, ver *Sección 12.D.*

Escenario 2: Proyecciones financieras – Generación convencional Europa

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), Margen EBITDA (%) y Capex (€mm)



1 Consideramos un precio del pool superior a partir de 2023 que refleja ingresos superiores al escenario 1 para el periodo proyectado.

2 El margen EBITDA sube hasta 2023 en línea con el incremento del precio del pool y baja hasta 2030 debido a un crecimiento de los costes de aprovisionamiento de gas a un ritmo más elevado hasta converger con la media de largo plazo del MIBGAS (ajustada por inflación). Se espera a lo largo del periodo proyectado que los ingresos por servicios auxiliares soporten las CCGTs.

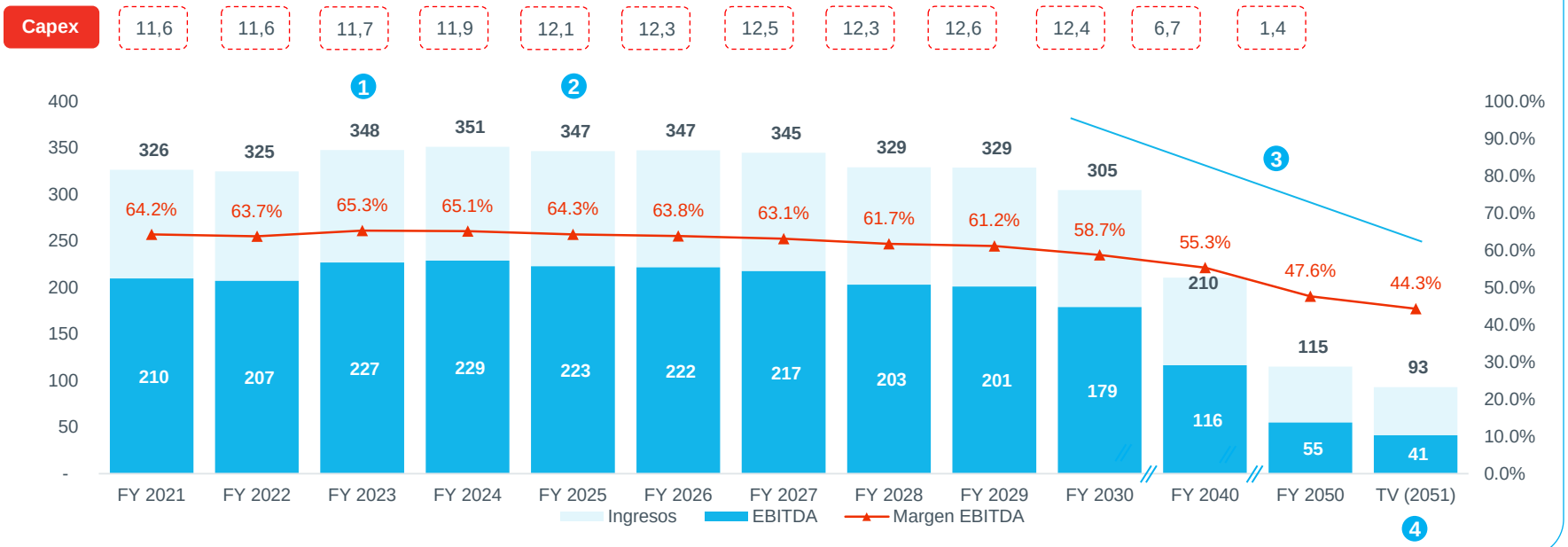
3 La consideración de los impuestos a la generación penaliza significativamente a las CCGTs que ven su rentabilidad reducida a largo plazo.

4 Las plantas nucleares y las CCGT se desmantelan progresivamente al final de su vida útil. La tecnología hidroeléctrica es considerada como la única tecnología con una vida indefinida y, por lo tanto, calculamos su valor terminal más allá del 2050. El valor terminal considera una tasa de crecimiento a largo plazo del 1,9% en línea con la inflación esperada a largo plazo para España y un margen EBITDA del 48,3%.

Para más detalle, ver *Sección 12.D.*

Escenario 2: Proyecciones financieras – Generación renovable Europa

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), margen EBITDA (%) y Capex (€mm)



1. En línea con lo comentado anteriormente, en el escenario 2 se esperan ingresos y márgenes EBITDA superiores a partir de 2023 en línea con un precio del pool superior.

2. Se proyecta un margen EBITDA razonablemente estable hasta 2030, considerando el impuesto a la generación de 7% a lo largo del período proyectado.

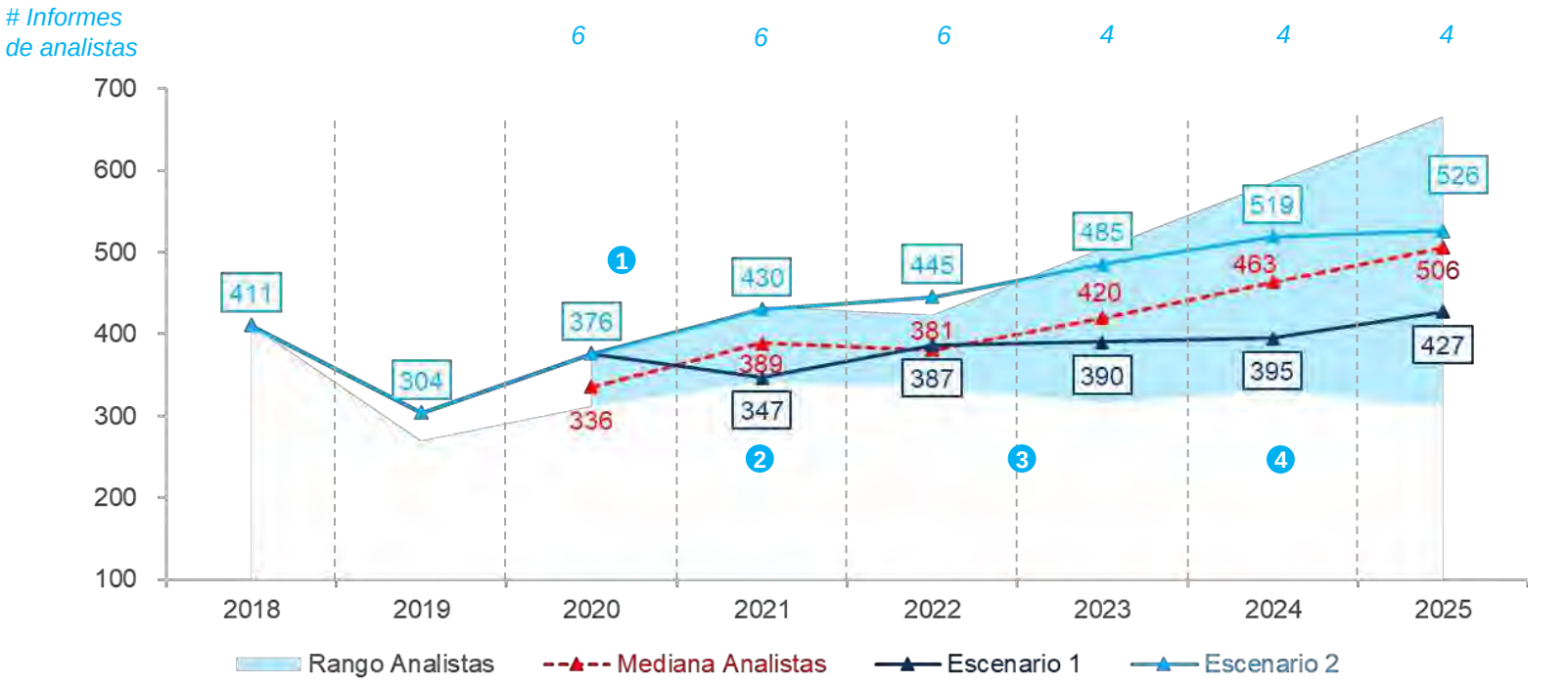
3. Se espera que el margen EBITDA disminuya a largo plazo a medida que la capacidad instalada en tecnologías con mayores márgenes llegue al final de su vida útil.

4. Las minihidráulicas son la única tecnología de generación renovable que se espera que continúe a perpetuidad dado el perfil de la inversión realizada y características de la tecnología. El valor terminal se calcula después de 2050 y considera una tasa de crecimiento a largo plazo del 1,9% en línea con la inflación esperada a largo plazo para España y un margen EBITDA del 44,3%.

   Para más detalle, ver *Sección 12.D.*

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, informes de analistas

1. Las proyecciones financieras para 2020 se basan en los datos publicados por Naturgy en las cuentas anuales consolidadas del 2020.
2. Para el escenario 1, la proyección de EBITDA para 2021 (€347mm) se sitúa en la parte baja del rango mínimo de los analistas debido a la evolución estimada del precio del pool y los precios mayoristas del gas. En el escenario 2, la proyección para 2021 se encuentra en línea con el rango alto de los analistas.
3. La proyección de EBITDA para 2022 y 2023 está alineada con la mediana de los analistas en el escenario 1 y se encuentra por encima de la parte alta del rango estimado por estos, en el escenario 2.
4. Las proyecciones para 2024 en adelante se encuentran dentro del rango de los analistas, situándose en el escenario 1 por debajo de la mediana y en el escenario 2 ligeramente por encima.

Generación Europa

Rango de valoración – Escenario 1 y Escenario 2

A continuación presentamos los resultados para el escenario 1 y 2 de la valoración del negocio de Generación Europa. Ambos escenarios consideran en su parte baja, un WACC alto de 6,50% para generación convencional y de 6,00% para generación renovable y en su parte alta un WACC bajo de 6,00% para generación convencional y de 5,75% para generación renovable.

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

		Rango de valoración				
	Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto medio	Alto	WACC bajo	WACC alto
Escenario 1	Generación convencional	1.992	2.086	2.180	*6,00%*	*6,50%*
	Generación renovable	2.059	2.089	2.118	*5,75%*	*6,00%*
	Generación Europa – Escenario 1	**4.052**	**4.175**	**4.297**		
Escenario 2	Generación convencional	2.093	2.181	2.269	*6,00%*	*6,50%*
	Generación renovable	2.149	2.180	2.210	*5,75%*	*6,00%*
	Generación Europa – Escenario 2	**4.242**	**4.361**	**4.480**		

El rango de conclusión de valor presentado en la página siguiente considera en su parte baja, el rango bajo del escenario 1 y en su parte alta el rango alto del escenario 2.

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

Generación Europa

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Generación Europa se sitúa entre €4.052mm y €4.480mm, valorando el punto medio de la línea de negocio en unos múltiplos VE/EBITDA implícitos de 14,0x (2019), 11,3x (2020) y 11,0x (2021).

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de valoración				
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto medio	Alto	WACC bajo	WACC alto
Generación convencional	1.992	2.131	2.269	*6,00%*	*6,50%*
Generación renovable	2.059	2.135	2.210	*5,75%*	*6,00%*
Generación Europa	**4.052**	**4.266**	**4.480**		

	Bajo	Punto medio	Alto
VE / EBITDA 2019	13,3x	14,0x	14,7x
VE / EBITDA 2020	10,8x	11,3x	11,9x
VE / EBITDA 2021	11,7x	11,0x	10,4x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
    - 9.C.1 Comercialización gas, electricidad y servicios
    - 9.C.2 Generación Europa
    - 9.C.3 Generación Internacional
    - 9.C.4 GNL Internacional
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Generación Internacional

Hipótesis principales

Para la valoración por DFC de Generación Internacional, hemos preparado las proyecciones financieras basándonos en información pública de la Compañía, comparables de la industria e informes de analistas, entre otros. Los flujos de caja se han proyectado en USD, dado que la tasa de descuento se determinó en esta moneda.

Vidas útiles

Para la estimación del Valor Terminal se han considerado los siguientes enfoques en función de la vida útil de las plantas.

- **Flujos finitos**: Se ha asumido que la vida útil de las plantas de CCGT, eólicas, fotovoltaicas y termoeléctricas es de 30 años desde su puesta en funcionamiento, por lo que hemos aplicado un promedio ponderado de vida útil restante (15 años) a partir de 2026 (VT) (un total de 20 años).
- **Flujos indefinidos**: Se ha asumido que las centrales hidroeléctricas son un negocio en continuidad, con concesiones a muy largo plazo, por lo que se ha considerado un VT para las mismas en 2026 como una renta perpetua creciente.

Ingresos

Los ingresos se han estimado aplicando el margen EBITDA reportado en 2019 (último año no impactado por la pandemia del Covid-19) a la mediana de EBITDA de las estimaciones de los analistas a futuro. Para el VT, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC esperado de EEUU a largo plazo (2,5%), al estar las proyecciones en USD.

Aprovisionamientos y otros gastos de explotación

Se ha considerado que los aprovisionamientos y otros gastos de explotación se mantienen constantes como porcentaje de ingresos de 2019.

EBITDA

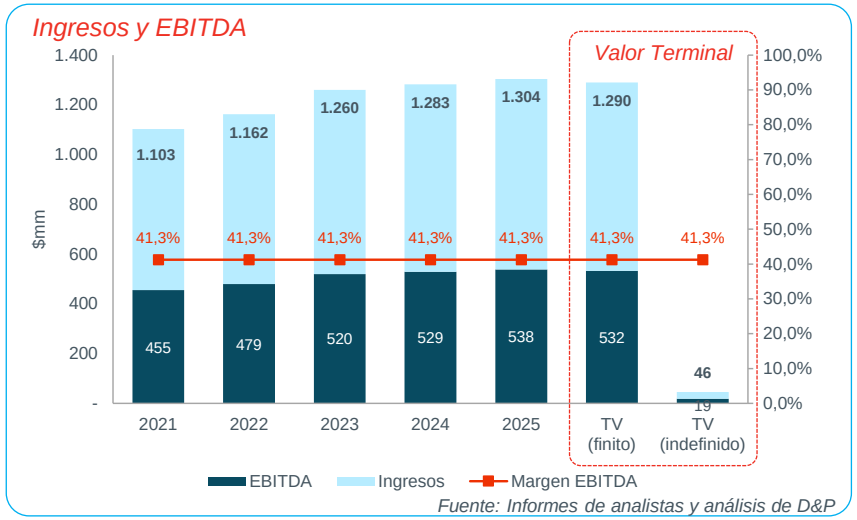
El EBITDA se ha basado en la mediana de las estimaciones de los analistas para el período 2021-2025, debido a que la Compañía vende bajo contratos de PPA para los que no hay información pública disponible.

Amortización

Se espera que permanezca constante como porcentaje por MW basado en la relación histórica del promedio amortización/MW del período 2017- 2020.

Tipo Impositivo

Se ha considerado un tipo impositivo en línea con el utilizado en el cálculo de la WACC.



Fuente: Informes de analistas y análisis de D&P

Capex

El Capex de 2021 está basado en el Capex de mantenimiento estimado en el plan estratégico de la Compañía para esta línea de negocio. A partir de 2021 aumenta de acuerdo al IPC previsto de Estados Unidos. Consideramos el Capex del plan estratégico ya que entendemos que la estructura de la línea de negocio no ha cambiado significativamente a Fecha de Valoración y a fecha de este Informe y por lo tanto esta hipótesis es válida.

Capital circulante

El capital circulante se proyecta como porcentaje de los ingresos de acuerdo al ratio de capital circulante histórico sobre ingresos del grupo de compañías comparables.

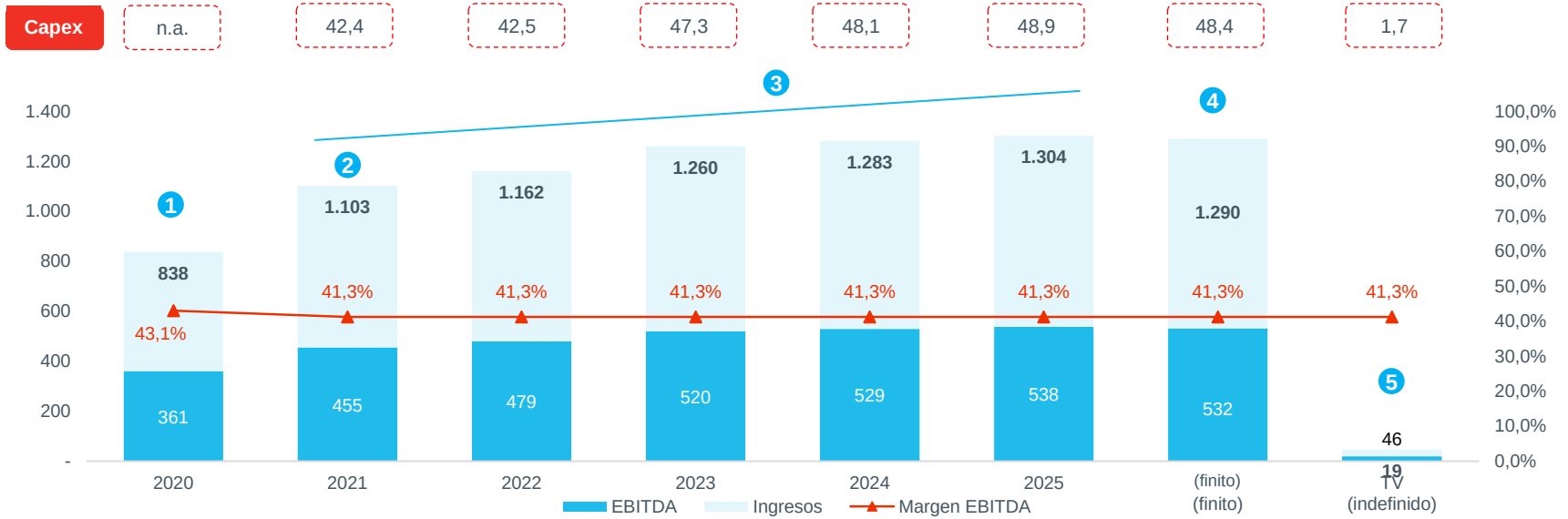
Valor Terminal

El VT (finito) considera las plantas de CCGT, eólicas, fotovoltaicas y centrales termoeléctricas. Se ha estimado una vida útil remanente de 15 años a partir de 2026 (total de 20 años a Fecha de Valoración), de acuerdo a la vida útil restante ponderada por los MW de cada planta.

El VT (indefinido) considera una renta perpetua para las centrales hidroeléctricas, negocio con concesiones a muy largo plazo, por lo que hemos calculado un valor terminal para ellas en 2026. La tasa de crecimiento está en línea con el IPC esperado de EEUU a largo plazo (2,5%) ya que las proyecciones están en USD.

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos ($mm), EBITDA ($mm), Margen EBITDA (%) y Capex ($mm)



1. Ingresos y EBITDA de 2020 reportados por la Compañía para la línea de negocio.
2. El DFC asume que en 2021 los ingresos aumentarán en consonancia con el EBITDA proyectado por los analistas de acuerdo al margen EBITDA de 2019 (último año no impactado por la pandemia del Covid-19). El incremento de ingresos considera el inicio de la actividad de dos plantas en Chile y el año completo de una planta en Australia que comenzó a operar en julio de 2020.
3. Para el período 2021-2025, el EBITDA se basa en la mediana del EBITDA proyectado por los analistas. Se ha asumido un margen EBITDA constante para la estimación de los ingresos.
4. Nivel de ingresos y EBITDA relativo a las plantas de ciclo combinado, eólicas, fotovoltaicas y centrales termoeléctricas con vida finita para el cálculo del VT (finito) tal y como se ha mencionado anteriormente.
5. Nivel de ingresos y EBITDA relativo a las centrales hidroeléctricas, negocio en continuidad con vida infinita, para el cálculo del VT (indefinido) tal y como se ha mencionado anteriormente.

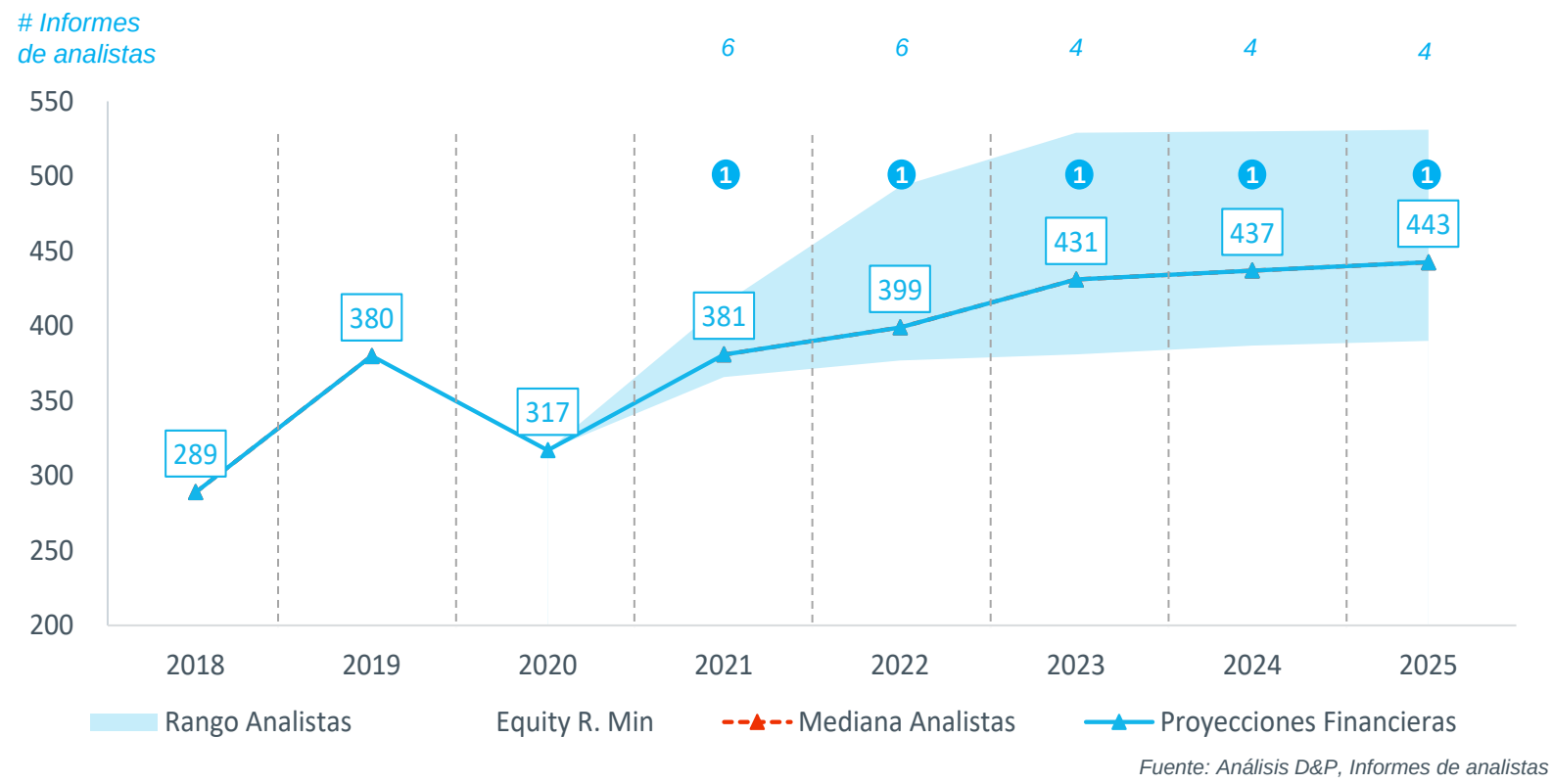
Para más detalle, consulte la *Sección 12.D*.

Generación Internacional

Comparativa de EBITDAs

- La tabla a continuación muestra los EBITDAs de la página anterior convertidos a euros utilizando para ello el tipo de cambio estimado a futuro por IHS publicado a 15 de abril de 2021.

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, Informes de analistas

Nuestras proyecciones se basan en moneda local convertida a euros utilizando una proyección de tipo de cambio, lo cual puede crear diferencias respecto a los informes de analistas.

1 La proyección del EBITDA a partir de 2021 está en línea con la mediana de las estimaciones de los informes de analistas.

Generación Internacional

Rango de Valoración

La conclusión del rango de valor para la línea de negocio Generación Internacional se sitúa entre €3.497mm y €3.719mm, valorando la línea de negocio en el punto medio a un múltiplo de VE/EBITDA implícito de 10,2x, 12,1x y 9,6x utilizando el EBITDA de 2019, 2020 y 2021, respectivamente. Asumiendo una deuda financiera neta de €1.300mm, el valor del *equity* ascendería a €2.300mm, resultando en una prima de c. 30% sobre el precio de la adquisición de la participación del 25% realizada por Wren House en 2015 de dicho negocio.

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de Valoración					
Conclusión Valor de la Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC Bajo	WACC Alto	Crecimiento VT
Generación Internacional ($mm)	4.216	4.350	4.484	*7,50%*	*8,25%*	*2,5%*
Generación Internacional (€mm) (1)	**3.497**	**3.608**	**3.719**			

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	9,9x	10,2x	10,5x
VE / EBITDA 2020	11,7x	12,1x	12,4x
VE / EBITDA 2021	9,3x	9,6x	9,9x

(1) De acuerdo a un tipo de cambio EUR/USD de 1,21, a 6 de mayo de 2021.

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
    - 9.C.1 Comercialización gas, electricidad y servicios
    - 9.C.2 Generación Europa
    - 9.C.3 Generación Internacional
    - 9.C.4 GNL Internacional
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Hipótesis principales

Para la línea de negocio de GNL Internacional, hemos construido las proyecciones financieras, utilizando como base la información pública disponible de la Compañía, participantes de mercado en la industria, informes de analistas y otros. Teniendo en cuenta que se trata de un modelo de negocio basado en márgenes, hemos considerado apropiado estimar los flujos de caja para el análisis del DFC a partir del EBITDA.

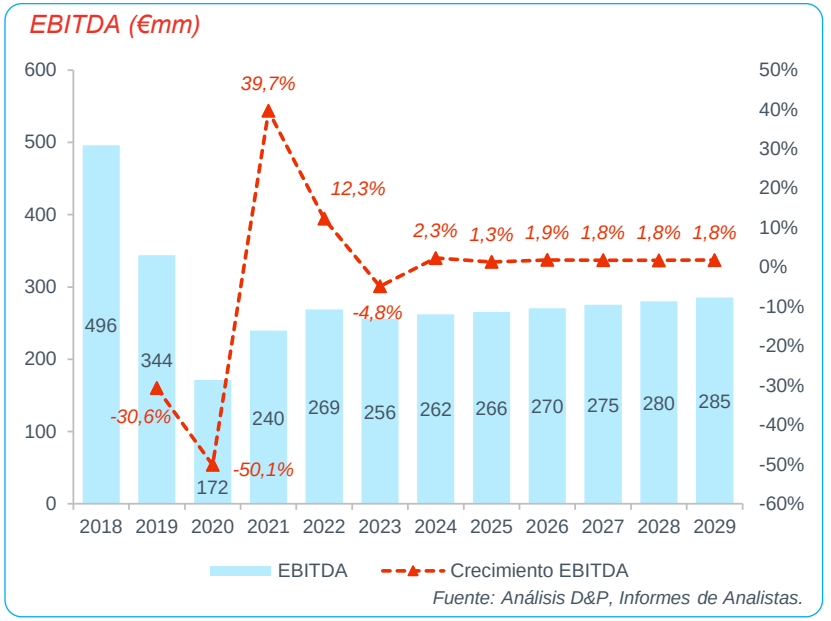
Proyecciones de EBITDA

El EBITDA proyectado se basa en la mediana de las proyecciones de los informes de analistas hasta el año 2025. De 2026 en adelante, hemos asumido un crecimiento de EBITDA en línea con el IPC español previsto por IHS.

Como se ilustra en el gráfico de la derecha, el EBITDA disminuyó del año 2018 al año 2019. A partir de 2020, el EBITDA se proyecta en línea con las previsiones de los analistas, donde se prevé una fuerte recuperación del EBITDA en los primeros años con un crecimiento del 39,7% en el año 2021 y del 12,3% en el año 2022. Posteriormente el EBITDA se contrae en el año 2023 un -4,8%. A partir del año 2024 se prevé un crecimiento lineal hacia el valor terminal.

Amortización

Se ha estimado de acuerdo a la amortización de 2020 atribuible a los buques de GNL, ya que representa la mayor parte de la amortización en esta línea de negocio. Utilizando como base el 2020, hemos proyectado la amortización hasta el 2029 de acuerdo a la amortización anual de los buques (asegurando que la amortización cumulativa total al final del periodo sea el valor neto contable de los buques en 2020). El VT se ha estimado inflactando el último año de amortización en línea con la media del IPC español previsto a largo plazo según IHS.



Fuente: Análisis D&P, Informes de Analistas.

Capex

Hemos proyectado el Capex de acuerdo a las estimaciones de los analistas hasta el año 2025. De ahí en adelante y hasta el valor terminal, el Capex crece en línea con el IPC español previsto a largo plazo según IHS.

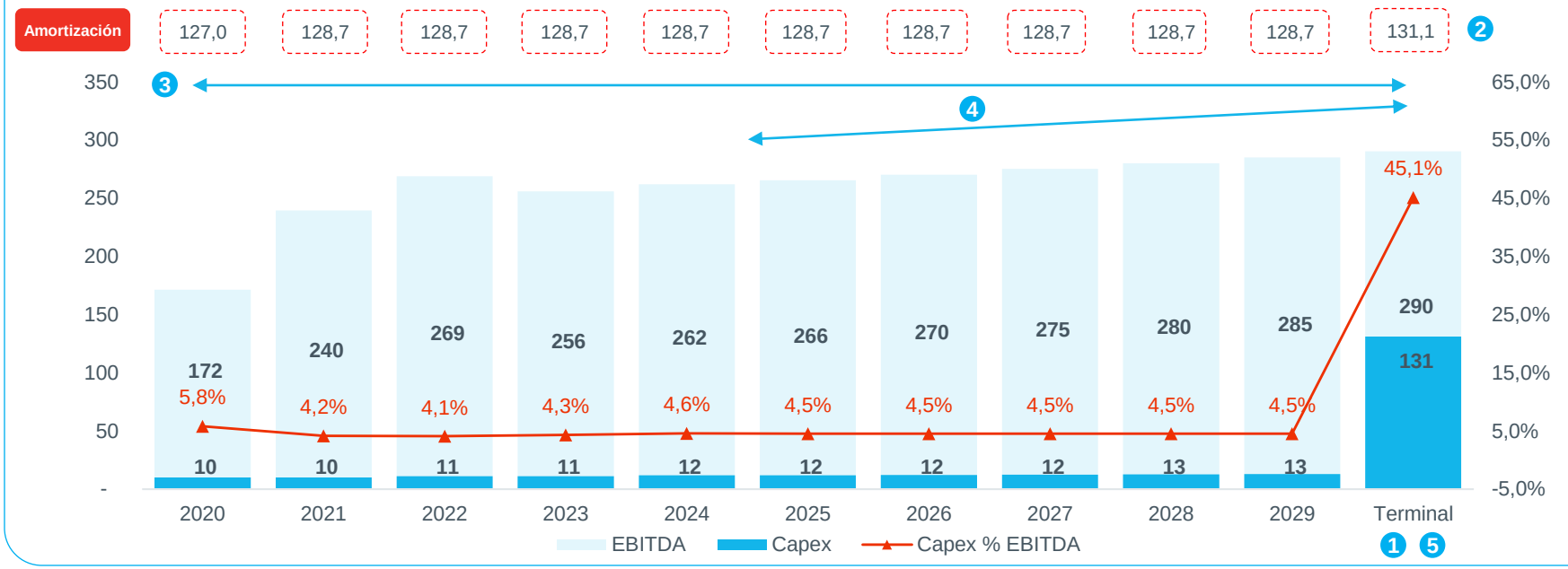
Para el Capex del año terminal, hemos asumido un ajuste para tener en cuenta la salida de caja relacionada con nuevos contratos de arrendamiento dado que la deuda relacionada con la NIIF 16 se refiere únicamente a los alquileres actuales. Por eso se considera que una vez expiren estos contratos la salida de caja futura debe tenerse en cuenta.

Capital circulante

Para las proyecciones del capital circulante, nos hemos basado en los datos históricos del capital circulante de las compañías comparables sobre el EBITDA. El ratio capital circulante / EBITDA se ha mantenido constante durante todo el período proyectado.

Resumen de proyecciones financieras

EBITDA (€mm), Amortización (€mm) y Capex (€mm)

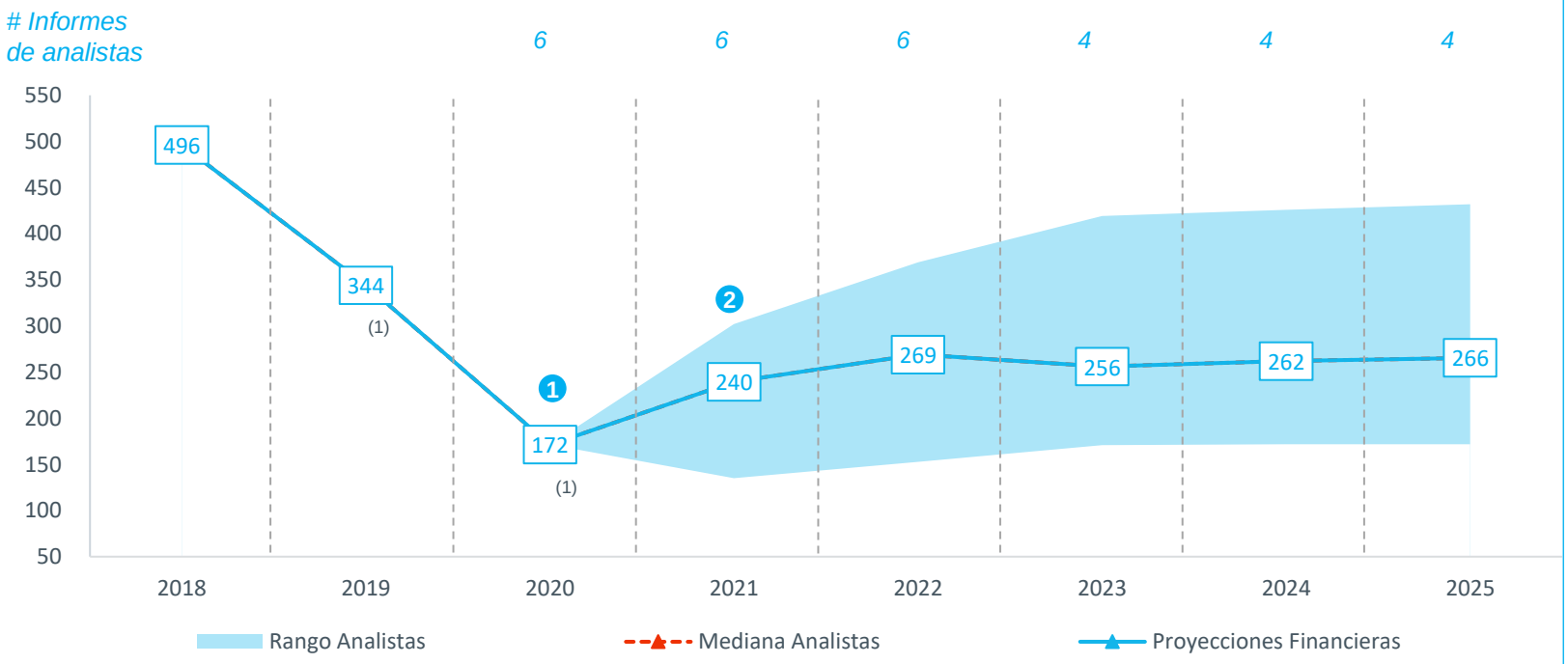


1. El valor terminal del EBITDA asume un crecimiento perpetuo en línea con el IPC español medio esperado a largo plazo según IHS. Para obtener más información, consulte la *Sección 12.D*.
2. Amortización en línea con el gasto de amortización esperado de los buques de GNL.
3. Durante el periodo proyectado asumimos el tipo impositivo de España (25,0%).
4. A partir de 2025, el EBITDAy el Capex crecen en línea con el IPC esperado en España según IHS.
5. Para el Capex del año terminal, hemos asumido un ajuste para tener en cuenta que la deuda relacionada con la NIIF 16 asociada a los contratos de arrendamiento de los buques de GNL solo refleja los contratos actuales y se considera a través de una salida de caja, que equivale al gasto de amortización del valor terminal. Al aplicar la NIIF 16, la renovación de un acuerdo de arrendamiento da lugar a un Capex por el aumento correspondiente del activo de derecho de uso (vinculado a futuros pagos de arrendamiento) que se amortizará a lo largo de la vida del activo. El asumir que el Capex es igual a la amortización en el año terminal es una aproximación que implica la renovación anual de los contratos de arrendamiento de los buques. A 31 de diciembre de 2020, la Compañía tenía 12 buques cisterna de GNL (8 buques con contratos de arrendamiento a largo plazo y 4 buques con contratos de arrendamiento a medio plazo) con una duración media de los contratos estimada en aproximadamente 10 años.

   Consulte la *Sección 12.D.* para obtener más detalles.

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, Informes de Analistas.

1. El EBITDA de 2020 está en línea con la mediana de las estimaciones de los analistas.

2. Las proyecciones de 2021 en adelante están en línea con la mediana de los analistas.

(1) EBITDAs no actualizados con la nueva estructura de reporte, ya que las proyecciones de analistas son previas al cambio de estructura.

GNL Internacional

Rango de Valoración

El rango de valoración concluido para GNL Internacional se encuentra entre €2.349mm y €2.671mm lo que implica un múltiplo implícito VE/EBITDA para el punto medio de 7,3x (2019), 14,6x (2020) y 10,5x (2021).

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de Valoración					
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC Bajo	WACC Alto	Crecimiento VT
GNL Internacional	**2.349**	**2.510**	**2.671**	*7,25%*	*8,25%*	*1,9%*

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	6,8x	7,3x	7,8x
VE / EBITDA 2020	13,7x	14,6x	15,6x
VE / EBITDA 2021	9,8x	10,5x	11,2x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
    - 9.C.5 Redes gas España
    - 9.C.6 Redes electricidad España
    - 9.C.7 EMPL
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Redes gas España

Hipótesis principales

Para la valoración por DFC de la línea de negocio de Redes gas España, hemos elaborado las proyecciones financieras a partir del marco regulatorio comentado anteriormente en la *Sección 3.B.2*. Naturgy realiza sus actividades de distribución de gas a través de un grupo de subsidiarias que tienen presencia en casi todas las comunidades autónomas.

Hemos basado nuestras proyecciones financieras en información pública disponible proporcionada por la Compañía, CNMC, participantes de mercado, informes de analistas y otros.

Ingresos

Como se indica en el apartado del marco regulatorio, la retribución por distribución de gas se calcula de la siguiente forma:

$$RD_a^e = RDE_{2020}^e + RDM_a^e + RTD_a^e + IM_a^e$$

(1) (2) (3) (4)

1. Retribución base ("RDE"): Calculada a partir de la retribución de distribución para el mercado existente a 31 de diciembre de 2020. Atendiendo a la regulación, el RDE permanece fijo durante cada período regulatorio.

2. Retribución por desarrollo de mercado ("RDM"): Retribución por actividad de distribución en servicio a partir del 1 de enero de 2021 y se estima de acuerdo a dos parámetros:
   - Retribución por variación en puntos de suministro, para la cual asumimos una tasa de crecimiento a largo plazo de 0,5%, en línea con los resultados históricos.
   - Retribución por variación en demanda, la cual ha experimentado una disminución reciente debido al Covid-19. Asumimos una vuelta a la tasa de crecimiento a largo plazo del 1% en 2021.

Ingresos (cont.)

3. Retribución transitoria de distribución ("RTD"): El ajuste AAD (ajuste retributivo de la actividad de distribución) se aplica gradualmente reconociendo una retribución transitoria que disminuye de forma gradual durante el período regulatorio 2021-2026. La asignación de RTD permite retribuir el 75% del AAD en el año de curso, tras aplicar los siguientes porcentajes para el coeficiente anual:

Desglose de la asignación de RTD (%)

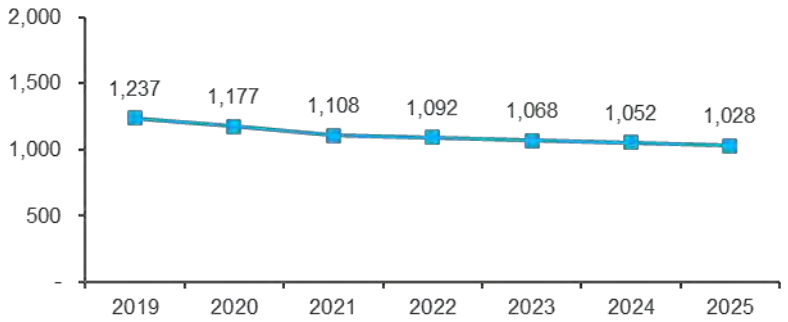
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Coeficiente anual	85%	70%	50%	35%	15%	-

Fuente: CNMC

Nota: Ver Sección 3.B.2 en este informe para mayor detalle.

4. Los incentivos ("IM") están diseñados para cubrir las fugas de gas a partir de la diferencia entre fugas reconocidas y reales. El escenario proyectado asume que no hay diferencias entre los resultados pronosticados y los reales.

Ingresos regulados (€mm)



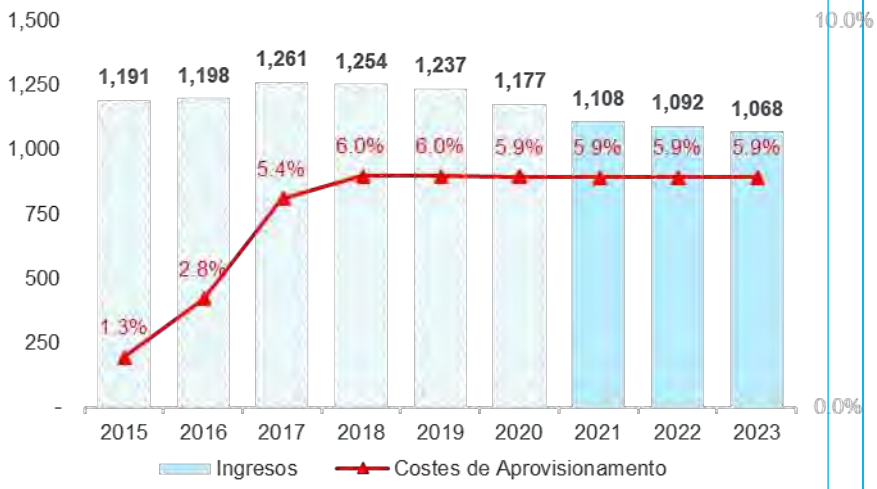
Fuente: Análisis D&P

- Los ingresos estimados bajan fundamentalmente por el ajuste de RTD mencionado en el punto 3 arriba.

Costes de aprovisionamiento

Nos basamos en la proporción histórica de los costes de aprovisionamiento como porcentaje de los ingresos regulados.

Ingresos totales y costes de aprovisionamiento



Fuente: Análisis D&P

Basándonos en la proporción histórica, hemos estimado un coste de aprovisionamiento del 6% sobre ingresos durante el período proyectado.

Amortización

En nuestra estimativa de amortización, hemos considerado la amortización de los activos existentes y del Capex estimado. La amortización relativa a los activos existentes se ha determinado utilizando datos históricos y un factor de depreciación del 97%. Dicho de otra manera, el gasto de amortización asociado a los activos existentes para un año determinado, se calculó como el 97% del gasto de amortización del año anterior de los activos existentes.

Para la amortización del Capex estimado, se calculó una amortización lineal asumiendo una vida útil de 40 años.

Capex

El Capex se ha estimado tomando en consideración la necesidad de mantenimiento de la red y el crecimiento futuro requerido en relación al incremento de los puntos de suministro.

El Capex de mantenimiento para Naturgy se calculó utilizando una métrica de € por punto de suministro a partir de datos históricos de 2018 a 2020. Hemos estimado una necesidad futura de €9,1 por punto de suministro durante todo el período proyectado, en línea con el histórico.

Hemos estimado el Capex de expansión utilizando el ratio de € por nuevo punto de suministro a partir de datos históricos de 2018, considerado el 2019 como *outlier*. Hemos estimado una necesidad futura de c. €6.100 por punto de suministro nuevo durante todo el período proyectado, en línea con el histórico.

Capital circulante

Las necesidades de capital circulante se proyectaron utilizando las 11 empresas operativas agregadas dentro del negocio de distribución de gas en España, seleccionando la media histórica de la proporción del capital circulante sobre ingresos de los 3 años anteriores.

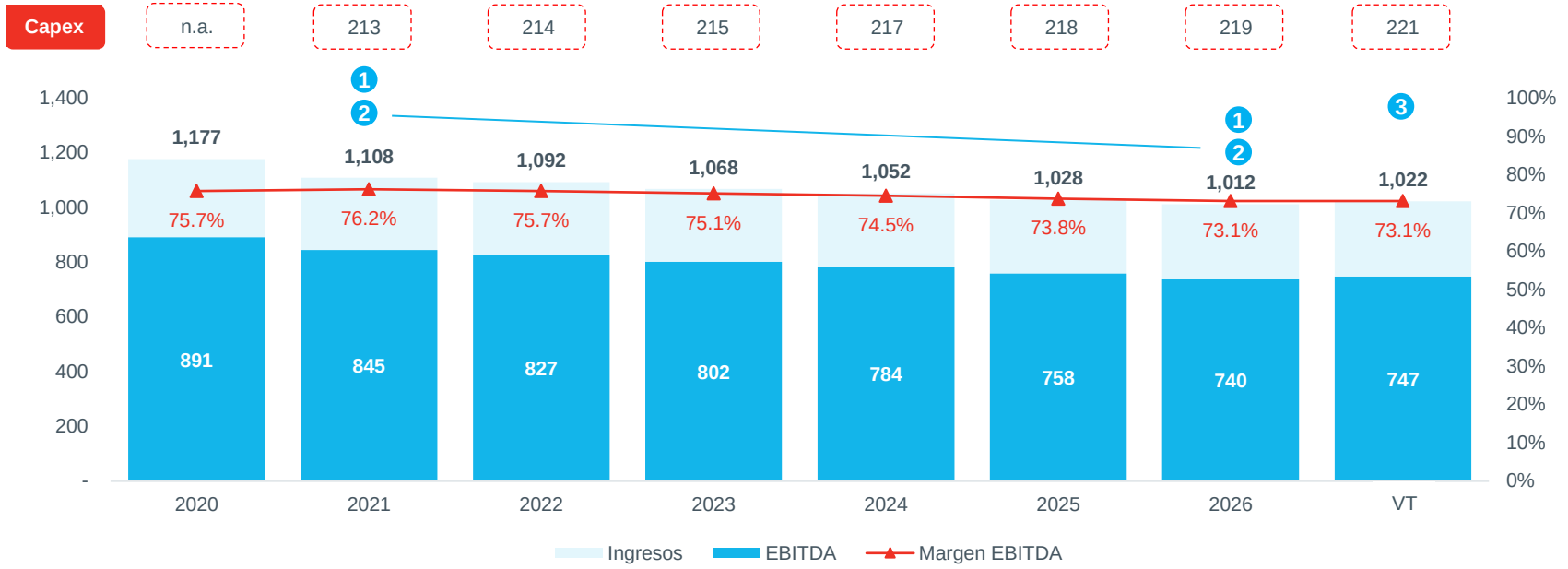
Valor terminal

El valor terminal se calculó utilizando el modelo de Gordon-Shapiro (“GGM”), asumiendo una vida indefinida.

Hemos estimado el valor terminal considerando un tasa de crecimiento a largo plazo del 1,0%. Esto es consistente con la tasa histórica de crecimiento de los ingresos (excluyendo el impacto del componente RTD) durante el período proyectado y el punto medio de la tasa de crecimiento utilizada por Naturgy en su test de deterioro.

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), Margen EBITDA (%) y Capex (€mm)

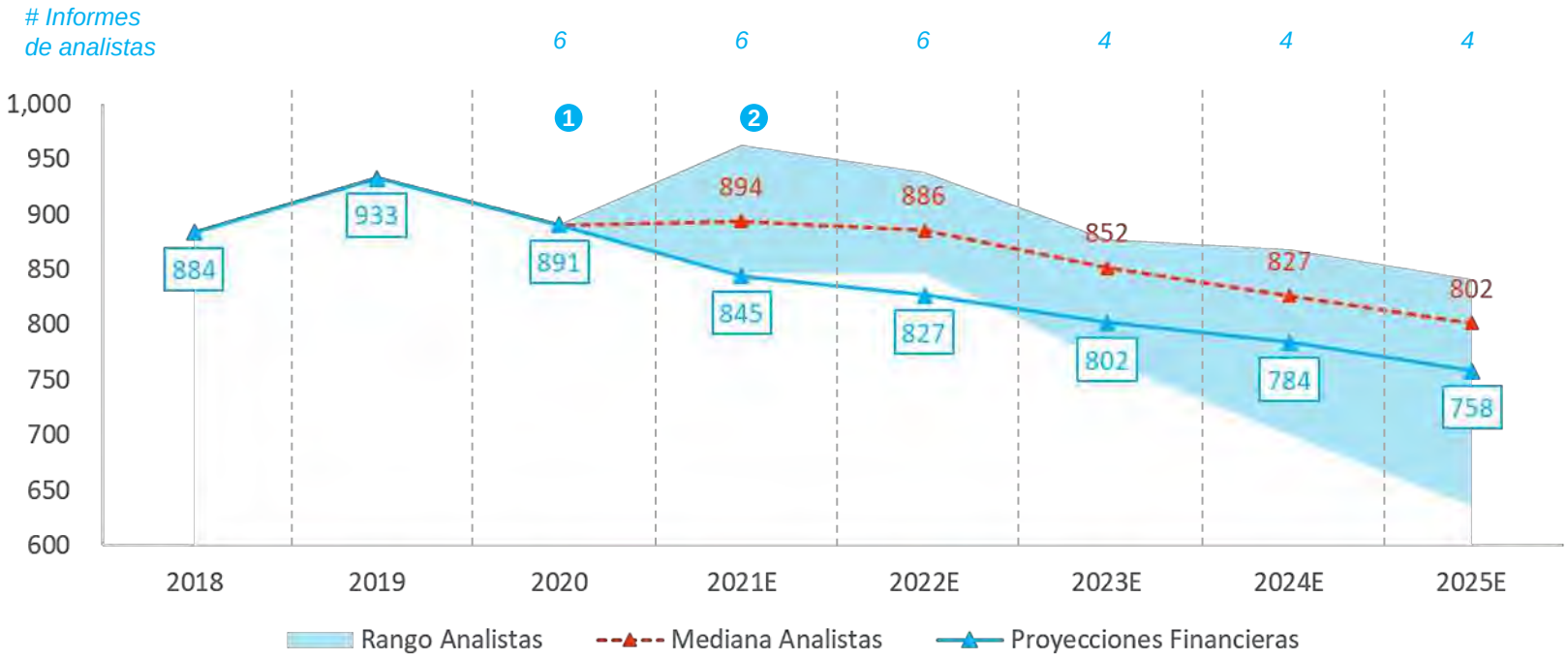


1. Se espera que los ingresos estimados disminuirán durante el próximo período regulatorio a medida que la retribución de transición (RTD) se elimine gradualmente entre 2021 y 2026. Para obtener más información, consulte el punto tres del apartado "Ingresos" al comienzo de esta sección.
2. Hemos asumido un coste de aprovisionamiento estable como proporción de los ingresos durante el período proyectado. Como asumimos que los demás gastos operativos están indexados a la inflación local en lugar de asumir un margen estable sobre ingresos, la caída de los ingresos hace que el margen EBITDA disminuya durante el período proyectado.
3. Con respecto al crecimiento en el año terminal, nos hemos apoyado en una tasa de crecimiento a largo plazo del 1,0%, en línea con la tasa histórica de crecimiento de ingresos, y hemos asumido el margen EBITDA proyectado para 2026.

Para más detalle, ver *Sección 12.D*.

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, Informes de analistas

1. El EBITDA para 2020 se basa en los resultados de las cuentas anuales de 2020, los cuales están en línea con las estimaciones de los analistas.

2. La proyección de EBITDA para el periodo 2021-2025 queda ligeramente por debajo de la mediana de los analistas debido al crecimiento estimado de los puntos de suministro y del volumen distribuido.

   Observamos que bajo el nuevo marco regulatorio, la CNMC estima una disminución del 15% en la retribución regulada. No tenemos la certeza de que este hecho esté plenamente reflejado en los informes de todos los analistas a la hora de construir sus proyecciones.

Redes gas España

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Redes gas España se sitúa entre €8.029mm y €8.858mm. El múltiplo para el punto medio de 2019 es 9,0x y los múltiplos de 2020 y 2021 son 9,5x y 10,0x, respectivamente.

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de valoración					
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC bajo	WACC alto	Crecimiento VT
Redes gas España	**8.029**	**8.443**	**8.858**	*5,50%*	*6,00%*	*1,0%*

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	8,6x	9,0x	9,5x
VE / EBITDA 2020	9,0x	9,5x	9,9x
VE / EBITDA 2021	9,5x	10,0x	10,5x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
    - 9.C.5 Redes gas España
    - 9.C.6 Redes electricidad España
    - 9.C.7 EMPL
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Redes electricidad España

Hipótesis principales

Para la valoración por DFC de la línea de negocio de Redes electricidad España, hemos elaborado las proyecciones financieras a partir del marco regulatorio comentado anteriormente en la *Sección 3.B.2*. La distribución de electricidad se basa en un modelo retributivo sobre la Base de Activos Regulados ("RAB" por sus siglas en inglés).

Para el propósito del análisis, consideramos los ingresos atribuibles a los activos existentes, así como los ingresos asociados al Capex futuro.

Hemos basado nuestras proyecciones financieras en información pública disponible proporcionada por Naturgy, reguladores, participantes de mercado, informe de analistas y otros.

Ingresos

Como se indica en el apartado del marco regulatorio, la remuneración de la distribución eléctrica se calcula con la siguiente forma (fórmula simplificada):

$$Remuneración = \underset{1}{RAB} + \underset{2}{A} + \underset{3}{O\&M} + \underset{4}{Otros}$$

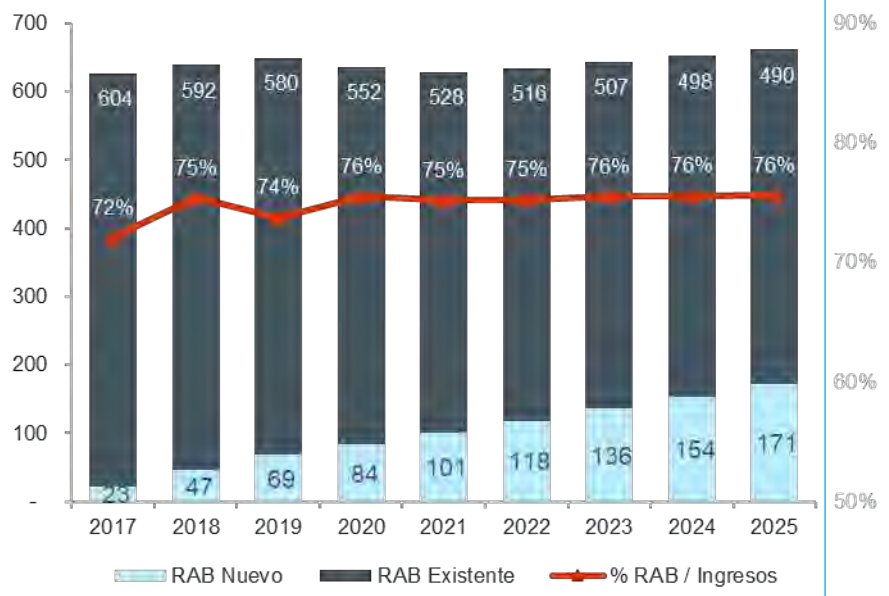
1. Remuneración financiera ("RAB"): basada en una rentabilidad del 5,6% sobre RAB.
2. Amortización ("A"): Calculada por el método de lineal, asumiendo aproximadamente 40 años de vida útil para los activos existentes y para el Capex futuro.
3. Operación y mantenimiento ("O&M"): Modelo de costes estándar indexado a un índice de capitalización para tomar en consideración el IPC.
4. Otras actividades reguladas e incentivos ("Otros"): Se ha indexado al IPC, con un retraso de dos años. Las "otras actividades reguladas" representan un 20-25% de los ingresos totales. Por otro lado, si bien los "otros incentivos" se consideraron dentro del análisis, finalmente se determinó que eran inmateriales dada su contribución a los ingresos totales.

Ingresos (cont.)

Como se puede ver en el gráfico a continuación, hemos estimado los ingresos regulados hasta 2025, final del período regulatorio actual.

La proporción de ingresos atribuibles al RAB se mantiene estable durante el período proyectado y representa aproximadamente un 76% de los ingresos totales dentro de la línea de negocio de Redes electricidad España.

Ingresos regulados (€mm) y RAB / Ingresos totales (%)

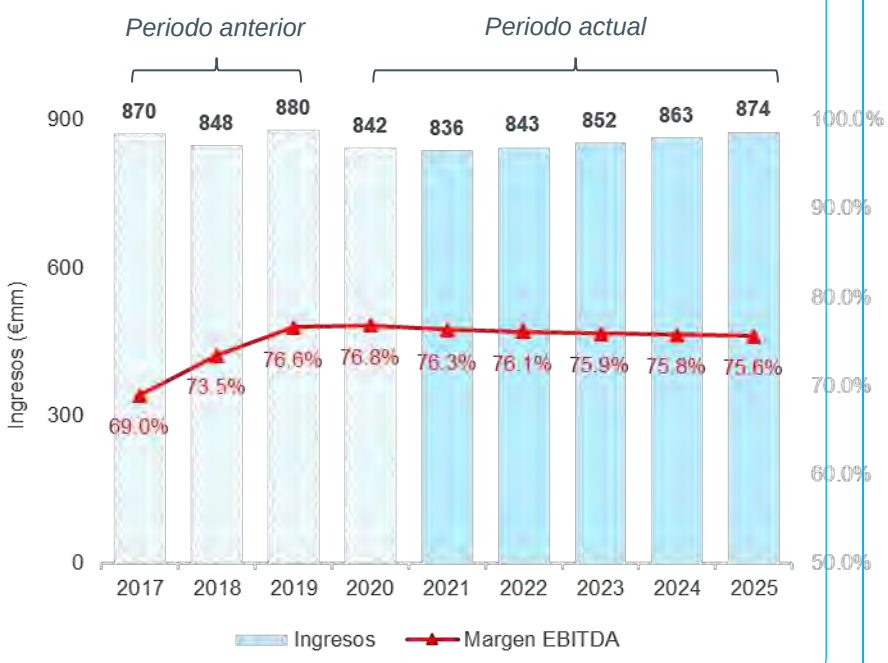


Gastos operativos / margen EBITDA

Nos basamos en la proporción histórica de los gastos operativos sobre ingresos. El análisis histórico se divide en dos períodos: período regulatorio anterior y período regulatorio actual. Si bien la tasa de remuneración estuvo sujeta a cambios entre períodos regulatorios, suponemos que los gastos operativos se mantendrán relativamente constantes.

Partiendo de este supuesto, hemos estimado un margen EBITDA relativamente estable (76%), que está en línea con el final del período regulatorio anterior y los resultados estimados para 2020.

Ingresos totales (€mm) y margen EBITDA (%)



Fuente: Análisis D&P

Amortización

Como se indicó anteriormente, el gasto de amortización refleja tanto la amortización del activo existente, como la del Capex futuro. El cálculo de ambas se basó en la aplicación del método lineal, asumiendo una vida útil de aproximadamente 40 años.

Capex

El Capex se ha estimado tomando en consideración el rendimiento implícito de los activos, además del Capex requerido para cumplir con los volúmenes proyectados.

Históricamente, Naturgy presentaba un porcentaje de NOPAT/RAB implícito que oscilaba entre el 6,5% (2017) y el 7,0% (2020). Asumimos el Capex como porcentaje de los ingresos regulados, empezando en 29,4% (basado en 2020 y en línea con los datos históricos). Posteriormente aplicamos un aumento del 0,5% cada año para concluir con un retorno de los activos para el año terminal igual al de 2020.

Capital circulante

Las necesidades de capital circulante se basaron en el ratio de capital circulante sobre ingresos promedio histórico de los últimos 3 años.

Valor terminal

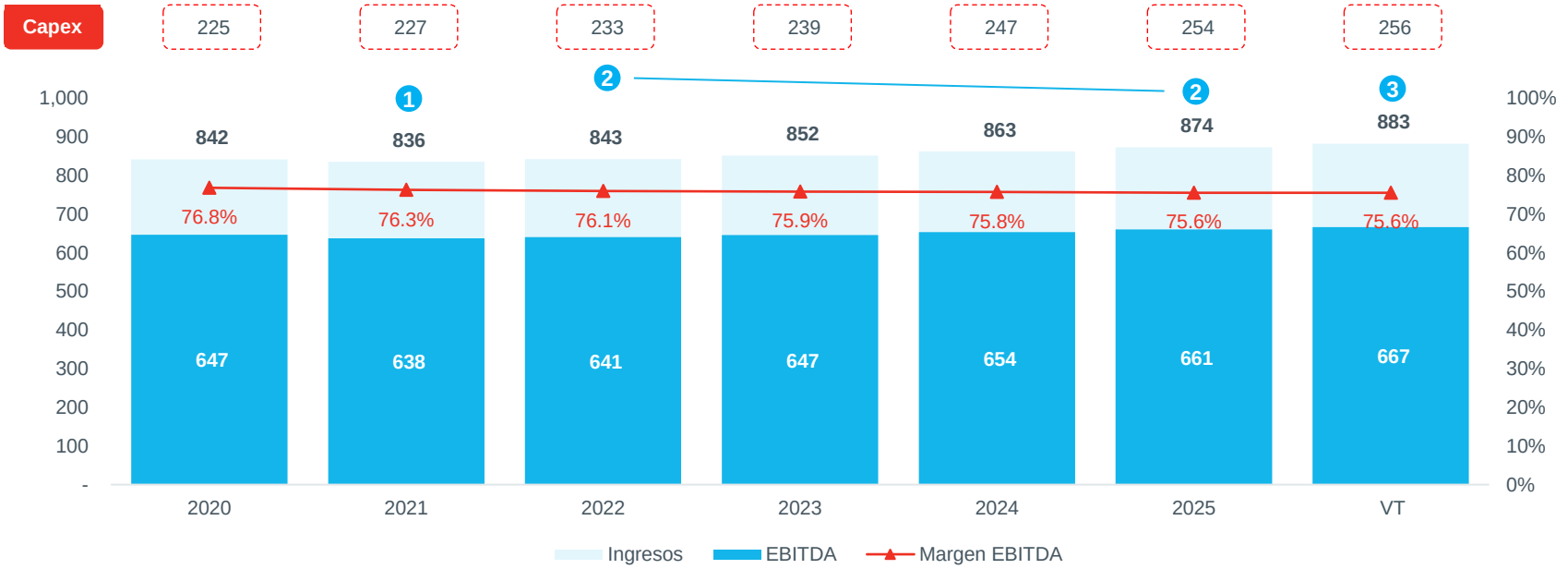
El valor terminal se calculó utilizando el GGM asumiendo una vida indefinida.

Hemos estimado el valor terminal con una tasa de crecimiento a largo plazo del 1,0%. Esto es consistente con el promedio del período de proyección (excluyendo 2021 debido al decrecimiento). Este 1,0% está en línea con el punto medio de la tasa de crecimiento perpetuo reportado por Naturgy en su test de deterioro en las CCAA de 2019.

Redes electricidad España

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), Margen EBITDA (%) y Capex (€mm)

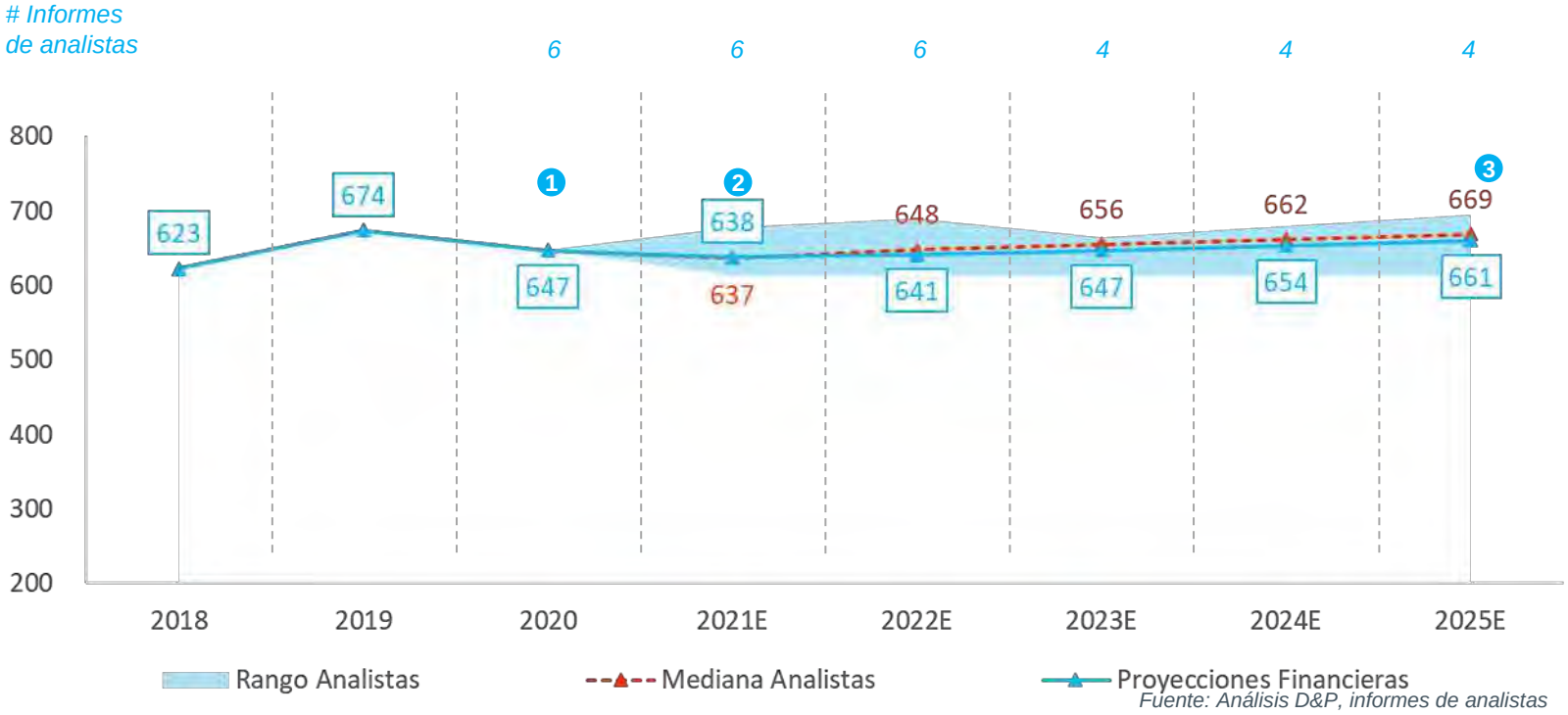


1. Se espera que los ingresos se mantengan relativamente estables durante todo el período proyectado, aumentando un 1,0% anual debido a la remuneración de otras actividades reguladas, vinculada al IPC_{n-2}.
2. Se asume que los gastos operativos están vinculados a la inflación, en lugar de asumir un porcentaje estable sobre los ingresos.
3. Para el valor terminal, asumimos el margen EBITDA proyectado para 2025 y consideramos un crecimiento en línea con la inflación esperada a largo plazo.

Para más detalle, ver *Sección 12.D*.

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, informes de analistas

1. El EBITDA para 2020 se basa en los resultados de las cuentas anuales de 2020, siendo estos superiores a las estimaciones de los analistas.
2. La proyección de EBITDA para el periodo 2021-2025 está ligeramente por debajo de la mediana de los analistas, pero dentro del rango estimado por los analistas.
3. Nuestra proyección de EBITDA llega a converger prácticamente con la mediana de las proyecciones de los analistas para 2025, si bien estando ligeramente por debajo.

Redes electricidad España

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Redes electricidad España se sitúa entre los €5.783mm y los €6.372mm. El múltiplo implícito del punto medio de valores sobre el EBITDA del 2019 es 9,0x y el múltiplo de ese punto medio sobre los EBITDAs de 2020 y 2021 son 9,4x y 9,5x, respectivamente. Además, calculamos el múltiplo VE/RAB implícito y observamos un rango de 1,4x a 1,5x.

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de valoración					
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC bajo	WACC alto	Crecimiento VT
Redes electricidad España	**5.783**	**6.077**	**6.372**	*5,75%*	*6,25%*	*1,00%*

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	8,6x	9,0x	9,5x
VE / EBITDA 2020	8,9x	9,4x	9,8x
VE / EBITDA 2021	9,1x	9,5x	10,0x
VE / RAB 2019	1,4x	1,4x	1,5x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
    - 9.C.5 Redes gas España
    - 9.C.6 Redes electricidad España
    - 9.C.7 EMPL
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Hipótesis principales

Hemos llevado a cabo nuestro análisis de EMPL a través de un DFC, basado en el escenario de finalización de la concesión en septiembre de 2021.

Las proyecciones financieras se basan en información pública disponible proporcionada por Naturgy, participantes del mercado e informes de analistas, entre otros. Los flujos de caja se han proyectado en euros.

La concesión de EMPL finaliza en septiembre de 2021 y, a Fecha de Valoración, no es previsible una posible renovación del contrato. La Compañía actualmente no tiene expectativa de que este negocio vaya a generar EBITDA a partir de 2022, de acuerdo con lo comentado en la llamada de presentación de resultados del 3T20.

Valoración

Dada la limitada información disponible para la línea de negocio de EMPL, las proyecciones financieras se han basado en las estimaciones de los informes de analistas y los datos históricos, incluyendo el 1T21 reportado por la Compañía:

EBITDA: En línea con las proyecciones de los informes de analistas para el año 2021.

Ingresos: En línea con el porcentaje histórico de 2017 a 1T21 de los ingresos sobre EBITDA.

Depreciación, provisiones y otros resultados: Estimación en línea con el porcentaje histórico de 2017 hasta el 1T21 sobre ingresos.

Tasa de impuestos: En línea con la tasa impositiva corporativa vigente en Marruecos.

Desmantelamientos y otros costes: Tras la expiración de la concesión no hemos asumido ningún coste de desmantelamiento, devolución del capital circulante o valor terminal para EMPL.

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm) y Margen EBITDA (%)

Rango de valoración

El rango de valor concluido del DFC para EMPL se encuentra entre €132,5mm y €132,7mm.

Rango de valoración EMPL

	Rango de Valoración				
Conclusión del Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC Bajo	WACC Alto
EMPL (€mm)	132,5	132,6	132,7	*6,50%*	*6,75%*

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
    - 9.C.8 Chile Gas
    - 9.C.9 Brasil Gas
    - 9.C.10 Argentina Gas & Electricidad
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Hipótesis principales

Hemos preparado las proyecciones financieras para el análisis del DFC según los ingresos regulados para la distribución de Gas Chile.

Las proyecciones financieras utilizan como base la información pública disponible de la Compañía (incluyendo los resultados de 1T21), información pública del regulador en Chile, participantes del mercado e informes de analistas, entre otros. Los flujos de caja se han proyectado en pesos chilenos.

Asumimos un negocio en continuidad con una renta creciente perpetua, al tratarse de una concesión de distribución ilimitada.

Ingresos

Para la proyección de los ingresos nos basamos en los ingresos regulados de la distribución de gas como hipótesis clave. A pesar de que las tarifas de gas natural pueden establecerse libremente por los distribuidores, la Comisión Nacional de Energía ("CNE") regula y lleva a cabo una revisión anual de rentabilidad, limitando los ingresos máximos que puede obtener un distribuidor de gas natural cada año.

Los ingresos regulados se han establecido entre el más bajo de: i) el coste de capital desapalancado utilizando el método de CAPM después de impuestos en USD, y ii) una tasa máxima del 6% más un margen adicional de 3%, aplicado al Valor Nuevo de Reemplazo ("VNR"). Por lo tanto, se ha considerado el retorno regulado actual del 9% (6% + 3%) para el cálculo de los ingresos regulados en nuestro periodo proyectado, dada la limitada visibilidad de las futuras actualizaciones.

Cada cuatro años (en el proceso de revisión), el regulador actualiza los límites de los ingresos regulados (la tasa máxima y el margen adicional) y los conceptos reconocidos dentro del VNR. El VNR considera el coste de reemplazar la capacidad instalada, considerando la vida útil remanente de los activos.

Para el VNR hemos considerado el inmovilizado material como el mejor indicador. Por ello, hemos proyectado el inmovilizado material relacionado con la distribución de gas, excluyendo aquellos activos no relacionados con la operativa.

Ingresos (cont.)

Otro factor relevante para la proyección financiera de los ingresos es el crecimiento de los puntos de conexión. A continuación mostramos la evolución de las métricas operativas más importantes:

Cifras operativas 2017 – 1T21

	2017	2018	2019	2020	1T21
Nº de puntos de conexión	602	626	644	654	657
Venta de gas (GWh)	10.933	10.957	10.309	9.857	4.331
Red de distribución (km)	7.211	7.557	7.773	7.873	7.892

Fuente: CGE Gas Natural SA

Adicionalmente, los ingresos de Chile Gas incluyen los servicios prestados y otros Ingresos relacionados con el alquiler de equipos, mantenimiento de los equipos de los clientes, instalación de gas y transporte de capacidad de gas, entre otros. Para el periodo proyectado hemos asumido un nivel normalizado de acuerdo a la media histórica 2017-2020.

Aprovisionamientos

Los aprovisionamientos están relacionados con la compra de gas y energía, y están vinculados a la evolución del precio del gas. Sin embargo, la Compañía no asume el riesgo implícito de la volatilidad del gas natural, ya que las variaciones en los precios de los aprovisionamientos son traspasadas a los clientes, manteniéndose el margen bruto constante. A partir de 2023, hemos vinculado el precio del gas natural a la inflación local.

Costes de personal

Los costes de personal incluyen todos los gastos relacionados con la plantilla de la línea de negocio.

Hemos proyectado los costes de personal según los últimos datos públicos de 2020 y 1T21, indexándolos a la previsión de la inflación basada en los datos asumidos a futuro por IHS a Fecha de Valoración.

Otros costes operativos

Otros costes operativos incluyen gastos de operación y mantenimiento, administración, marketing, y costes corporativos, entre otros costes. Para su proyección nos hemos basado en los últimos datos disponibles de 2020 y 1T21 e indexado a la previsión de inflación de IHS a Fecha de Valoración.

Amortización

Hemos estimado la amortización según el último dato de los estados financieros de CGE Gas Natural S.A. Adicionalmente, hemos considerado la amortización del Capex proyectado de acuerdo a la vida útil media de los activos presentada en los últimos estados financieros de la compañía.

De acuerdo al regulador, todos los costes relevantes relacionados con la distribución de gas son asumidos por los clientes, al estar incluidos en los ingresos regulados.

Capex

En la gráfica de la derecha se muestra el Capex estimado para Chile Gas. El Capex proyectado se ha estimado en línea con el % medio sobre ingresos de 2017-2019. Hemos excluido 2020, al ser la inversión del periodo mucho más reducida que el histórico.

El Capex es una de las hipótesis clave para la valoración, ya que el VNR está estrechamente ligado a él. Por ello, consideramos razonable mantener un % sobre ingresos constante, con el fin de mantener la red de distribución y evitar la descapitalización a largo plazo.

Capex (cont.)

Capex sobre ingresos (% ingresos y CLP mm)

Fuente: Análisis D&P

Capital Circulante

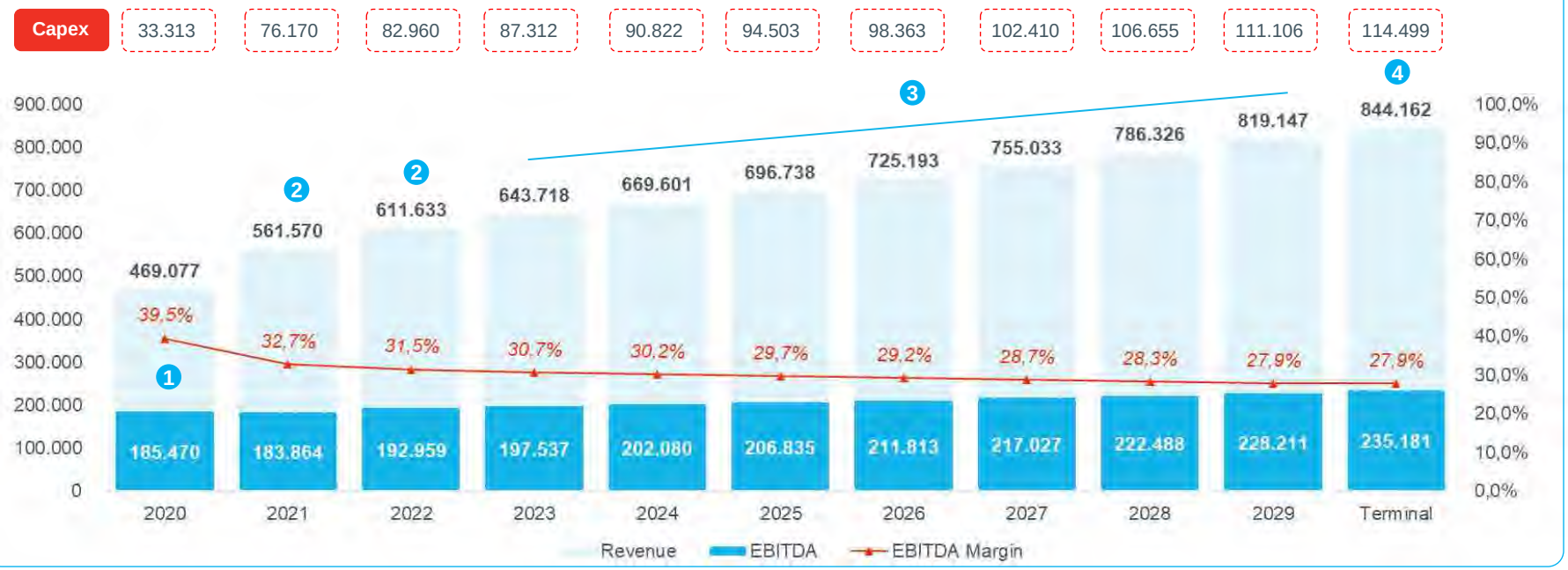
Las necesidades de capital circulante se basan en datos históricos de los estados financieros de CGE Gas Natural S.A.

Valor Terminal

Hemos proyectado los flujos de caja del valor terminal en línea con el margen EBITDA y % Capex sobre ingresos proyectados del último año de la proyección. El crecimiento del valor terminal está en línea con la inflación esperada a largo plazo en Chile basada en los datos de IHS a Fecha de Valoración.

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (CLP mm), EBITDA (CLP mm), Margen EBITDA (%) y Capex (CLP mm)



1. El periodo de 2020, se ha visto afectada por una caída de la demanda por el Covid-19, aunque se espera que los ingresos aumenten. Al recuperarse parte del consumo desde el punto más bajo por el Covid-19 y al aumentar la base del VNR al invertir en los activos relacionados con la distribución de gas. Adicionalmente, gran parte de los ingresos son un *pass through* de los costes de distribución del negocio que son repercutidos a los clientes.

2. Durante el periodo de 2021 a 2022, se espera que el consumo de gas natural por cliente recupere los niveles históricos pre Covid-19. Posteriormente hemos asumido que el crecimiento del consumo se mantenga constante, en línea con el consumo histórico. Hemos proyectado que la recuperación del consumo del gas se materialice rápidamente, aumentando los ingresos al mismo ritmo que la recuperación del consumo. En lo referente al EBITDA, se espera una reducción en términos porcentuales debido al mayor peso en los ingresos del coste del gas, al ser esto un *pass through*.

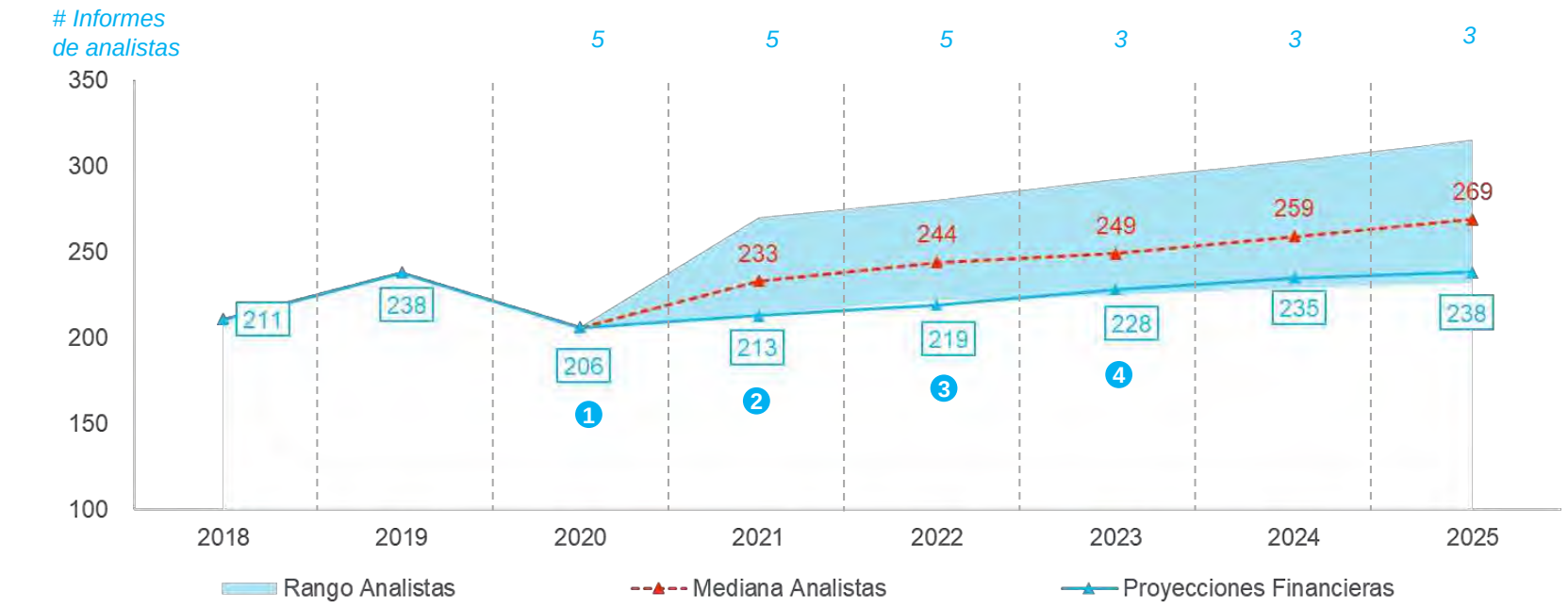
3. Para el periodo proyectado 2023-2029, el margen EBITDA disminuye ligeramente, al ajustar la tarifa regulada hasta llegar a los ingresos regulados permitidos. Sin embargo, el EBITDA en términos absolutos aumenta por el aumento en la base VNR debido al nuevo Capex invertido. El Capex se basa en la media histórica 2017-2019 sobre los ingresos, excluyendo 2020 al ser un periodo de inversión mucho más bajo que el histórico.

4. Hemos estimado el crecimiento en el valor terminal según la inflación esperada a largo plazo de Chile y los flujos de caja del valor terminal en línea con el margen EBITDA y % Capex sobre ingresos del último año proyectado. Para más detalle, consulte la *Sección 12.D.*

Comparativa de EBITDAs

- La tabla a continuación muestra los EBITDAs de la página anterior convertidos a euros utilizando el tipo de cambio estimado a futuro por IHS.

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



CLP a €	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Estimación EUR/CLP (IHS)	*900,3*	*862,8*	*879,8*	*865,0*	*859,9*	*868,6*

Fuente: Análisis D&P, Informes de Analistas, IHS y CCAA Naturgy 2020

Nuestras proyecciones se basan en moneda local. En esta tabla, a efectos comparativos, las proyecciones se han convertido a euros utilizando una proyección de tipo de cambio, lo cual puede crear diferencias respecto a los informes de analistas.

1. El EBITDA de 2020 se basa en las CCAA reportadas por Naturgy y se encuentra en línea con la mediana de las proyecciones de los analistas.
2. El EBITDA proyectado para 2021, es ligeramente inferior que la mediana de los informes de analistas (€233mm).
3. El EBITDA de 2022 se encuentra en línea con el rango bajo proyectado por los analistas.
4. A partir de 2023, el EBITDA se encuentra en línea con el rango bajo de los informes de analistas.

Chile Gas

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Chile Gas se encuentra entre €1.845mm y €2.211mm lo que implica un múltiplo VE/EBITDA para el punto medio de 9,2x (2019), 9,3x (2020) y 9,3x (2021).

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de Valoración					
Conclusión del Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC Bajo	WACC Alto	Crecimiento VT
Chile Gas (CLP mm)	1.569.978	1.718.871	1.873.765	*6,75%*	*7,75%*	*3,0%*
Chile Gas (€mm) (1)	**1.845**	**2.028**	**2.211**			

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	8,4x	9,2x	10,1x
VE / EBITDA 2020	8,4x	9,3x	10,1x
VE / EBITDA 2021	8,5x	9,3x	10,2x

(1) Asume un tipo de cambio EUR/CLP de 847,5 a 6 de mayo de 2021.

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
    - 9.C.8 Chile Gas
    - 9.C.9 Brasil Gas
    - 9.C.10 Argentina Gas & Electricidad
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Brasil Gas

Introducción

Para la línea de negocio de Brasil Gas, hemos preparado las proyecciones financieras para cada una de las tres concesiones operativas: CEG, CEG Rio y GN São Paulo en BRL. No obstante, con el objetivo de facilitar la presentación de resultados, presentamos las proyecciones financieras de las tres concesiones de manera agregada.

Las proyecciones utilizan como base la información pública disponible de la Compañía y las tres subsidiarias que operan las concesiones, así como también información histórica y el marco normativo actualmente en vigor para CEG, CEG Rio y GN Sao Paulo, además de informes de analistas.

Escenarios de renovación de las concesiones

Uno de los aspectos clave para la valoración de Brasil Gas es la renovación de las concesiones. El periodo actual de concesión para CEG y CEG Rio llega hasta 2027 y para GN São Paulo hasta 2029. De acuerdo con los contratos de concesión, las tres concesiones pueden ser renovadas por un periodo adicional con la aprobación del regulador. Las concesiones CEG y CEG Rio pueden ser renovadas por 30 años adicionales, mientras que GN Sao Paulo por un periodo adicional de 20 años.

Por ello, hemos considerado dos escenarios y probabilidades en nuestra valoración:

- Escenario 1 – Renovación de la concesión: Asumimos que las concesiones serán renovadas por un periodo adicional. Para ello, hemos calculado una renta anual creciente limitada a 28 años tras 2028, siendo esta la vida útil media ponderada de la extensión de las concesiones.
- Escenario 2 – No renovación de la concesión: Dado que hay una posibilidad de que las concesiones no sean renovadas, hemos estimado el valor para CEG y CEG Rio hasta 2027 y para GN São Paulo hasta 2029. Siguiendo las directrices del contrato de concesión, hemos asumido la reversión del valor neto en libros de los activos operativos a la finalización de cada concesión.

Hemos asignado un 50% de probabilidad a cada escenario.

Hipótesis principales

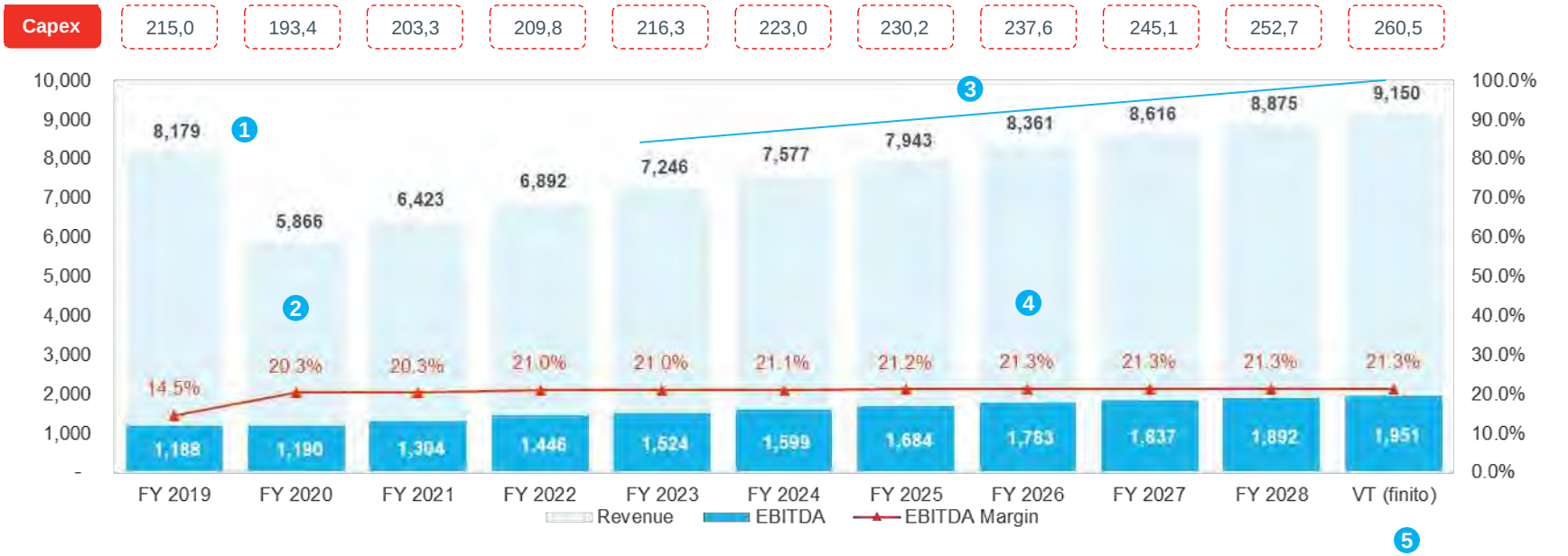
Para la estimación de las proyecciones financieras, hemos considerado las siguientes hipótesis:

- *Los resultados financieros de 2020* de CEG y CEG Rio muestran que las concesiones mejoraran la rentabilidad en términos absolutos, a pesar de que los volúmenes e ingresos decrecieran significativamente durante el periodo. Se han considerado igualmente los resultados reportados por Naturgy para 2020 a nivel consolidado.
- *Margen de contribución:* es el factor clave del negocio ya que el coste del gas se repercute directamente al cliente. Hemos proyectado el margen de contribución según la inflación de Brasil. Esta premisa compensa los efectos de las siguientes dos variables:
  - Actualización del índice tarifario : las tarifas se actualizan de acuerdo al índice IGP-M, la cual resultaría en un crecimiento en la tarifa para 2021 significativamente superior a índice de inflación proyectada por IHS, a fecha de abril de 2021. A medio-largo plazo, de acuerdo con expectativas de mercado, los dos índices tienden a converger; y
  - Proceso de revisión de tarifas y ajustes futuros: La última revisión de la tarifa debería haber sido realizada en 2017, pero ha sido aplazada y a fecha actual no se ha revisado. Sin embargo, esperamos que cuando eventualmente se concluya este proceso, las tarifas sean revisadas de cara, entre otras cosas, a corregir aumentos anormales (como el derivado de la aplicación del IGP-M comentado en el punto anterior) ocurridos en años anteriores debido a ajustes en las tarifas por inflación (IGP-M).

  Hemos considerado el crecimiento de la inflación según las proyecciones de IHS de abril de 2021, siendo una hipótesis más razonable, permitiendo compensar los dos efectos anteriores (ajuste por el IGP-M y revisión tarifaria).
- *Estimación del Capex* obtenida según los cuentas anuales auditadas históricas de 2018, 2019 y 2020 de cada concesión y los resultados consolidados del 2020 para Brasil Gas, con el fin de proyectar las necesidades futuras de Capex.
- *Inversión en Capital Circulante* estimada según la media histórica de los días de pago y cobro para cada concesión.

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (BRL mm), EBITDA (BRL mm), Margen EBITDA (%) y Capex (BRL mm)



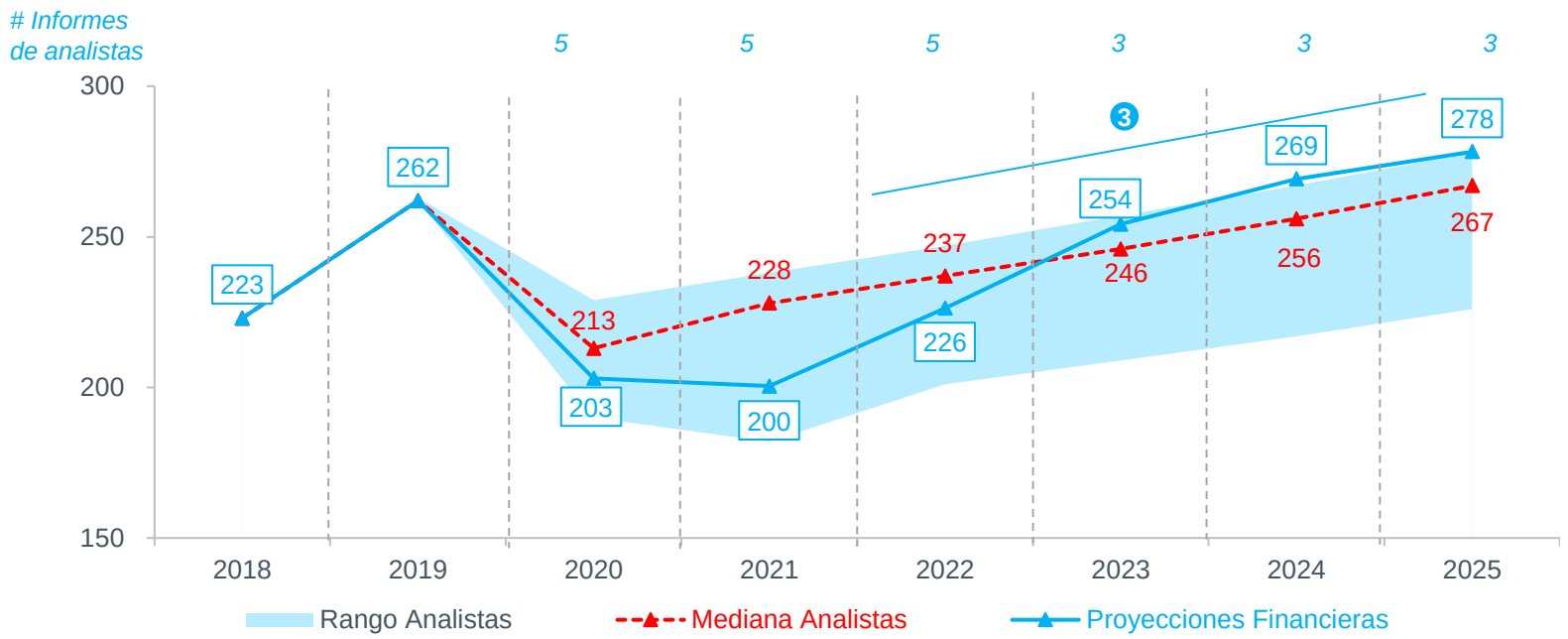
1. Los ingresos obtenidos para 2020 se han visto impactados por el Covid-19, reduciendo la demanda de volumen de gas notablemente.
2. Tal y como se menciona en los estados financieros de 2020, la rentabilidad absoluta de CEG y CEG Rio aumentó ligeramente en comparación con el mismo periodo de 2019.
3. Asumimos una recuperación gradual de los volúmenes y ingresos, a medida que los volúmenes se normalizan a niveles pre Covid-19.
4. El margen EBITDA se mantiene relativamente constante en el periodo proyectado para todas las concesiones, dado que el margen bruto y los costes operativos crecen en línea con la inflación local. El margen EBITDA considera los últimos resultados consolidados de 2020 en euros presentados por Naturgy y las cuentas anuales auditadas de 2020 para las filiales CEG y CEG Rio.
5. En el Escenario 1, utilizamos un Valor Terminal finito (renta anual creciente), calculado basado en la hipótesis de que las concesiones de Brasil serán renovadas por un periodo adicional (vida útil adicional ponderada por concesión de 27 años a partir de 2028). El crecimiento asumido está en línea con la inflación a largo plazo estimada para Brasil. En el Escenario 2, consideramos que las concesiones no serán renovadas, revirtiendo el valor neto en libros proyectado al finalizar la vida útil de cada concesión.

   Para mayor detalle, consulte la *Sección 12.D.*

Comparativa de EBITDAs

- La tabla a continuación muestra los EBITDAs de la página anterior convertidos a euros utilizando el tipo de cambio estimado a futuro por IHS.

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs Analistas (€mm)



BRL a €	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Estimación EUR/BRL (IHS)	5,9	6,5	6,4	6,0	5,9	6,1

Fuente: Análisis D&P, Informes de Analistas, IHS

Nuestras proyecciones se basan en moneda local. En esta tabla, a efectos comparativos, las proyecciones se han convertido a euros utilizando una proyección de tipo de cambio, lo cual puede crear diferencias respecto a los informes de analistas.

Es importante mencionar que las proyecciones en moneda local tienen un TCAC en el periodo 2020-2025 del 7,2%.

1. El EBITDA de 2020 se basa en los datos reportados por Naturgy a nivel consolidado en euros.
2. Las proyecciones del EBITDA para 2021 y 2022 están dentro del rango y en línea con las estimaciones de los analistas.
3. Durante el periodo existe una pequeña diferencia entre nuestras proyecciones y la mediana de los informes de analistas potencialmente explicable por desconocimiento sobre cómo han reflejado los analistas el efecto de cambio (durante 2020 el real brasileño presentó una fuerte volatilidad, de cara a esta tabla asumimos una depreciación del BRL de 5,9 a 6,4 en 2020 – 2022, lo que lleva a que el EBITDA en euros disminuya pero el EBITDA en reales suba). En el periodo 2023-2025 asumimos una apreciación del BRL que conlleva a un incremento de EBITDA en euros en línea con la parte alta del rango de analistas.

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Brasil Gas se encuentra entre €1.526mm y €1.638mm. Por lo tanto, valoramos la línea de negocio de Brasil Gas con un múltiplo implícito VE/EBITDA sobre el punto medio de 8,5x (2019), 8,5x (2020) y 7,7x (2021).

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

Rango de valoración

Conclusión del Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	Probabilidad por escenario	WACC Bajo	WACC Alto	Crecimiento VT
Escenario 1: Renovación de la Concesión	1.953	2.047	2.142	*50,0%*	*8,25%*	*9,00%*	*3,1%*
Escenario 2: No Renovación de la Concesión	1.098	1.116	1.135	*50,0%*	*8,25%*	*9,00%*	*n.a.*
Brasil Gas	**1.526**	**1.582**	**1.638**				

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	8,2x	8,5x	8,8x
VE / EBITDA 2020	8,2x	8,5x	8,8x
VE / EBITDA 2021	7,5x	7,7x	8,0x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
    - 9.C.8 Chile Gas
    - 9.C.9 Brasil Gas
    - 9.C.10 Argentina Gas & Electricidad
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

Argentina Gas y Electricidad

Hipótesis principales

Hemos elaborado las proyecciones financieras a partir de información pública disponible proporcionada por la Compañía, participantes de mercado e informe de analistas.

Para ello nos hemos basado en la mediana de las proyecciones de analistas, debido a las limitaciones que presenta la información pública para esta línea de negocio. Adicionalmente, hemos considerado las líneas de negocio de gas y electricidad de manera consolidada, basándonos en el enfoque seguido por la mayoría de los analistas.

EBITDA

El EBITDA de 2021 a 2025 ha sido estimado basándonos en la mediana de las proyecciones de los analistas.

Amortización y Capex

La amortización y el Capex han sido estimados usando el promedio histórico como porcentaje del EBITDA de 2018 a 2020. Las proyecciones para 2021 a 2025 están basadas en el porcentaje histórico y aplicado de forma constante sobre EBITDA.

Capital circulante

El capital circulante está basado en las compañías comparables (utilizando el mismo grupo de comparables que el utilizado para el análisis de WACC). Hemos utilizado el ratio capital circulante / EBITDA medio observado.

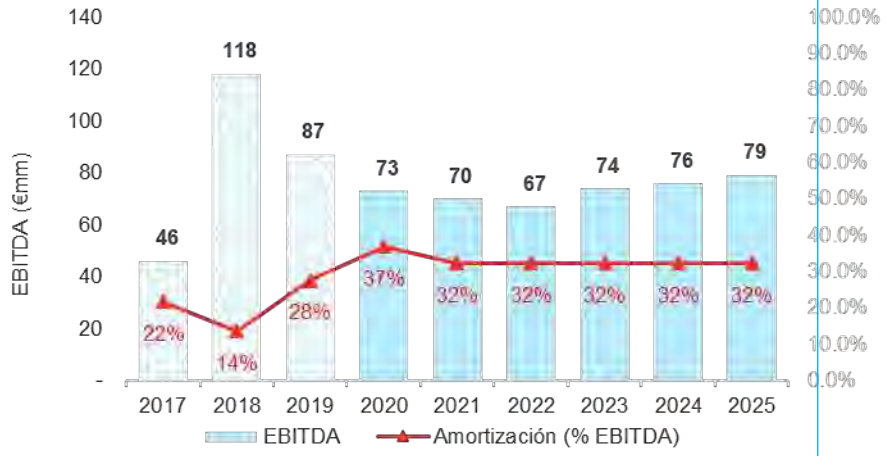
Capital circulante / EBITDA (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	Media
Media	5,4%	10,8%	12,0%	14,2%	9,6%	10,4%
Mediana	18,0%	15,6%	20,2%	10,6%	2,7%	13,5%

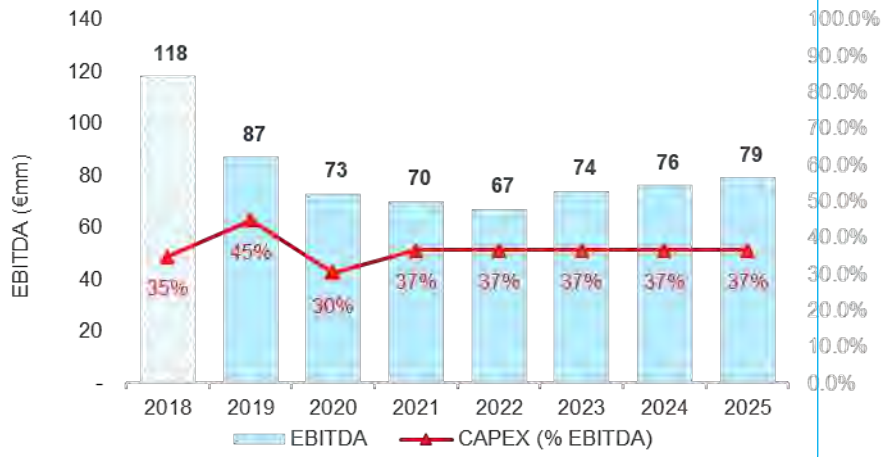
Valor terminal

El valor terminal se ha calculado utilizando el método de GGM, asumiendo una vida indefinida. Hemos estimado el valor terminal con un crecimiento a largo plazo de 1,9% basado en la inflación esperada en euros.

EBITDA (€mm) y amortización / EBITDA (%)

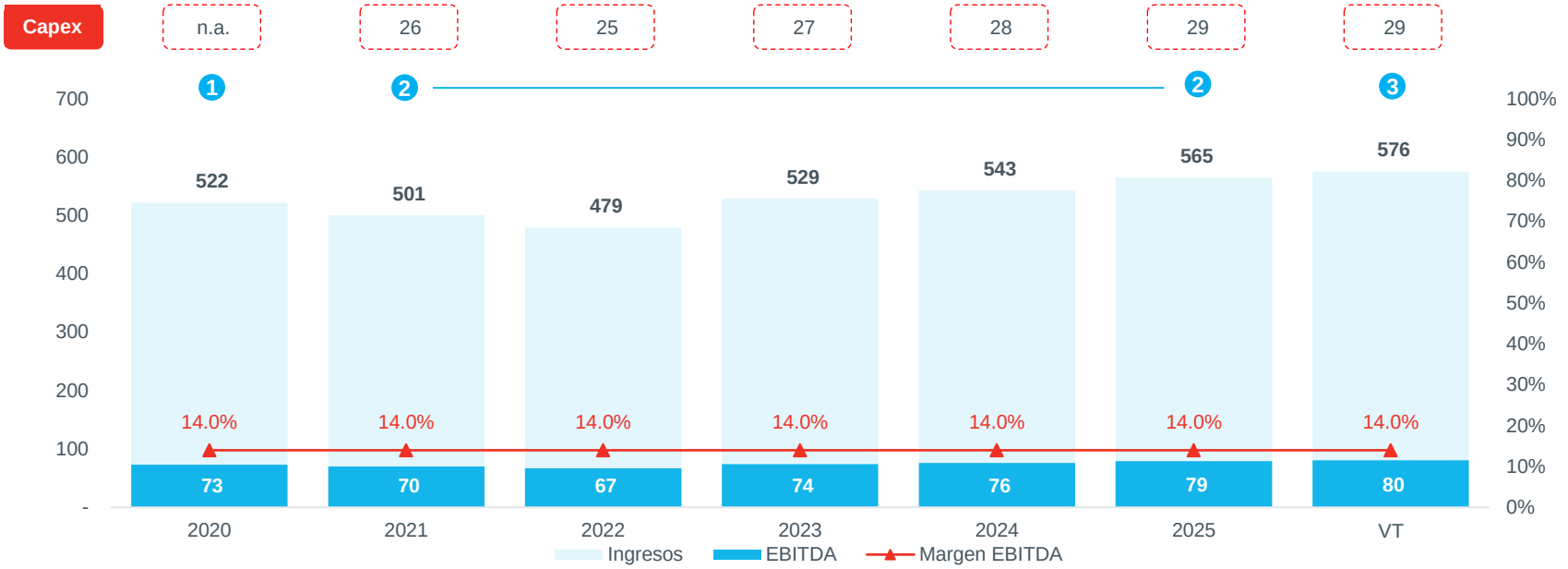


EBITDA (€mm) y Capex / EBITDA (%)



Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (€mm), EBITDA (€mm), Margen EBITDA (%) y Capex (€mm)



1 Los ingresos proyectados se calculan utilizando el margen EBITDA histórico y el EBITDA estimado por los analistas, ya que estos no proporcionan estimaciones de ingresos para esta línea de negocio.

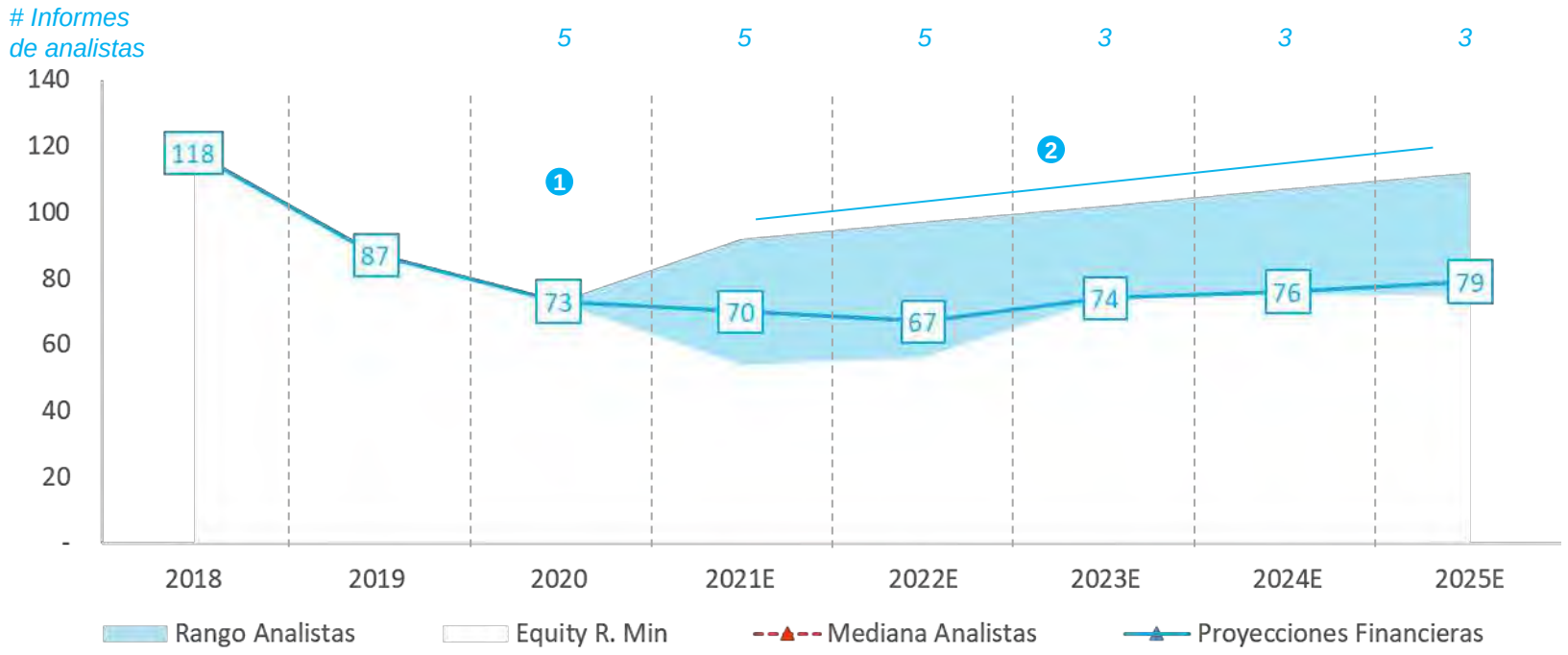
2 La proyección de EBITDA se basó en la mediana de los analistas durante el período proyectado. Se asume que el margen EBITDA se mantendrá en los niveles de 2020 durante todo el período proyectado.

3 En cuanto al crecimiento en el año terminal, lo hemos vinculado a la inflación a largo plazo en euros, ya que las proyecciones están en esta moneda. Para el valor terminal, asumimos el margen EBITDA de 2025 y el porcentaje de Capex sobre EBITDA proyectado.

Para más detalle, ver *Sección 12.D*.

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, informes de analistas

1. El EBITDA para 2020 de acuerdo a los resultados de las cuentas anuales de 2020, los cuales fueron superiores a las estimaciones de los analistas.

2. A partir de 2021, nos hemos basado en la mediana de las proyecciones de analistas para el resto del período proyectado.

Argentina Gas y Electricidad

Conclusión de valoración

En 2020, el Grupo ha reconocido un deterioro de €198mm en Argentina Gas, de acuerdo con lo comentado por la Compañía en sus presentaciones de resultados, motivado por el entorno macroeconómico, cambiario y de hiperinflación del país, además de la incertidumbre en relación a los ajustes tarifarios.

Por un lado, tal y como hemos comentado en páginas anteriores, hemos elaborado proyecciones financieras de acuerdo a las previsiones de analistas a finales de 2020, que estimaban EBITDAs futuros del orden de €70-80mm anuales. No obstante, los resultados reportados para esta línea de negocio en el reporte de la Compañía del 1T21 (EBITDA en el 1T21 se situó en €9mm) se encuentran significativamente por debajo de las proyecciones de los analistas evidenciando las dificultades por las que atraviesa el país. Por ello, hemos asumido un valor de esta línea de negocio equivalente al valor neto de los activos operativos de €69mm tras el deterioro, tal y como se menciona en las cuentas anuales de 2020.

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
   - 9.C.11 México Gas
   - 9.C.12 Panamá Electricidad
5. Otros

Hipótesis principales

Hemos preparado las proyecciones financieras de la línea de negocio de México Gas consolidando las 9 regiones en las que Naturgy opera en México: Monterrey, CDMX, Bajio, Saltillo, Toluca, Nuevo Laredo, Noroeste y Valle de México

Las proyecciones financieras se basan en información pública disponible proporcionada por la Compañía (incluyendo los resultados del 1T21), participantes de mercado, reguladores, informes de analistas, entre otros.

Los flujos de caja se han proyectado en pesos mexicanos ("MXN"). Cada concesión por región tiene una duración de 30 años con una o varias posibles prórrogas. Dado que el coste de renovación se considera inmaterial, hemos asumido una vida útil perpetua.

Ingresos

Una de las hipótesis clave para la proyección de los ingresos es la tarifa establecida para cada región. Cada 5 años, la tarifa es actualizada de acuerdo a un plan presentado a la Comisión Reguladora de Energía ("CRE"), la cual regula el sector del gas natural en el país.

Hemos basado nuestra proyección en las tarifas presentadas por Naturgy México en 2020 para cada uno de sus segmentos (residencial, comercial e industrial). La proyección de crecimiento de las tarifas se ha estimado en línea con la inflación de EEUU, inflación local y la exposición al tipo de cambio aprobada por el regulador.

La tarifa se calcula cada 5 años como el retorno requerido del RAB, más Opex, Capex, amortización y capital circulante.

Esta tarifa esta compuesta por una carga variable (volumétrica) por distribución de MWh y una carga fija por cada consumidor. A la derecha, presentamos las tarifas actualizadas a 2020 por cada región operada por Naturgy en México.

Ingresos (cont.)

Tarifa de distribución (MXN por MWh) / Carga fija (MXN por cliente)

	Residencial		Comercial		Industrial	
	Distrib.	Fija	Distrib.	Fija	Distrib.	Fija
Monterrey	109,6	58,9	53,2	125,3	9,0	6.682
CDMX	115,2	51,3	52,1	122,0	12,1	6.509
Bajio	107,5	77,1	80,8	128,5	16,7	8.141
Saltillo	111,1	59,3	49,8	126,2	18,2	3.787
Toluca	82,9	78,8	34,0	131,3	12,4	3.939
Nuevo Laredo	196,9	57,4	91,2	122,1	23,5	3.663
Noroeste	44,8	27,7	14,3	1.753	12,9	46.496
Valle de México	205,4	71,7	61,5	170,8	30,9	5.124

Fuente: Naturgy México; Comisión Reguladora de Energía; Análisis D&P

Otro punto clave para la proyección de ingresos es el crecimiento y consumo estimado por cada tipología de cliente. El número de clientes por segmento (residencial, comercial e industrial) y la energía vendida histórica se han obtenidos de las CCAA de Naturgy México. A continuación mostramos el resumen de las cifras operativas históricas consolidadas.

Cifras operativas 2017 - 2020

	2017	2018	2019	2020
Nº de clientes	1.771.584	1.794.107	1.659.358	1.587.392
Energía vendida (Gj)	207.421.780	209.439.517	207.839.029	174.728.755
Red de distribución (km)	21.941	22.461	22.722	22.900

**Anualizado*

Fuente: CCAA e informes de resultados 2020, 2019 y 2018

Ingresos (cont.)

Para el desglose de número de clientes por área, nos hemos basado en las últimas cuentas anuales de la Compañía en México.

Número de clientes por área de concesión

Área de concesión	Nº de clientes
Monterrey	782.542
CDMX	538.134
Bajio	176.726
Saltillo	93.438
Toluca	39.419
Nuevo Laredo	28.209
Noroeste	689
Valle de México	201
Total	**1.659.358**

Nota: A la fecha de la actualización Naturgy México no ha presentado las cuentas anuales de 2020, incluyendo el desglose de clientes por área. Por ello, hemos utilizado las cifras operativas históricas.

Fuente: CCAA Naturgy México (2019)

El coste de aprovisionamiento de gas se repercute directamente al cliente como un coste adicional (*pass through*), siguiendo las directrices de la CRE. Por ello, el riesgo de la volatilidad del precio del gas es soportado por los consumidores, sin que tenga un impacto significativo en el margen de Naturgy México.

Adicionalmente, Naturgy México ofrece servicios complementarios como el mantenimiento de equipamiento, servicios de conexión, entre otros. Para el periodo proyectado, hemos mantenido el porcentaje histórico sobre ingresos de distribución en 2020, ya que es un servicio complementario que está altamente correlacionado con la actividad principal de la distribución de gas.

Ingresos (cont.)

Asimismo, dentro de la partida hemos incluido la diferencia surgida entre las cuentas anuales locales presentadas por Naturgy México y las consolidadas del Grupo, calculado como los ingresos presentados por Naturgy y el tipo medio utilizado. Posteriormente, hemos inflactado la partida de cargos por conexión y otros, por la inflación local según IHS, para seguir reflejando la diferencias entre las cuentas anuales locales y las consolidadas del Grupo.

Coste de ventas

Los principales costes integrantes de las ventas son:

1. Aprovisionamiento de gas natural: Coste repercutido a los clientes por la Compañía en línea con las directrices establecidas por la CRE. Para el periodo proyectado, asumimos un crecimiento del precio de gas a una tasa constante del 2%.

2. Costes de distribución de gas: Incluye todos los costes relacionados con la actividad de distribución del gas natural. Para el periodo proyectado, hemos mantenido el coste histórico de distribución de gas por km y el ratio requerido de red de distribución por cliente.

Red de distribución (km)

	2017	2018	2019	2020
Red de distribución	21.941	22.461	22.722	22.807

Fuente: Naturgy Mexico

3. Cargos por conexión y otros: Coste relacionado con las ventas de servicios complementarios prestadas por la Compañía. Para el periodo proyectado, hemos mantenido el porcentaje histórico de 2018-2020 sobre los ingresos relacionados con la distribución de gas.

Coste de personal

El coste de personal incluye salarios, beneficios, servicios profesionales, tasas e impuestos relacionados con el coste de personal, entre otros.

Para el periodo proyectado hemos inflactado el último dato financiero de 2020 utilizando la estimación de IPC por IHS.

Otros costes operativos

Otros costes operativos incluyen servicios administrativos, deterioro de cartera, seguros, costes corporativos y marketing, entre otros.

Para el periodo proyectado, hemos inflactado el último dato financiero de 2020 utilizando la estimación de IPC publicada por IHS.

Amortización

Hemos estimado la amortización basándonos en las cuentas anuales de Naturgy México. Adicionalmente hemos considerado la amortización derivada de las inversiones futuras aplicando una vida útil media de 30 años.

Valor Terminal

Hemos proyectado los flujos de caja del valor terminal basándonos en un margen EBITDA normalizado, para tener en cuenta la actualización futura de la tarifas de distribución. El crecimiento del Valor Terminal está en línea con la inflación a largo plazo esperada en México.

Capex

A continuación presentamos las necesidades de Capex estimadas para México Gas. La proyección de Capex se basa en una tasa histórica constante 2017-2020 sobre los ingresos, incluido el Capex de expansión necesario para aumentar la capacidad y el Capex requerido para mantener la red de distribución.

Capex sobre ingresos (% ingresos y MXN mm)

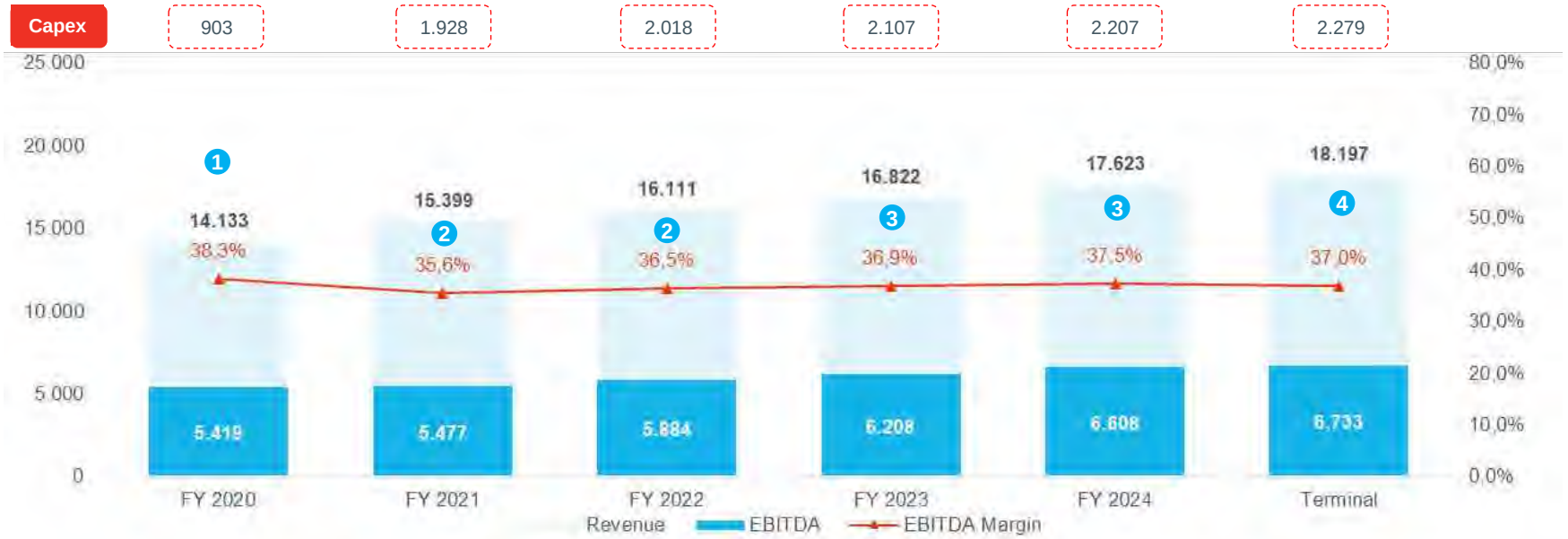
Fuente: Análisis D&P

Capital circulante

Las necesidades de capital circulante se basan en datos históricos de las cuentas anuales de Naturgy México.

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (MXNmm), EBITDA (MXNmm), Margen EBITDA (%) y Capex (MXNmm)



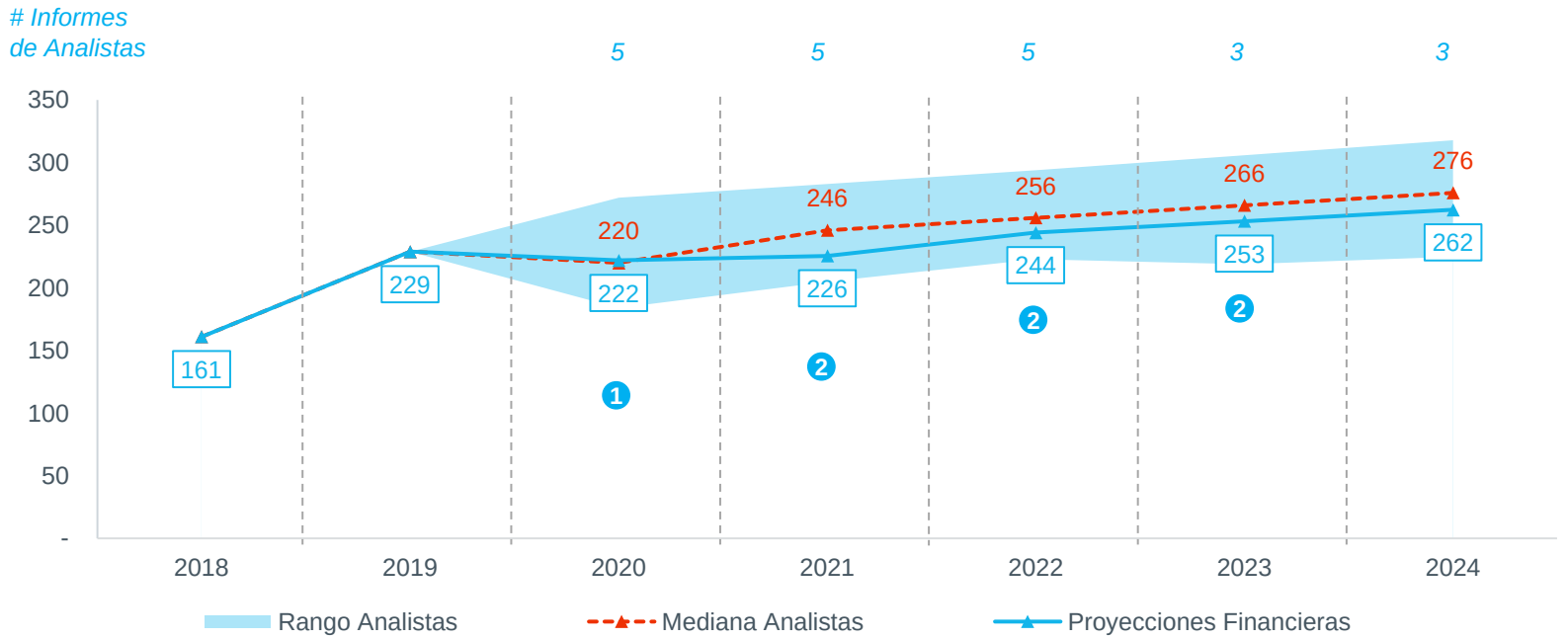
1. Las proyecciones de ingresos asumen un crecimiento a medida que las tarifas sean actualizadas por el efecto del tipo de cambio, la inflación de EEUU y la inflación local. Adicionalmente, a partir de 2021, hemos proyectado el coste de aprovisionamiento del gas natural, como un coste soportado por el cliente, en línea con las directrices establecidas por la CRE. Adicionalmente, los ingresos reflejan la diferencia surgida entre las cuentas anuales consolidadas y las locales de México.
2. Durante el periodo 2021-2022, se proyecta un crecimiento del 7% en el número de clientes, basado en el potencial de crecimiento en aquellas áreas en las que Naturgy tiene menor presencia. Posteriormente, hemos asumido un crecimiento normalizado a largo plazo del 2%.
3. A partir de 2022, el margen aumenta ligeramente, al aumentar el número de clientes mientras que los costes fijos se mantienen en un nivel similar.
4. Respecto al crecimiento del valor terminal, lo hemos vinculado a la inflación a largo plazo de México. Se asume que el margen EBITDA se normaliza, para tener en cuenta la futura actualización de la tarifa del precio del gas. Respecto al Capex, asumimos el último porcentaje sobre ingresos proyectado en 2024.

Para mayor detalle, consulte la *Sección 12.D.*

Comparativa de EBITDAs

- La tabla a continuación muestra los EBITDAs de la página anterior convertidos a euros utilizando el tipo de cambio estimado a futuro por IHS.

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



MXN a €	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Estimación EUR/MXN (IHS)	*24,4*	*24,3*	*24,1*	*24,5*	*25,2*	*25,9*

Fuente: Informe de Analistas, IHS, Análisis D&P y CCAA Naturgy 2020

Nuestras proyecciones se basan en moneda local. En esta tabla, a efectos comparativos, las proyecciones se han convertido a euros utilizando una proyección de tipo de cambio, lo cual puede crear diferencias respecto a los informes de analistas.

1 El EBITDA 2020 se basa en las cuentas anuales presentadas por Naturgy.

2 La proyección de 2021 a 2024, se encuentra ligeramente por debajo de la mediana de la mediana de los analistas.

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para México Gas se encuentra entre €2.229mm y €2.546mm, con múltiplos implícitos VE/EBITDA (punto medio) de 11,8x (2019), 10,7x (2020) y 10,6x (2021).

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de valoración					
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC Bajo	WACC Alto	Crecimiento VT
México Gas (MXNmm)	54.192	58.040	61.888	*7,75%*	*8,50%*	*3,3%*
México Gas (€mm) (1)	**2.229**	**2.388**	**2.546**			

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	11,0x	11,8x	12,6x
VE / EBITDA 2020	10,0x	10,7x	11,4x
VE / EBITDA 2021	9,9x	10,6x	11,3x

(1) Asumimos un tipo de cambio EUR/MXN de 24,3, a 6 de mayo de 2021.

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
    - 9.C.11 México Gas
    - 9.C.12 Panamá Electricidad
5. Otros

Panamá Electricidad

Hipótesis principales

Para la línea de Panamá Electricidad, hemos preparado las proyecciones financieras para las dos filiales que operan el negocio en el país:

- EDEMET
- EDECHI

Hemos construido nuestras proyecciones financieras de manera consolidada, utilizando información pública disponible proporcionada por la Compañía, reguladores, participantes de mercado, informes de analistas y otros.

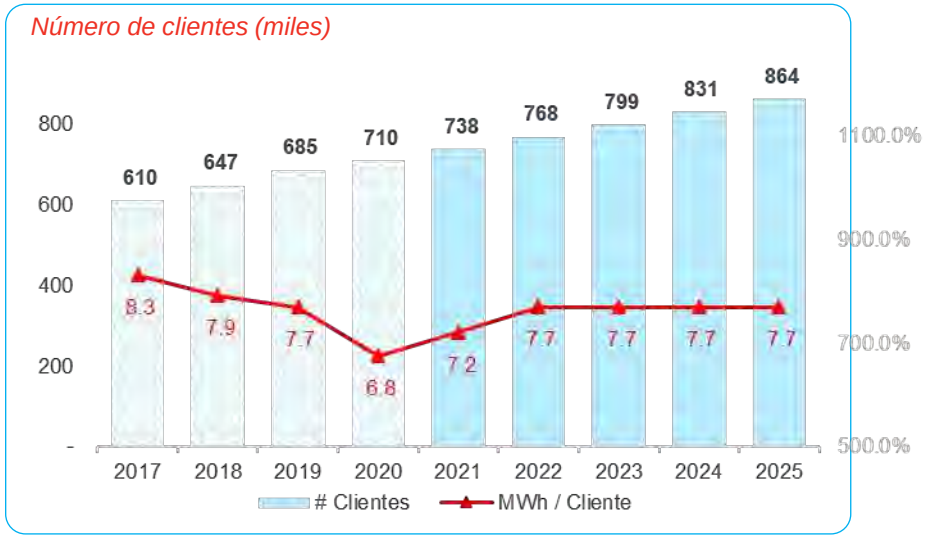
Métricas operativas

La valoración de distribución de Panamá se ha realizado de acuerdo a las siguientes hipótesis clave:

- Energía total vendida: supone una recuperación en dos años de los niveles anteriores al Covid-19. A partir de 2023 se indexa a la misma tasa de crecimiento que el total de clientes.
- Clientes totales: basado en el plan estratégico 2018-2022 de la Compañía, que asume una tasa de crecimiento TCAC del 4,0% para el periodo 2018-2022.
- Consumo por cliente (MWh/cliente): el volumen por cliente es función de la energía total vendida y el número total de clientes. Se han proyectado los MWh por cliente de forma constante de 2022 en adelante.
- Tarifa/MWh: de acuerdo con la tarifa media ponderada histórica, indexada a la inflación en USD, la moneda de las proyecciones.

Métricas operativas (cont.)

Como puede verse en el gráfico siguiente, nuestras proyecciones asumen una expectativa de crecimiento a largo plazo en el número de clientes del 4%. En cuanto a la proyección de MWh/cliente estimamos una recuperación paulatina hasta alcanzar el nivel pre-Covid-19 de 2019 en el año 2022 para mantenerse constante a partir de ese momento.



Ingresos

Los ingresos por venta de electricidad están calculados como el producto de la energía total vendida (MWh) y la tarifa por MWh.

Otros ingresos están basados en la proporción histórica sobre ingresos totales mantenidos constantes en niveles de alrededor del 3%.

El incremento de los ingresos en el valor terminal está basado en una tasa de crecimiento a largo plazo del 2,4% según la inflación esperada en USD.

Costes de aprovisionamiento

Nos basamos en el ratio histórico de costes de aprovisionamiento sobre ingresos por venta de energía. Los costes de aprovisionamiento incluyen compras de energía, peajes de transmisión y otros costes asociados con el aprovisionamiento.

Los costes de aprovisionamiento futuros se han calculado como el producto del coste por GWh en 2020 y la energía total vendida en GWh, ajustada por la inflación.

Costes operativos

Los costes operativos totales incluyen costes de personal, tarifas y otros impuestos, y otros gastos operativos. Los gastos totales se han proyectado utilizando valores de 2020 indexados a la inflación.

Ingresos totales ($mm) y margen EBITDA (%)

Amortización

Hemos estimado la amortización utilizando el método lineal, considerando una vida útil de 40 años de los activos.

Capex

La proyección de Capex se ha basado en el tamaño de la red de distribución en kilómetros. Hemos estimado el crecimiento de la red necesario para mantener el histórico del total de clientes/km. El Capex total se calculó como el producto entre el Capex por km y el aumento de la red en kilómetros anualmente.

Capital circulante

El capital circulante se calculó a partir del ratio histórico de necesidades de capital circulante sobre ingresos. Dada la evolución estable del capital circulante desde 2017 hasta 2019 (cuentas anuales de EDEMT y EDECHI más actuales a fecha de emisión de este informe), hemos asumido el ratio de capital circulante de 2019 a futuro.

Capital Circulante Neto (USDmm)

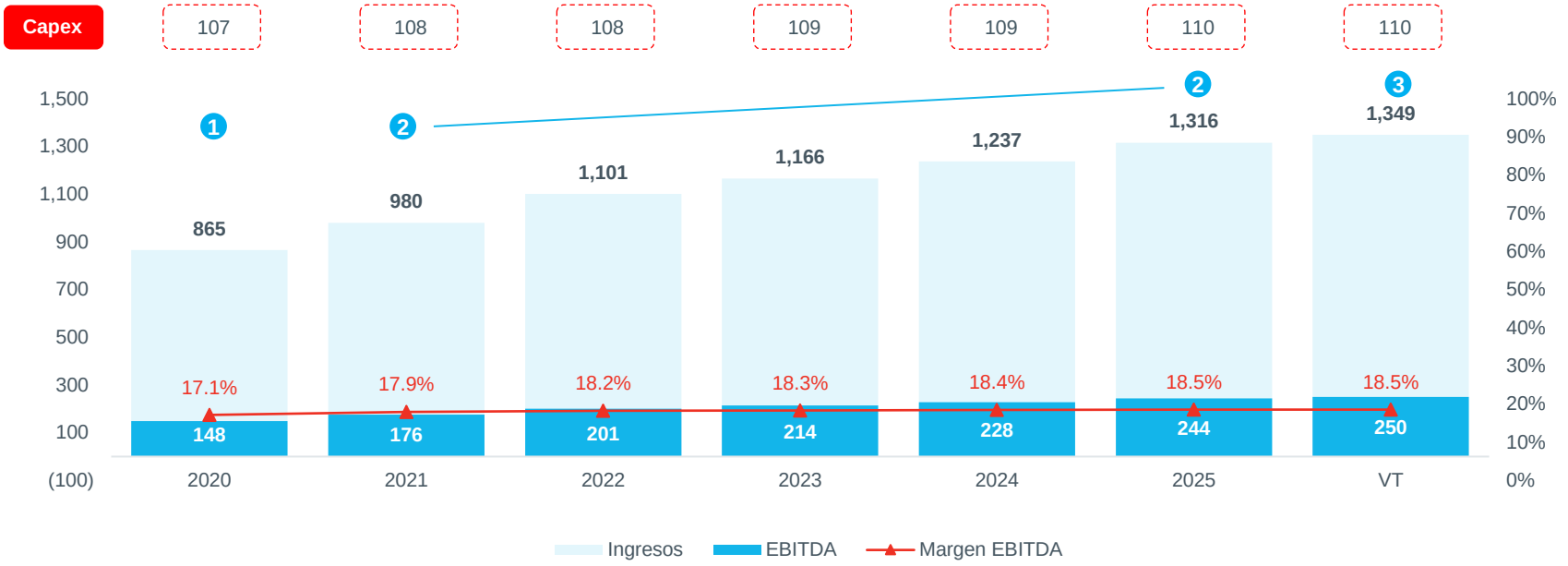
	2017	2018	2019
Capital Circulante Neto	69,3	71,8	95,7
% Ingresos	7,9%	7,9%	7,6%

Valor terminal

El valor terminal se ha calculado utilizando el método de GGM, asumiendo una vida indefinida. Hemos estimado el valor terminal con un crecimiento a largo plazo de 2,5% basado en la inflación esperada en USD.

Resumen de proyecciones financieras

Ingresos (USD mm), EBITDA (USD mm), Margen EBITDA (%) y Capex (USD mm)



1. Las proyecciones asumen que los ingresos aumentarán a medida que el número de clientes continúe creciendo (c.4%) y el volumen por cliente regrese a los niveles anteriores al Covid-19 para el año 2022. También hemos indexado la tarifa a un IPC en USD, ya que la moneda funcional/de reporte para esta línea de negocio es el dólar estadounidense.

2. Asumimos que el margen EBITDA mejorará marginalmente durante el período proyectado debido al apalancamiento operativo del negocio. Como se espera que el crecimiento de los ingresos sea ligeramente superior al aumento proporcional de los gastos operativos, esto conduce a una pequeña mejora en el margen.

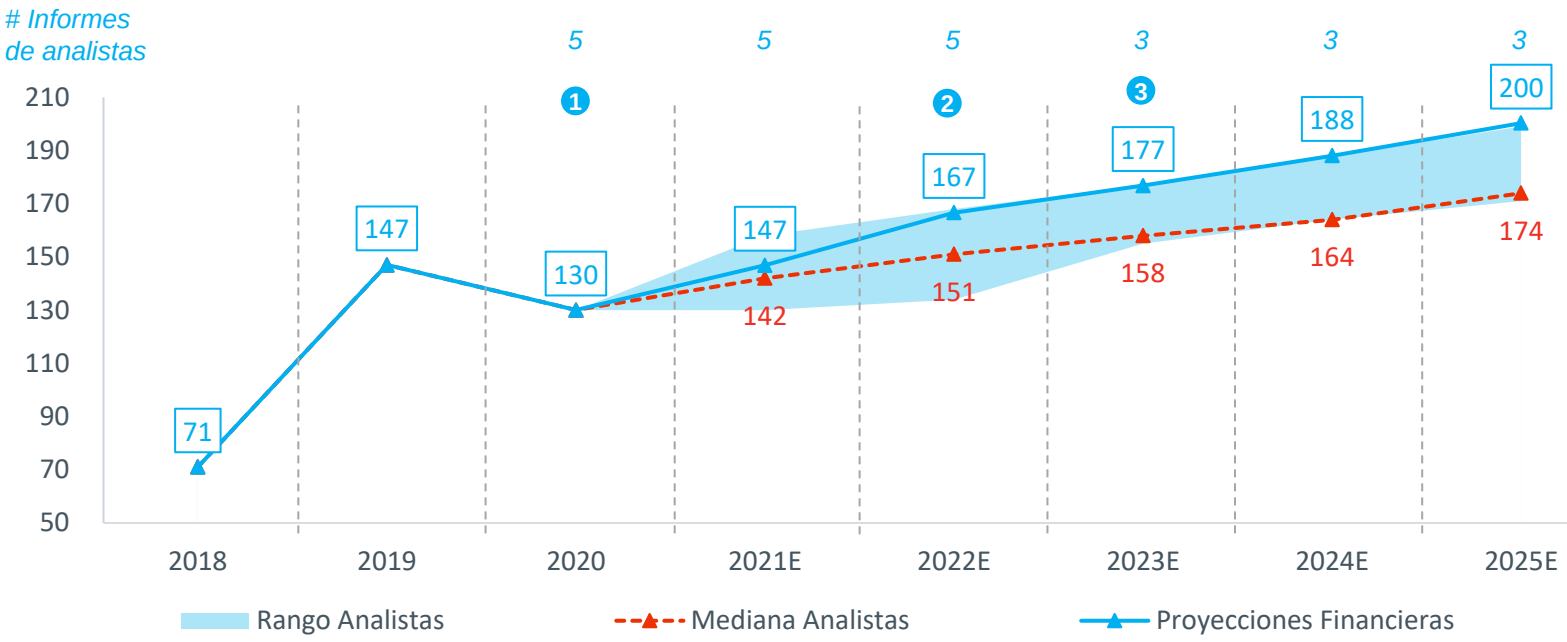
3. En relación al crecimiento considerado para el valor terminal, lo hemos vinculado a la inflación esperada a largo plazo. Para el valor terminal, hemos asumido el margen EBITDA proyectado para 2025.

Para más detalle, ver *Sección 12.D*.

Comparativa de EBITDAs

- La tabla a continuación muestra los EBITDAs de la página anterior convertidos a euros utilizando el tipo de cambio estimado a futuro por IHS.

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, Informes de analistas

Nuestras proyecciones se basan en moneda local. En esta tabla, a efectos comparativos, las proyecciones se han convertido a euros utilizando una proyección de tipo de cambio, lo cual puede crear diferencias respecto a los informes de analistas.
Es importante mencionar que las proyecciones en moneda local tienen un TCAC en el periodo 2020-2025 del 10,6%.

1. El EBITDA para 2020 se basa en los resultados de las cuentas anuales consolidadas de 2020, los cuales fueron superiores a las estimaciones de los analistas.
2. Entre 2021 y 2022, asumimos una recuperación de los volúmenes y una evolución de clientes y de la tarifa, que hace que se recupere la situación pre Covid-19.
3. A partir de 2022 y hasta 2025 los EBITDAs muestran un crecimiento paulatino manteniéndose durante todo el periodo proyectado por encima de las expectativas de los analistas.

Panamá Electricidad

Rango de valoración

El rango de valoración concluido para Panamá Electricidad está entre €1.107mm y €1.269mm. Para el múltiplo (punto medio) de 2019 es 9,7x y los múltiplos de 2020 y 2021 son 9,7x y 8,1x, respectivamente.

Rango de valoración (€mm) y múltiplos implícitos

	Rango de valoración					
Conclusión Valor Empresa	Bajo	Punto Medio	Alto	WACC bajo	WACC alto	Crecimiento VT
Panamá Electricidad	**1.107**	**1.188**	**1.269**	*8,00%*	*8,75%*	*2,40%*

	Bajo	Punto Medio	Alto
VE / EBITDA 2019	9,1x	9,7x	10,4x
VE / EBITDA 2020	9,0x	9,7x	10,3x
VE / EBITDA 2021	7,6x	8,1x	8,7x

Nota: Ver Sección 12.D para mayor detalle.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

9.C.13 Resto (Otros)

9.C.14 Resumen de Proyecciones Financieras

Resto (Otros)

Introducción

En las cuentas anuales consolidadas auditadas, Naturgy reporta un segmento denominado “Resto” que no está asignado a ninguna de las líneas de negocio. El segmento Resto muestra tanto un EBITDA reportado, como un EBITDA Ordinario (antes de partidas no ordinarias).

Por ello, hemos proyectado este segmento según datos históricos de la Compañía, de cara a capturar en el VE total estos costes adicionales no considerados en las diferentes líneas de negocio de manera individual.

Hipótesis principales

Atendiendo al EBITDA histórico del “Resto”, hemos estimado un primer escenario considerando el EBITDA reportado y un segundo escenario considerando el EBITDA ordinario.

Para la estimación del EBITDA 2021, nos basamos en el dato reportado de 2020 y el dato reportado del 1T21. A partir de 2021, aplicamos a un nivel normalizado de EBITDA un crecimiento en línea con la inflación esperada en España, de acuerdo con las estimaciones de IHS.

Hemos asumido una tasa de impuestos igual a la tasa corporativa de España y descontado el flujo con un WACC del 6,25%, en línea con el WACC promedio de los negocios de España.

Concluimos con el rango de valoración bajo de (€911mm), basado en el escenario de EBITDA ordinario.

EBITDA Reportado y Ordinario (€mm)

			Proyecciones financieras				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Ingresos Consolidados	9,0	20,0					
Ingresos entre Compañías	126,0	155,0					
Total Ingresos	**135,0**	**175,0**					
Aprovisionamientos	(7,0)	(6,0)					
Gastos de personal	(200,0)	(186,0)					
Otros gastos operativos	(38,0)	(71,0)					
EBITDA Reportado	**(110,0)**	**(88,0)**	**(108,3)**	**(109,7)**	**(111,2)**	**(112,9)**	**(115,0)**
Elementos no ordinarios	59,0	35,0	36,3	57,3	58,4	59,4	60,4
EBITDA Ordinario	**(51,0)**	**(53,0)**	**(72,1)***	**(52,4)**	**(52,8)**	**(53,5)**	**(54,5)**
% EBITDA ordinario sobre EBITDA reportado	*46,4%*	*60,2%*	*66,5%*	*47,7%*	*47,5%*	*47,4%*	*47,4%*

* Para estimar el EBITDA Ordinario 2021 hemos tenido en cuenta el resultado real del 1T21 de -€33 reportado por la Compañía para esta línea.

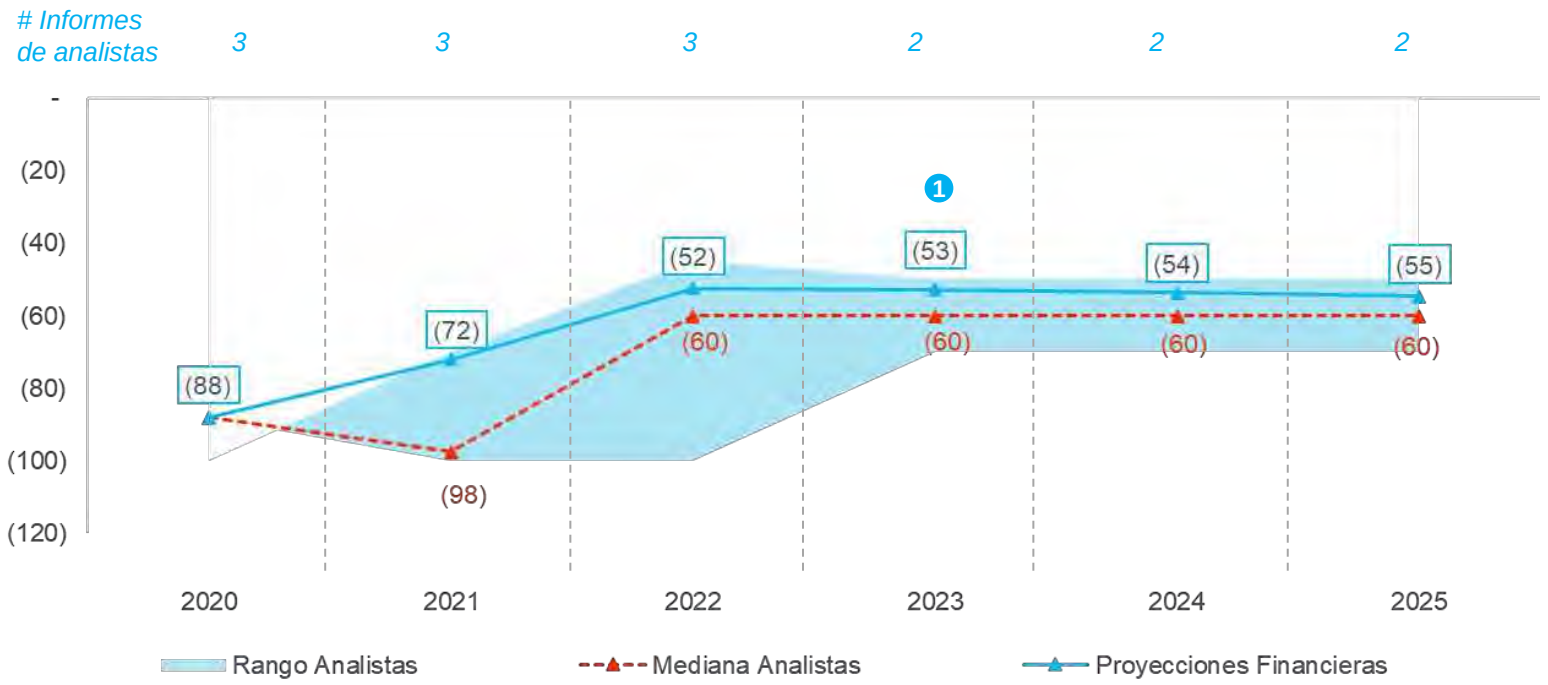
Rango de valoración (€mm)

	Rango de valoración			
Conclusión del valor de empresa	Bajo (menos -)	Punto Medio	Alto (más -)	WACC
Resto (Otros) (€mm)	(910,9)	(1.399,6)	(1.888,4)	*6,25%*

Resto (Otros)

Comparativa de EBITDAs

Comparativa de EBITDAs – Proyectado vs. Analistas (€mm)



Fuente: Análisis D&P, Informes de Analistas

1 El EBITDA estimado está ligeramente por encima de la mediana de analistas.

(1) EBITDA reportado de 2020.

9.C.

Descuento de Flujos de Caja por Línea de Negocio

1. Gas y Electricidad
2. Infraestructuras EMEA
3. Infraestructuras LatAm Sur
4. Infraestructuras LatAm Norte
5. Otros

9.C.13 Resto (Otros)

9.C.14 Resumen de Proyecciones Financieras

EBITDA consolidado

EBITDA por segmento

A continuación mostramos la evolución del EBITDA proyectado de 2021-2025 para cada segmento y total del Grupo.

Proyecciones del EBITDA 2021-25 por segmento (€mm)

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
Gas & Electricidad	**1.250**	**1.422**	**1.550**	**1.583**	**1.613**
Comercialización gas, electricidad y servicios	241	338	425	427	428
Generación Europa*	389	416	438	457	476
Generación Convencional	179	208	218	237	257
Generación Renovables	210	208	220	220	220
GNL Internacional	240	269	256	262	266
Generación Internacional	381	399	431	437	443
Infraestructura EMEA	**1.665**	**1.468**	**1.449**	**1.438**	**1.419**
Redes gas España	845	827	802	784	758
Redes electricidad España	638	641	647	654	661
EMPL	182	-	-	-	-
Infraestrucutra LatAm Sur	**484**	**513**	**557**	**580**	**595**
Chile Gas	213	219	228	235	238
Brasil Gas	200	226	254	269	278
Argentina Gas y Electricidad	70	67	74	76	79
Infraestructura LatAm Norte	**372**	**411**	**430**	**450**	**460**
México Gas	226	244	253	262	260
Panamá Electricidad	147	167	177	188	200
Resto (Otros)	**(72)**	**(52)**	**(53)**	**(54)**	**(55)**
EBITDA Total	***3.698***	***3.762***	***3.932***	***3.998***	***4.033***

* En el caso de Generación Europa debido a la existencia de dos escenarios hemos considerado la media entre ambos. Ver Sección 9.C.2.

Flujo de Caja Libre consolidado

Flujo de caja proyectado

A continuación mostramos la evolución del de flujo de caja proyectado de 2021-2025 para el Grupo. Adicionalmente, hemos estimado el flujo para el accionista en 2021 y 2022, y las proyecciones financieras consideradas en la valoración resultan en un flujo de caja suficiente para el pago de dividendos en línea con lo anunciado por Naturgy en su Plan Estratégico 2018-22

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA Total	**3.698**	**3.762**	**3.932**	**3.998**	**4.033**
(-) Otros	(60)	(64)	(65)	(65)	(65)
(-) Impuesto de sociedades	(605)	(620)	(662)	(676)	(676)
(-) Capex	(943)	(967)	(996)	(1.016)	(1.032)
(-) Capital Circulante	(76)	(60)	(49)	(12)	(12)
FCL (1)	***2.014***	***2.050***	***2.161***	***2.228***	***2.248***
(+) Ingresos por puestas en equivalencia (2)	57	57			
(+) Desinversión Chile neto de efecto fiscal (3)	2.450	-			
(+) Desinversión Unión Fenosa Gas y Egipto (4)	491	-			
FCL después de dividendos	***5.012***	***2.107***			
(-) Gastos financieros netos (5)	(538)	(538)			
(+) Escudo fiscal (6)	135	135			
FCL después de gastos financieros	***4.609***	***1.704***			
(-) Minoritarios (7)	(312)	(312)			
FCL después de gastos financieros y minoritarios	***4.297***	***1.392***			
(+) Exceso año 2021 (8)	-	*2.846*			
Caja generada acumulada	***4.297***	***4.237***			
Número de acciones (en mm)	960,9	960,9			
Dividendo por acción (EUR/acción) (9)	*1,51*	*1,59*			
Dividendo total pagado	**1.451**	**1.528**			
Caja generada acumulada después de dividendos	***2.846***	***2.709***			

(1) Flujo de Caja libre: Obtenido como el EBITDA Total deducido por el Impuesto de sociedades, Capex y capital circulante total; (2) Cobro de dividendos: Se estima en línea con el último dato de 2020. (3) Desinversión de Chile; (4) Desinversión UFG Egipto: Incluye la entrada de caja a consecuencia del cierre del arbitraje con el gobierno de Egipto por el 50% de UFG por un importe total de €491mm; (5) Gasto financieros netos: Obtenidos en base a la cifra de 2020 (CCAA Naturgy). Incluyendo ingresos financieros, gastos financieros, variaciones de valor razonable en instrumentos financieros y Diferencias de cambio netas; (6) Escudo fiscal obtenido por los gastos financieros netos incurridos; (7) Minoritarios: Participaciones no dominantes de acuerdo a las CCAA, normalizando por los 3 últimos años (2018: €226mm, 2019: €395mm y 2020: 316mm); (8) Exceso de caja generada en el año 2021, disponible años siguientes; (9) Dividendo por acción de acuerdo al Plan Estratégico de 2018-2022 para los periodos 2021 y 2022.

Resumen de Valores

Rango de valoración – Análisis de Descuento de Flujos de Caja

A continuación mostramos el rango de valoración concluido con nuestro análisis de DFC para Naturgy.

Rango de valoración – Descuento de Flujos de Caja

€mm	Rango de Valores			VE/EBITDA (punto medio)			
Segmento / Línea de Negocio	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**	**2019**	**2020**	**2021**	**Sección**
Gas & Electricidad	**13.447**	**14.111**	**14.774**				
Comercialización gas, electricidad y servicios	3.550	3.727	3.904	8,3x	24,3x	15,5x	9.C.1
Generación Europa	4.052	4.266	4.480	14,0x	11,3x	11,0x	9.C.2
Generación Convencional	1.992	2.131	2.269				
Generación Renovables	2.059	2.135	2.210				
Generación Internacional	3.497	3.608	3.719	10,2x	12,1x	9,6x	9.C.3
GNL Internacional	2.349	2.510	2.671	7,3x	14,6x	10,5x	9.C.4
Infraestructura EMEA	**13.944**	**14.653**	**15.363**				
Redes gas España	8.029	8.443	8.858	9,0x	9,5x	10,0x	9.C.5
Redes electricidad España	5.783	6.077	6.372	9,0x	9,4x	9,5x	9.C.6
EMPL	133	133	133	0,4x	0,6x	0,7x	9.C.7
Infraestrucutra LatAm Sur	**3.440**	**3.679**	**3.918**				
Chile Gas	1.845	2.028	2.211	9,2x	9,3x	9,3x	9.C.8
Brasil Gas	1.526	1.582	1.638	8,5x	8,5x	7,7x	9.C.9
Argentina Gas y Electricidad	69	69	69	0,8x	0,9x	1,0x	9.C.10
Infraestructura LatAm Norte	**3.336**	**3.576**	**3.815**				
México Gas	2.229	2.388	2.546	11,8x	10,7x	10,6x	9.C.11
Panamá Electricidad	1.107	1.188	1.269	9,7x	9,7x	8,1x	9.C.12
VE Total (Actividades de Explotación)	**34.167**	**36.019**	**37.870**				
Resto (Otros)	(911)	(911)	(911)				9.C.13
VE Total (Actividades de Explotación + Resto)	**33.257**	**35.108**	**36.959**	**8,3x**	**10,2x**	**9,5x**	
Deuda Financiera Neta Ajustada	(12.049)	(11.914)	(11.778)				3.A.2
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.208**	**23.194**	**25.181**				
Intereses Minoritarios	(3.496)	(3.773)	(4.049)				3.A.2
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**17.712**	**19.421**	**21.132**				
€/acción	***18,4***	***20,2***	***22,0***				

Conclusión – Metodología de Descuento de Flujos de Caja

Bajo este enfoque, concluimos en un rango de **€18,4** a **€22,0** por acción con un punto medio de €20,2 por acción. Este método se considera el método de valoración más adecuado, ya que permite analizar explícitamente los factores relevantes que afectan al valor de Naturgy, al derivarse del valor implícito de sus flujos de efectivo futuros por línea de negocio.

Comparativa con el Consenso de Mercado (Precio Objetivo)

	Fecha	Analista	Recomendación	Precio Objetivo (€)
1	15-ene-2021	Morgan Stanley	Mantener	21,50
	15-ene-2021	A&B	Comprar (1)	20,00
	15-ene-2021	ALANTRA	Vender (1)	19,50
	14-ene-2021	GVC Gaesco	Comprar (1)	24,50
2	14-ene-2021	JBCapitalMarkets	Mantener	20,00
	12-ene-2021	RBC Capital Markets	Comprar (1)	23,00
	12-ene-2021	BARCLAYS	Comprar	21,40
	11-ene-2021	Goldman Sachs	Vender (1)	19,50
	21-dic-2020	Sabadell	Vender (1)	17,82
	17-dic-2020	Credit Suisse	Vender (1)	18,30
	17-dic-2020	MIRABAUD	Comprar (1)	19,40
	17-nov-2020	renta4banco	Mantener (1)	20,24
3	17-nov-2020	MORNINGSTAR	Mantener	19,00
4	16-nov-2020	[redacted]	Mantener	16,75
	16-nov-2020	MEDIOBANCA	Mantener (1)	18,50
5	16-nov-2020	Kepler Cheuvreux	Comprar	24,00
6	13-nov-2020	J.P.Morgan	Mantener	20,50
7	13-nov-2020	BNP PARIBAS	Vender	17,60
	1er Cuartil			18,63
	Mediana			**19,75**
	Media			**20,08**
	3er Cuartil			21,18

Observaciones

Hemos analizado los informes de analistas más recientes anteriores al anuncio de la OPA con el objetivo de obtener un mejor entendimiento sobre su visión del valor de Naturgy. El precio objetivo de Naturgy determinado por los analistas se encuentra en un rango entre €16,75 y €24,50 por acción. A continuación, destacamos ciertos comentarios de los analistas:

1. *"Es probable que la rotación de activos sea un pilar clave en la siguiente etapa de la transformación de grupo (…).* ***La reciente venta reduce el riesgo y nos recuerda el valor que se puede desbloquear tras las eliminaciones de activos.****" Morgan Stanley*

2. ***"****Vemos esta notica como positiva para Naturgy.* ***La Compañía ha resuelto otro problema pendiente (…) y libera fondos muy necesarios para apoyar su intención de crecer en energías renovables."*** *JB Capital Markets*

3. *"Subimos nuestra estimación de valor razonable de €18,0 a €19,0 para* ***Naturgy, ya que el impacto positivo de la venta de Chile Electricidad a un múltiplo alto se ve mitigada por la bajada en las monedas latinoamericanas desde nuestra última actualización.*** *Este acuerdo podría dar inicio a una rotación significativa de la cartera de activos, lo cual implicaría ciertos riesgos de inversión. Mantenemos nuestras clasificaciones de tendencia estables." Morningstar*

4. *"Miramos lo que el empuje de las energías renovables podría significar para Naturgy en términos de creación de valor, impacto en EBITDA y apalancamiento y llegamos a la conclusión de que no proporcionaría suficiente potencial al alza para que la acción supere a sus competidores en el corto plazo.* ***Pero aumentamos nuestro precio objetivo de €15,9 a €16,75 como consecuencia de una valoración más alta de la unidad de GNL y del plan de reducción de costes en España".*** *Société Générale*

(1) No hemos tenido acceso a los informes completos. Fuente: Bloomberg.

Comparativa con el Consenso de Mercado (Precio Objetivo)

	Fecha	Analista	Recomendación	Precio Objetivo (€)
1	15-ene-2021	Morgan Stanley	Mantener	21,50
	15-ene-2021	A&B	Comprar (1)	20,00
	15-ene-2021	ALANTRA	Vender (1)	19,50
	14-ene-2021	GVC Gaesco	Comprar (1)	24,50
2	14-ene-2021	JBCapitalMarkets	Mantener	20,00
	12-ene-2021	RBC Capital Markets	Comprar (1)	23,00
	12-ene-2021	BARCLAYS	Comprar	21,40
	11-ene-2021	Goldman Sachs	Vender (1)	19,50
	21-dic-2020	Sabadell	Vender (1)	17,82
	17-dic-2020	Credit Suisse	Vender (1)	18,30
	17-dic-2020	MIRABAUD	Comprar (1)	19,40
	17-nov-2020	renta4banco	Mantener (1)	20,24
3	17-nov-2020	MORNINGSTAR	Mantener	19,00
4	16-nov-2020	[redacted]	Mantener	16,75
	16-nov-2020	MEDIOBANCA	Mantener (1)	18,50
5	16-nov-2020	Kepler Cheuvreux	Comprar	24,00
6	13-nov-2020	J.P.Morgan	Mantener	20,50
7	13-nov-2020	BNP PARIBAS	Vender	17,60
	1er Cuartil			18,63
	Mediana			**19,75**
	Media			**20,08**
	3er Cuartil			21,18

Observaciones (Cont.)

5 *"El recientemente anunciado acuerdo de la venta de Chile Electricidad es el principal impulsor detrás de nuestro incremento del 19% en nuestro precio objetivo.* ***Creemos que es hora de mirar más allá de la debacle del GNL y los tipos de cambio de 2020 y darnos cuenta de que ha comenzado una reestructuración significativa en la cartera de activos."*** *Kepler Cheuvreux*

6 *"Creemos que Naturgy* ***ofrece una exposición atractiva a los servicios regulados de las utilities, caracterizados por tener una capacidad de generación de Flujos de Caja fuerte*** *y cierto potencial (poco) de crecimiento orgánico.* ***Vemos más desafíos en sus negocios ligados a commodities: suministro global de gas, donde la empresa esta sujeta a presiones competitivas a escala global*** *y donde los márgenes están sujetos a una mayor volatilidad potencial, y la generación y suministro de energía en España."* *J.P. Morgan*

7 *"La venta de activos principales en 2017 (Gas Colombia e Italia, más una participación del 20% en Distribución de Gas España) a pesar de haberse completado a precios atractivos, ha causado un deterioro en el perfil de riesgo de la compañía y ha mellado el perfil de crecimiento de ingresos. El balance parece estar apretado y* ***tememos que apalancar a una empresa altamente liberalizada para pagar dividendos a los accionistas podría no ser una estrategia sostenible a largo plazo.*** *Naturgy se enfrenta a desafíos adicionales, como la evolución del mercado internacional de GNL y la renegociación de la concesión del oleoducto de Maghreb. Esto, junto con una valoración alta, nos lleva a mantener una postura negativa – creemos que se están factorizando demasiadas esperanzas en la valoración."* *BNP Paribas*

Aunque no se considera como una metodología de valoración, la estimación de los precios objetivo del consenso de analistas está alineada con nuestro rango concluido.

(1) No hemos tenido acceso a los informes completos. Fuente: Bloomberg.

10

Enfoque de Mercado

10.A. Múltiplos de Compañías Cotizadas

10.B. Múltiplos de Transacciones

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Metodología

El método de compañías comparables cotizadas considera el precio de mercado de compañías que cotizan activamente en los mercados bursátiles u *Over The Counter*.

Aunque no hay dos empresas idénticas, las compañías seleccionadas como comparables están involucradas en las mismas industrias que cada una de las líneas de negocio de Naturgy y, por lo tanto, están sujetas a riesgos similares y por ende a los de la Compañía en su conjunto.

El análisis de los múltiplos de mercado tras la selección final de estas compañías comparables cotizadas, proporciona una información valiosa acerca de las percepciones de los inversores desde un punto de vista de valoración y, por lo tanto, del valor de la Compañía.

Para estimar el valor de mercado del negocio hemos utilizado el método de las compañías comparables cotizadas siguiendo los pasos detallados a continuación:

1. Hemos identificado y seleccionado las compañías cotizadas comparables en función de diversos factores, incluyendo la industria, líneas de negocio en las que están involucradas, tecnologías de generación de energía, geografías de actuación, etc. (ver *Secciones 12.A* y *12.B*).

2. Hemos seleccionado el múltiplo, VE/EBITDA para nuestro análisis.

   No hemos tenido en cuenta el ratio VE/Ingresos, ya que ignora la variable de generación de rentabilidad de cada una de las empresas.

Metodología (cont.)

2. Adicionalmente, el múltiplo VE/EBITDA tiene la ventaja de que no se ve afectado por las diferentes prácticas contables sobre depreciación y amortización entre las diferentes compañías y geografías. El EBITDA es la aproximación más cercana a los flujos de caja libres generados por una compañía.

   Hemos descartado la utilización de múltiplos VE/MW para las líneas de negocio de generación debido a la falta de comparabilidad del mix tecnológico de generación y vidas remanentes de las mismas, entre Naturgy y los comparables.

   Hemos calculado los múltiplos de mercado mencionados para cada compañía comparable, basándonos en información financiera histórica de 2019 y 2020 y prospectiva para años futuros.

3. Hemos aplicado los múltiplos de mercado concluidos al EBITDA normalizado proyectado para el Grupo para los próximos cinco años (media de los EBITDAs proyectados 2021 – 2025). Los múltiplos se calcularon de forma ponderada atendiendo al porcentaje de contribución de los EBITDAs por línea de negocio sobre el EBITDA total del Grupo en los respectivos años.

Ver *Sección 12.A* para más información sobre la selección de los grupos de comparables.

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Múltiplos de compañías cotizadas

De acuerdo al análisis realizado, hemos estimado los múltiplos para cada grupo de comparables de Naturgy para posteriormente, de acuerdo a los EBITDAs estimados para cada línea de negocio, calcular un múltiplo promedio ponderado aplicable al EBITDA total de la Compañía.

Cabe destacar que no hemos encontrado ningún patrón de acuerdo a métricas como tamaño, márgenes o crecimiento, que pudiera explicar por sí solo las diferencias entre los múltiplos de las compañías. Se han realizado diferentes regresiones en base a dichos parámetros, sin concluir en valores de R^2 significativos, por lo que hemos utilizado la mediana de los múltiplos para cada grupo.

	Mediana de los Múltiplos por Grupo				% EBITDA			
	2019	2020	2021E	Media 16-20(1)	2019(3)	2020(4)	2021E	Media 21-25
Gas & Electricidad								
Generación Europa								
Generación Convencional	9,7x	10,0x	7,3x	9,1x	2,3%	4,4%	4,7%	5,6%
Generación Renovables	12,8x	21,3x	15,1x	14,6x	3,9%	5,2%	5,6%	5,5%
Generación Internacional	7,3x	6,4x	7,0x	7,2x	8,8%	8,8%	10,1%	10,6%
Comercialización gas, electricidad y servicios	9,9x	9,7x	7,7x	9,0x	10,3%	4,3%	6,4%	9,4%
GNL Internacional	8,2x	10,1x	7,8x	10,2x	8,0%	3,4%	6,4%	6,6%
Infraestructuras EMEA								
Redes gas España	9,6x	9,2x	7,1x	9,4x	21,6%	24,6%	22,4%	20,4%
Redes electricidad España	9,8x	9,7x	8,1x	9,0x	15,6%	17,8%	16,9%	16,4%
EMPL (2)	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	7,2%	6,9%	4,8%	0,9%
Infraestructura LatAm Norte								
México Gas	10,8x	11,7x	8,4x	11,0x	5,3%	6,1%	6,0%	6,3%
Panamá Electricidad	8,3x	7,6x	7,2x	7,6x	3,4%	3,6%	3,9%	4,5%
Infraestructura LatAm Sur								
Chile Gas	10,8x	11,7x	8,4x	11,0x	5,5%	6,4%	5,7%	5,8%
Brasil Gas (2)	8,5x	8,5x	8,5x	8,5x	6,1%	5,9%	5,3%	6,2%
Argentina (Gas y Electricidad) (2)	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	2,0%	2,5%	1,9%	1,9%
Múltiplo Ponderado	**8,7x**	**9,2x**	**7,6x**	**9,2x**	100%	100%	100%	100%

(1) Los múltiplos históricos antes de 2019 no han sido ajustados por la aplicación de la NIIF 16.
(2) Múltiplos implícitos del DFC, ya que los múltiplos del mercado no son aplicables en estos casos (EMPL y Brasil no cuentan con un valor terminal. En el caso de Argentina, la incertidumbre política y alto CRP no estarían capturados en los múltiplos de mercado).
(3) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs por línea de negocio originalmente reportados en las CCAA de 2019
(4) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs reportados hasta los 9M20 bajo la estructura de reporte antigua.

Conclusión de valor

Hemos aplicado los múltiplos mínimo y máximo calculados en la tabla de la izquierda (2019 y media 2016-2020) al EBITDA normalizado calculado como la media del periodo proyectado 2021-2025. Hemos descartado el múltiplo de 2021, debido a que es anormalmente bajo en relación a las observaciones históricas. Adicionalmente, hemos realizado los ajustes pertinentes a la deuda neta ajustada y otros activos/pasivos para estimar el rango de valor por acción.

€mm	Norm. (21-25)	
EBITDA normalizado (Actividades de Explotación) (5)	3.942	
Resto	(57)	
EBITDA Normalizado Total	**3.885** (5)	
Múltiplo Aplicado	**8,7x**	**9,2x**
VE Total	**33.702**	**35.733**
DFN Ajustada (6)	(11.914)	(11.914)
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.788**	**23.819**
Intereses Minoritarios	(3.773)	(3.773)
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**18.016**	**20.046**
€/acción	***18,7***	***20,9***

Rango concluido:

La conclusión del rango de valor para el análisis de múltiplos de compañías cotizadas se encuentra entre **€18,7** y **€20,9** por acción. Este rango de valor se ha utilizado como contraste al rango de valoración concluido mediante la metodología de DFC.

(5) La normalización se ha estimado con la media de los EBITDAs proyectados (2021 – 2025) para cada una de las líneas de negocio.
(6) Ver Sección 3.A.

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Múltiplos de cotizadas – Generación Europa (Convencional)

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Generación Europa (Convencional):

Múltiplos de cotizadas – Generación Europa (Convencional)

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
A2A S.p.A.	7,6x	7,1x	6,6x	7,2x
BKW AG	4,7x	6,8x	6,6x	4,6x
CEZ, a. s.	6,9x	5,7x	6,4x	6,8x
Edison S.p.A.	11,7x	11,9x	n.a.	13,7x
EDP - Energias de Portugal, S.A.	10,0x	11,5x	10,2x	10,3x
Electricité de France S.A.	4,5x	5,3x	4,8x	4,7x
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	10,5x	9,9x	n.a.	8,6x
Endesa, S.A.	9,7x	9,0x	8,1x	8,7x
Enel SpA	8,5x	9,5x	8,2x	8,0x
ENGIE SA	4,9x	5,2x	5,1x	5,3x
Fortum Oyj	10,7x	14,5x	8,1x	11,6x
Iberdrola, S.A.	11,0x	13,0x	10,6x	11,0x
Lechwerke AG	23,7x	26,1x	n.a.	21,2x
Mainova AG	22,7x	24,5x	n.a.	15,4x
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	3,7x	4,0x	2,8x	3,9x
RWE Aktiengesellschaft	n.a.	23,6x	5,4x	25,3x
VERBUND AG	14,8x	21,2x	20,2x	14,8x
Máximo	23,7x	26,1x	20,2x	25,3x
3er Cuartil	**11,0x**	**14,1x**	**8,4x**	**13,2x**
Media	10,3x	12,2x	8,0x	10,6x
Mediana	**9,7x**	**10,0x**	**7,3x**	**9,1x**
1er Cuartil	**6,9x**	**6,8x**	**5,7x**	**6,9x**
Mínimo	3,7x	4,0x	2,8x	3,9x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de cotizadas – Generación Europa (Renovables)

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Generación Europa (Renovables):

Múltiplos de cotizadas – Generación Europa (Renovables)

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
EDP Renováveis, S.A.	11,7x	30,0x	15,6x	14,6x
Encavis AG	12,8x	21,3x	17,7x	12,5x
ERG S.p.A.	8,7x	9,8x	9,2x	8,1x
Ørsted A/S	16,3x	29,7x	23,1x	17,0x
SSE plc	23,5x	13,6x	11,9x	13,0x
Alerion Clean Power S.p.A.	10,9x	16,0x	n.a.	10,6x
Arise AB (publ)	7,4x	11,2x	8,3x	10,2x
NextEra Energy Partners, LP	19,6x	20,4x	9,1x	16,2x
TransAlta Renewables Inc.	18,7x	25,5x	13,8x	19,6x
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	29,6x	26,2x	18,9x	25,5x
Atlantica Sustainable Infrastructure plc	10,5x	13,8x	10,8x	11,2x
Energiekontor AG	13,0x	20,1x	13,6x	10,8x
Grenergy Renovables, S.A.	41,1x	54,4x	19,7x	38,6x
Scatec ASA	19,7x	30,9x	18,0x	18,2x
Innergex Renewable Energy Inc.	3,6x	18,0x	15,1x	15,1x
The Renewables Infrastructure Group Limited	14,8x	39,1x	n.a.	17,1x
PNE AG	5,8x	35,2x	21,1x	13,4x
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	25,3x	80,0x	38,4x	30,5x
Falck Renewables S.p.A.	6,7x	10,8x	8,8x	8,2x
Neoen S.A.	10,0x	28,0x	21,3x	15,9x
Máximo	41,1x	80,0x	38,4x	38,6x
3er Cuartil	**19,6x**	**30,0x**	**19,3x**	**17,1x**
Media	15,2x	25,9x	15,9x	16,0x
Mediana	**12,8x**	**21,3x**	**15,1x**	**14,6x**
1er Cuartil	**9,0x**	**13,8x**	**10,0x**	**10,8x**
Mínimo	3,6x	9,8x	8,3x	8,1x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Múltiplos de cotizadas – Generación Internacional

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Generación Internacional:

Múltiplos de cotizadas – Generación Internacional

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	5,9x	4,3x	5,2x	4,9x
Colbún S.A.	5,8x	6,3x	6,3x	6,9x
Companhia Energética de Minas Gerais	7,4x	5,7x	5,4x	5,7x
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	6,1x	5,0x	5,2x	5,1x
CPFL Energia S.A.	8,9x	7,9x	7,6x	8,9x
Enel Américas S.A.	6,8x	6,4x	5,1x	6,1x
Enel Chile S.A.	8,2x	8,1x	8,1x	7,3x
Enel Generación Chile S.A.	7,2x	6,1x	5,3x	7,2x
Engie Brasil Energia S.A.	9,8x	8,7x	8,0x	8,4x
Equatorial Energia S.A.	6,8x	6,2x	8,9x	7,9x
Voltalia SA	23,2x	35,6x	18,2x	19,8x
Máximo	23,2x	35,6x	18,2x	19,8x
3er Cuartil	**8,9x**	**8,3x**	**8,2x**	**8,5x**
Media	8,8x	9,2x	7,7x	8,1x
Mediana	**7,3x**	**6,4x**	**7,0x**	**7,2x**
1er Cuartil	**6,6x**	**6,0x**	**5,3x**	**6,0x**
Mínimo	5,8x	4,3x	5,1x	4,9x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de cotizadas – Comercialización gas, electricidad y servicios

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Comercialización gas, electricidad y servicios:

Múltiplos de cotizadas – Comercialización gas, electricidad y servicios

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
A2A S.p.A.	7,6x	7,1x	6,6x	7,2x
CEZ, a. s.	6,9x	5,7x	6,4x	6,8x
E.ON SE	15,3x	8,9x	7,4x	9,3x
Edison S.p.A.	11,7x	11,9x	n.a.	13,7x
EDP - Energias de Portugal, S.A.	10,0x	11,5x	10,2x	10,3x
Electricité de France S.A.	4,5x	5,3x	4,8x	4,7x
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	10,5x	9,9x	n.a.	8,6x
Endesa, S.A.	9,7x	9,0x	8,1x	8,7x
Enel SpA	8,5x	9,5x	8,2x	8,0x
ENGIE SA	4,9x	5,2x	5,1x	5,3x
Fortum Oyj	10,7x	14,5x	8,1x	11,6x
Hera S.p.A.	9,6x	8,1x	6,9x	8,2x
Iberdrola, S.A.	11,0x	13,0x	10,6x	11,0x
Lechwerke AG	23,7x	26,1x	n.a.	21,2x
Mainova AG	22,7x	24,5x	n.a.	15,4x
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	3,7x	4,0x	2,8x	3,9x
VERBUND AG	14,8x	21,2x	20,2x	14,8x
Máximo	23,7x	26,1x	20,2x	21,2x
3er Cuartil	**11,6x**	**12,7x**	**8,4x**	**11,5x**
Media	10,8x	11,4x	8,1x	9,9x
Mediana	**9,9x**	**9,7x**	**7,7x**	**9,0x**
1er Cuartil	**7,8x**	**7,4x**	**6,5x**	**7,4x**
Mínimo	3,7x	4,0x	2,8x	3,9x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Múltiplos de cotizadas – GNL Internacional

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de GNL Internacional:

Múltiplos de cotizadas – GNL Internacional

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
Exxon Mobil Corporation	10,6x	12,9x	8,1x	12,0x
Chevron Corporation	7,4x	12,1x	7,5x	10,8x
Royal Dutch Shell plc	5,5x	5,5x	4,5x	6,6x
TOTAL SE	4,9x	6,1x	5,1x	5,8x
Cheniere Energy, Inc.	13,3x	10,0x	11,7x	43,3x
BP p.l.c.	4,5x	5,7x	4,2x	5,8x
Gaztransport & Technigaz SA	17,1x	11,4x	13,8x	12,7x
Máximo	17,1x	12,9x	13,8x	43,3x
3er Cuartil	**11,3x**	**11,6x**	**9,3x**	**12,2x**
Media	9,0x	9,2x	7,9x	13,3x
Mediana	**8,2x**	**10,1x**	**7,8x**	**10,2x**
1er Cuartil	**5,3x**	**6,0x**	**5,0x**	**6,4x**
Mínimo	4,5x	5,5x	4,2x	5,8x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de cotizadas – Redes gas España

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Redes gas España:

Múltiplos de cotizadas – Redes gas España

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
E.ON SE	15,3x	8,9x	7,4x	9,3x
Enagás, S.A.	9,1x	7,1x	6,3x	9,4x
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	10,5x	9,9x	n.a.	8,6x
ENGIE SA	4,9x	5,2x	5,1x	5,3x
EVN AG	6,6x	6,6x	5,2x	5,8x
Fluxys Belgium SA	11,9x	11,7x	12,5x	11,8x
Hera S.p.A.	9,6x	8,1x	6,9x	8,2x
Iren SpA	8,3x	7,3x	6,3x	7,6x
Italgas S.p.A.	9,7x	9,5x	9,1x	14,5x
Mainova AG	22,7x	24,5x	n.a.	15,4x
Snam S.p.A.	11,6x	12,5x	12,3x	11,8x
Máximo	22,7x	24,5x	12,5x	15,4x
3er Cuartil	**11,7x**	**10,5x**	**9,0x**	**11,8x**
Media	10,8x	10,1x	8,0x	9,8x
Mediana	**9,6x**	**9,2x**	**7,1x**	**9,4x**
1er Cuartil	**8,8x**	**7,3x**	**6,3x**	**8,0x**
Mínimo	4,9x	5,2x	5,1x	5,3x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Múltiplos de cotizadas – Redes electricidad España

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Redes electricidad España:

Múltiplos de cotizadas – Redes electricidad España

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
A2A S.p.A.	7,6x	7,1x	6,6x	7,2x
BKW AG	4,7x	6,8x	6,6x	4,6x
CEZ, a. s.	6,9x	5,7x	6,4x	6,8x
E.ON SE	15,3x	8,9x	7,4x	9,3x
EDP - Energias de Portugal, S.A.	10,0x	11,5x	10,2x	10,3x
Electricité de France S.A.	4,5x	5,3x	4,8x	4,7x
Elia Group SA/NV	11,0x	13,1x	13,1x	12,5x
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	10,5x	9,9x	n.a.	8,6x
Endesa, S.A.	9,7x	9,0x	8,1x	8,7x
Enel SpA	8,5x	9,5x	8,2x	8,0x
ENGIE SA	4,9x	5,2x	5,1x	5,3x
EVN AG	6,6x	6,6x	5,2x	5,8x
Fortum Oyj	10,7x	14,5x	8,1x	11,6x
Hera S.p.A.	9,6x	8,1x	6,9x	8,2x
Iberdrola, S.A.	11,0x	13,0x	10,6x	11,0x
Iren SpA	8,3x	7,3x	6,3x	7,6x
Lechwerke AG	23,7x	26,1x	n.a.	21,2x
Mainova AG	22,7x	24,5x	n.a.	15,4x
National Grid plc	12,0x	12,7x	12,1x	12,1x
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	3,7x	4,0x	2,8x	3,9x
Red Eléctrica Corporación, S.A.	10,0x	10,0x	9,8x	9,9x
SSE plc	23,5x	13,6x	11,9x	13,0x
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	11,7x	12,1x	11,7x	11,3x
Máximo	23,7x	26,1x	13,1x	21,2x
3er Cuartil	**11,2x**	**12,8x**	**10,2x**	**11,4x**
Media	10,7x	10,6x	8,1x	9,5x
Mediana	**9,8x**	**9,7x**	**8,1x**	**9,0x**
1er Cuartil	**7,4x**	**7,0x**	**6,4x**	**7,1x**
Mínimo	3,7x	4,0x	2,8x	3,9x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de cotizadas – Chile Gas

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Chile Gas:

Múltiplos de cotizadas – Chile Gas

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	9,2x	11,7x	n.a.	7,5x
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	18,5x	21,6x	n.a.	16,2x
Engie Brasil Energia S.A.	9,8x	8,7x	8,0x	8,4x
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	10,8x	11,9x	7,8x	11,6x
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	12,7x	11,3x	8,5x	13,2x
Promigas S.A. E.S.P.	12,4x	12,4x	9,9x	11,0x
Máximo	18,5x	21,6x	9,9x	16,2x
3er Cuartil	**12,5x**	**12,1x**	**8,5x**	**12,4x**
Media	11,8x	12,5x	8,5x	11,1x
Mediana	**10,8x**	**11,7x**	**8,4x**	**11,0x**
1er Cuartil	**9,5x**	**10,7x**	**8,0x**	**9,0x**
Mínimo	9,0x	8,7x	7,8x	7,5x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de Compañías Cotizadas

Múltiplos de cotizadas – México Gas

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de México Gas:

Múltiplos de cotizadas – México Gas

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	9,2x	11,7x	n.a.	7,5x
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	18,5x	21,6x	n.a.	16,2x
Engie Brasil Energia S.A.	9,8x	8,7x	8,0x	8,4x
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	10,8x	11,9x	7,8x	11,6x
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	12,7x	11,3x	8,5x	13,2x
Promigas S.A. E.S.P.	12,4x	12,4x	9,9x	11,0x
Máximo	18,5x	21,6x	9,9x	16,2x
3er Cuartil	**12,5x**	**12,1x**	**8,5x**	**12,4x**
Media	11,8x	12,5x	8,5x	11,1x
Mediana	**10,8x**	**11,7x**	**8,4x**	**11,0x**
1er Cuartil	**9,5x**	**10,7x**	**8,0x**	**9,0x**
Mínimo	9,0x	8,7x	7,8x	7,5x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

Múltiplos de cotizadas – Panamá Electricidad

En la siguiente tabla presentamos el análisis de múltiplos de cotizadas para la línea de negocio de Panamá Electricidad:

Múltiplos de cotizadas – Panamá Electricidad

Resumen de Múltiplos de Mercado	VE/EBITDA			
Compañía	2019	2020	2021E	Media 2016-2020
Naturgy Energy Group, S.A.	9,0x	10,2x	8,4x	9,6x
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	5,9x	4,3x	5,2x	4,9x
Companhia Energética de Minas Gerais	7,4x	5,7x	5,4x	5,7x
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	6,1x	5,0x	5,2x	5,1x
Compañía General de Electricidad S.A.	8,6x	12,1x	n.a.	11,8x
CPFL Energia S.A.	8,9x	7,9x	7,6x	8,9x
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	7,6x	6,0x	6,9x	5,0x
Enel Américas S.A.	6,8x	6,4x	5,1x	6,1x
Enel Chile S.A.	8,2x	8,1x	8,1x	7,3x
Energisa S.A.	10,8x	9,7x	n.a.	9,1x
Engie Brasil Energia S.A.	9,8x	8,7x	8,0x	8,4x
Equatorial Energia S.A.	6,8x	6,2x	8,9x	7,9x
Luz del Sur S.A.A.	14,2x	15,7x	13,8x	11,7x
Neoenergia S.A.	8,4x	7,2x	6,8x	5,3x
Máximo	14,2x	15,7x	13,8x	11,8x
3er Cuartil	**8,9x**	**9,4x**	**8,2x**	**9,1x**
Media	8,5x	8,1x	7,5x	7,6x
Mediana	**8,3x**	**7,6x**	**7,2x**	**7,6x**
1er Cuartil	**7,0x**	**6,0x**	**5,3x**	**5,4x**
Mínimo	5,9x	4,3x	5,1x	4,9x

Fuente: Capital IQ y análisis Duff & Phelps.

10 Enfoque de Mercado

10.A. Múltiplos de Compañías Cotizadas

10.B. Múltiplos de Transacciones

Múltiplos de Transacciones – Proceso de Selección

Metodología

El método de Múltiplos de Transacciones sigue el mismo enfoque básico que el método de compañías cotizadas comparables. Mientras que en este último, los múltiplos de mercado se derivan de los precios de la cotización en relación a las ganancias de la compañía (EBITDA en nuestro caso), en el método de transacciones de mercado, los valores de las operaciones de fusión o adquisición se revisan y se comparan a los resultados de las compañías adquiridas (EBITDA) para derivar múltiplos de mercado.

Para la selección de las transacciones comparables, hemos seguido los siguientes pasos:

1. Enfocamos nuestra búsqueda en transacciones que se cerraron a partir de 2017 (1), donde la compañía adquirida opera en cualquiera de las diferentes líneas de negocio de Naturgy, tanto a nivel nacional como internacional.

   Nuestras principales fuentes para el análisis han sido S&P Capital IQ, Mergermarket, así como los estados financieros y comunicados de prensa de las compañías e informes industriales relevantes.

2. En la selección del múltiplo a aplicar, hemos considerado el VE/EBITDA, al ser el EBITDA una aproximación más cercana a los flujos libres de caja generados por las compañías que otras métricas al estar menos afectadas por diferentes políticas contables.

3. Se han analizado las transacciones seleccionadas concluyendo con un múltiplo final sobre la muestra.

(1) También hemos incluido ciertas transacciones relevantes que involucran principalmente negocios relacionados con Naturgy que ocurrieron antes de 2017.

Múltiplos de transacciones de fusiones y adquisiciones

En las siguientes páginas se muestra una descripción del proceso de selección y resumen de las transacciones analizadas, con nuestra conclusión de valor sobre los múltiplos relevantes para cada línea de negocio de Naturgy. Todas las transacciones consideradas para cada línea de negocio se presentan en tablas resumen.

Para cada línea de negocio hemos incluido transacciones de diferentes áreas geográficas, diferenciando entre LatAm y Europa en dos tablas diferentes.

Para las líneas de negocio Generación de Electricidad Convencional y Generación de Electricidad Renovable, también hemos hecho un contraste analizando el múltiplo VE/MW pagado en las transacciones. No obstante, hemos descartado su utilización debido a la falta de comparabilidad del mix tecnológico de generación y vidas remanentes de las mismas, entre Naturgy y las transacciones comparables.

Múltiplos de Transacciones – Proceso de Selección

Proceso de Selección

Para definir las transacciones comparables para cada línea de negocio, hemos realizando un análisis utilizando Standard & Poor's Capital IQ, Mergermarket e informes relevantes de la industria.

Pasos para seleccionar el grupo inicial de transacciones

		Número de transacciones
1.a	Clasificación de la industria[1] (compañía adquirida): *Electric Utilities* or *Gas Utilities* or *Multi-Utilities* or *Independent Power and Renewable Electricity Producers* or *Oil and Gas Storage and Transportation;*	52.050
1.b	Fecha de cierre de la transacción entre 01/01/2017 y 02/01/2021;	10.813
1.c	Localizaciones geográficas (compañía adquirida): Europa o Australia o América Latina y Caribe;	4.248
1.d	Porcentaje adquirido: Más de 20,0%;	2.254
1.e	Valor total de la transacción: Mayor de €100 mm.	244

[1] Los Códigos SIC equivalentes para estas clasificaciones de la industria son 4911, 4922, 4923, 4924, 4925, 4931, 4932, 4939, 4991, 5171, 5172 y 6792.

Un grupo de **244 transacciones** fue preseleccionado para su posterior análisis. A partir de un exhaustivo análisis geográfico y operativo, hemos seleccionado **83 transacciones,** que se distribuyen entre los diferentes segmentos de negocio de la siguiente manera:

- Redes Gas: 16
- Redes Electricidad: 20
- Generación Convencional: 13
- Generación Renovable: 27
- GNL Internacional: 7

En el caso de GNL Internacional, dado que existen pocas compañías puras de GNL con actividades similares a las de Naturgy, hemos añadido un filtro de compañías integradas de *Oil & Gas* [2], que creemos que conllevan tipos de riesgo similares. Este filtro permitió agregar una transacción al segmento internacional de GNL.

2 Obtención de transacciones adicionales a partir de informes industriales relevantes y selección en Mergermarket.

[2] Los Códigos SIC equivalentes para estas clasificaciones de la industria son 1311, 1321, 1382, 2911, 2999, 3731, 4412, 4424, 4432, 4449, 4612, 4613, 4619, 5171 y 5172.

Múltiplos de Transacciones – Resumen de Valoración

Múltiplos de transacciones

A continuación, mostramos la conclusión de nuestro análisis de múltiplos de transacciones (explicada con más detalle en las siguientes páginas):

	Múltiplos de Transacciones			% EBITDA			
	1 Cuart.	Mediana	3 Cuart.	2019(3)	2020(4)	2021E	Media 21-25
Gas & Electricidad							
Generación Europa							
Generación Convencional	7,0x	7,9x	9,9x	2,3%	4,4%	4,7%	5,6%
Generación Renovable	7,5x	9,6x	11,1x	3,9%	5,2%	5,6%	5,5%
Generación Internacional	7,6x	8,3x	9,2x	8,8%	8,8%	10,1%	10,6%
Comercialización gas, electricidad y servicios (1)	7,0x	7,0x	7,0x	10,3%	4,3%	6,4%	9,4%
GNL Internacional	9,9x	10,4x	12,6x	8,0%	3,4%	6,4%	6,6%
Infraestructuras EMEA							
Redes gas España	5,8x	11,0x	13,0x	21,6%	24,6%	22,4%	20,4%
Redes electricidad España	9,3x	10,2x	12,6x	15,6%	17,8%	16,9%	16,4%
EMPL (2)	0,6x	0,6x	0,6x	7,2%	6,9%	4,8%	0,9%
Infraestructuras LatAm Norte							
México Gas	7,7x	8,0x	8,5x	5,3%	6,1%	6,6%	6,3%
Panamá Electricidad	10,2x	13,0x	14,6x	3,4%	3,6%	3,9%	4,5%
Infraestructuras LatAm Sur							
Chile Gas	7,7x	8,0x	8,5x	5,5%	6,4%	5,7%	5,8%
Brasil Gas (2)	8,5x	8,5x	8,5x	6,1%	5,9%	5,3%	6,2%
Argentina (Gas y Electricidad) (2)	0,9x	0,9x	0,9x	2,0%	2,5%	1,9%	1,9%
% EBITDA				100%	100%	100%	100%
Múltiplo Ponderado				**8,7x**	**8,8x**	**9,0x**	**9,2x**

(1) Para Comercialización gas, electricidad y servicios, hemos aplicado el múltiplo de la adquisición del negocio de comercialización de EDP en España por Total S.A., ya que se trata de la transacción comparable más relevante y reciente.
(2) Múltiplos implícitos del DFC, ya que los múltiplos del mercado no son aplicables en estos casos (EMPL y Brasil no cuentan con un valor terminal. En el caso de Argentina, la incertidumbre política y alto CRP no estarían capturados en los múltiplos de mercado).
(3) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs por línea de negocio originalmente en las CCAA de 2019.
(4) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs reportados hasta los 9M2020 bajo la estructura de reporte antigua.
(5) Hemos concluido en la mediana de los múltiplos de las transacciones comparables. Debido a la falta de información pública suficiente, no ha sido posible realizar un análisis de regresión a factores como márgenes o crecimiento.

Conclusión de valores

Hemos aplicado los múltiplos mínimo y máximo calculados en la tabla de la izquierda a un EBITDA normalizado calculado como la media del periodo proyectado 2021-2025. Adicionalmente, hemos realizado los ajustes pertinentes a la deuda neta y otros activos/pasivos para estimar el rango de valor por acción.

€mm	Norm. (21-25)	
EBITDA Total (Actividades de Explotación) (5)	3.942	
Resto	(57)	
EBITDA Total	**3.885** (5)	
Múltiplo aplicado	**8,7x**	**9,2x**
VE Total	**33.746**	**35.760**
DFN Ajustada (6)	(11.914)	(11.914)
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.832**	**23.846**
Intereses Minoritarios	(3.773)	(3.773)
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**18.059**	**20.073**
€/acción	***18,8***	***20,9***

Rango concluido:

El rango concluido para el análisis de múltiplos de transacciones se encuentra entre **€18,8** y **€20,9** por acción. Este rango de valor se ha utilizado como contraste del rango de valoración concluido mediante la metodología de DFC.

A efectos de comparación y dada su relevancia, hemos considerado dos transacciones en las que Naturgy fue objeto de adquisición: 1) la adquisición de 20,07% por CVC Capital Partners Limited y Corporación Financiera Alba, S.A. en 2018, incluida en la muestra de transacciones y cálculo de múltiplos de ciertos negocios, cuyo rango de múltiplo VE/EBITDA fue entre 8,8x y 10,3x usando el EBITDA PDM y UDM respectivamente; y 2) la adquisición del 20% por Global Infrastructure Partners III and GIP III Canary 1 S.a r.l. en 2016, fuera de nuestros parámetros de selección por su antigüedad, cuyo rango de múltiplo se situó entre 7,7x y 8,2x usando el EBITDA PDM y UDM respectivamente. Ambas transacciones se realizaron a un valor de €19/acción, estando ambas, por tanto, situadas dentro del rango de conclusión de múltiplos.

(5) La normalización se ha estimado con la media de los EBITDAs proyectados (2021 – 2025) para cada una de las líneas de negocio.
(6) Ver Sección 3.A.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Convencional - Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Convencional - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Energias de Portugal S.A. (1.7 GW portfolio hidroeléctrico)	ENGIE SA; Credit Agricole Assurances SA; Mirova SA		17/12/2020	EUR	100%	2.200	154	1.689	14,3 x	1,30
2	Uniper SE	Fortum Oyj		08/05/2020	EUR	23%	12.073	1.371	35.100	8,8 x	0,34
3	Scottish Power Ltd (portfolio activos de generación)	Drax Group Plc		01/01/2019	EUR	100%	771	110	2.566	7,0 x	0,30
4	T-Power NV/SA	Tessenderlo Group NV		02/10/2018	EUR	80%	346	52	425	6,6 x	0,81
5	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763*	15.572	8,8x / 10,3x*	n.a.
6	Eight CHP Assets in Poland	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.		13/11/2017	EUR	100%	1.015	146	3300	7,0 x	0,31
7	FHH (Guernsey) Ltd.	Brookfield Renewable UK Hydro Limited		14/08/2017	EUR	25%	776	n.a.	2.100	n.a.	0,37
8	Centrica plc, Langage & South Humber Bank Power Stations	EP UK Investments Limited		20/07/2017	EUR	100%	361	n.a.	2.300	n.a.	0,16

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	6,6 x	0,16
1er Cuartil	**7,0 x**	**0,30**
Media	9,0 x	0,51
Mediana	7,9 x	0,34
3er Cuartil	**9,9 x**	**0,59**
Máx	14,3 x	1,30

* Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Convencional - Europa

1 Energias de Portugal S.A. (cartera hidroeléctrica de 1,7 GW en Portugal) fue adquirida por ENGIE S.A., Credit Agricole Assurances S.A. y Mirova S.A. por €2,2 bn

La cartera hidroeléctrica tiene una potencia instalada de 1,7 GW con un plazo de concesión restante promedio ponderado de 45 años, e incluye tres centrales hidroeléctricas reversibles y tres plantas hidroeléctricas de reciente puesta en funcionamiento.

2 Fortum Oyj completó la adquisición de un 23,4% adicional en Uniper SE de Elliott Management Corporation y sus afiliadas, y Knight Vinke Energy Advisors Limited y sus afiliadas por €4,2 bn

Uniper SE opera en los segmentos de generación de energía en Europa, materias primas globales y generación de energía internacional. La compañía posee y opera varias instalaciones de generación de energía, incluidas plantas de energía de combustibles fósiles, CCGTs, centrales hidroeléctricas y nucleares.

3 Scottish Power Ltd (cartera de varias unidades de almacenamiento por bombeo, centrales hidroeléctricas y plantas de generación alimentadas con gas) fue adquirida por Drax Group Plc por €771 mm

Scottish Power Ltd, con sede en Glasgow, Reino Unido, se dedica a la generación y distribución de energía y es una filial de Iberdrola S.A. Drax ha adquirido activos con capacidad de 2,6 GW.

4 Tessenderlo Group NV adquirió el 80% restante en T-Power NV/SA por aproximadamente €313 mm

T-Power NV/SA es una empresa independiente de generación de energía que produce electricidad a partir de una CCGT con 425 MW de potencia instalada, y que se alimenta de gas natural. La planta está ubicada en Bélgica.

5 Fondos asesorados por CVC Capital Partners Limited y Corporación Financiera Alba, SA llegaron a un acuerdo para adquirir el 20,07% de Gas Natural SDG, SA de Repsol, SA por €3,8 bn el 22 de febrero de 2018. Repsol vendió 200,9 millones de acciones de Gas Natural SDG a un precio de €19 por acción

6 PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. adquirió activos en Polonia de EDF International S.A.S. y EDF Investment II B.V. por aproximadamente €1 bn

Los activos en Polonia comprenden 8 plantas de cogeneración ubicadas en las mayores zonas urbanizadas del país. El motivo de la transacción es ampliar la presencia geográfica de PGE dentro del país y dar acceso a 4,5 mm de clientes potenciales.

7 Brookfield Renewable UK Hydro Limited, junto con sus socios institucionales, adquirieron una participación del 25% en FHH (Guernsey) Ltd. por aproximadamente €217 mm

FHH (Guernsey) Ltd. genera y suministra electricidad a través de centrales hidroeléctricas reversibles. La empresa tiene su sede en Saint Peter Port, Guernsey.

8 EP UK Investments Limited adquirió las centrales de ciclo combinado Langage y South Humber Bank de Centrica plc por €361 mm

Las centrales de ciclo combinado Langage y South Humber Bank tienen una potencia instalada de 2.130 MW. Están ubicadas en el Reino Unido.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Convencional - LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Convencional - LatAm:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Prime Termoflores S.A. E.S.P.	Prime Colombia Barranquilla, S.A.S.		20/09/2019	EUR	100%	375	n.a.	610	n.a.	0,61
2	CESP - Companhia Energética de São Paulo	Consórcio São Paulo Energia		11/12/2018	EUR	36%	406	46	1.655	8,8 x	0,25
3	Enel Generación Chile S.A.	Enel Chile S.A.		22/03/2018	EUR	34%	7.402	793	6351	9,3 x	1,17
4	YPF Energia Eléctrica S.A.	GE Capital Global Holdings, LLC		28/02/2018	EUR	25%	901	152	1.687	5,9 x	0,53
5	Global Power Generation SA *	Wren House Infrastructure Management Limited		05/10/2015	EUR	25%	1.962	261	2.866	7,5 x	0,68

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	5,9 x	0,25
1er Cuartil	**7,1 x**	**0,53**
Media	7,9 x	0,65
Mediana	8,1 x	0,61
3er Cuartil	**8,9 x**	**0,68**
Máx	9,3 x	1,17

* Transacción incluida en el análisis debido a su relevancia para la línea de negocio, a pesar de estar fuera de nuestros parámetros de selección de fechas.

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Convencional - LatAm

1 Prime Energía Colombia S.A.S. y Prime Colombia Barranquilla, S.A.S. adquirieron Zona Franca Celsia S.A.E.S.P. (denominada Prime Termoflores S.A. E.S.P. después de la transacción) por €374 mm

Prime Termoflores S.A.E.S.P. se dedica a la producción de energía térmica a partir de gas en Colombia. Esta transacción incluye las centrales térmicas Flores I y Flores IV ubicadas en la ciudad de Barranquilla, e incluye algunos activos adicionales necesarios para su operación y desarrollo.

2 Consórcio São Paulo Energia adquirió una participación del 35,6% en CESP - Companhia Energética de São Paulo por €398 mm

CESP - Companhia Energética de São Paulo se dedica al estudio, planificación, diseño, construcción y operación de sistemas de producción, transformación, transporte y almacenamiento, distribución y comercialización de energía en Brasil. La compañía opera tres centrales hidroeléctricas con un total de 1.655 MW de potencia instalada.

3 Enel Chile S.A firmó una propuesta no vinculante para adquirir el 33,6% restante de la participación en Enel Generación Chile S.A. por €2,2 bn

Enel Generación Chile S.A., se dedica a la generación, transmisión y distribución de electricidad en Chile. La empresa genera electricidad a través de fuentes de energía hidroeléctrica, térmica y eólica. A 31 de diciembre de 2019, contaba con 6.114 MW de potencia instalada, con 28 instalaciones de generación y un total de 110 unidades de generación.

4 GE Capital Global Holdings, LLC adquirió una participación del 24,99% en YPF Energía Eléctrica S.A. de YPF Sociedad Anónima por aproximadamente €253 mm

YPF Energía Eléctrica S.A. se dedica a la generación de electricidad, principalmente a través de CCGTs. La empresa también desarrolla y construye parques eólicos.

5 Wren House Infrastructure Management Limited adquirió una participación del 25% en Global Power Generation S.A. por €511 millones

Global Power Generation S.A. desarrolla, construye y opera activos en todo el mundo que generan electricidad a través de fuentes eólicas (en Australia y México), centrales de ciclo combinado e hidráulicas (en Costa Rica, Panamá y México), y centrales térmicas (en Kenia), entre otros. Cuenta con 2.866 MW de potencia instalada y una plantilla de 800 profesionales.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Renovable - Europa

A continuación, mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Renovable - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Renewable Business of Viesgo Infraestructuras Energéticas	EDP Renováveis, S.A.		16/12/2020	EUR	100%	565	60	511	9,4 x	1,11
2	Grupo Iberwind	Ventient Energy S.a r.l.		08/10/2020	EUR	100%	987	154	726	6,4 x	1,36
3	Photovoltaic portfolio of ACS	Galp Energia, SGPS, S.A.		15/09/2020	EUR	75%	2.200	n.a.	2.930	n.a.	0,75
4	ACWA Power CF Karad PV Park EAD	Enery Development GmbH		10/09/2020	EUR	100%	100	12	60	8,2 x	1,67
5	572 MW Portfolio of Solar PV Power Plants in Spain of X-ELIO	China Three Gorges (Europe) S.A.		18/08/2020	EUR	100%	500	n.a.	500	n.a.	1,00
6	ACCIONA Energia Internacional, S.A.	Acciona, S.A.; AXA		10/04/2020	EUR	33%	1.337	435	2.272	3,1 x	0,59
7	997 MW Operating Onshore Wind Portfolio	J.P. Morgan Asset Management		30/07/2019	EUR	51%	1.600	n.a.	997	n.a.	1,60
8	EDF Energia Italia S.r.l.	Edison S.p.A.		17/07/2019	EUR	70%	246	70	342	3,5 x	0,72
9	250 MW Concentrated Solar Power facilities of ContourGlobal	Energy Infrastructure Partners		22/05/2019	EUR	49%	273	110	250	2,5 x	1,09
10	Sirocco Wind Holding AB	The Renewables Infrastructure Group Limited		31/03/2019	EUR	100%	359	22	213	16,4 x	1,69
11	Eolia Renovables de Inversiones, S.C.R., S.A.	Alberta Investment Management Corporation		05/03/2019	EUR	90%	1.400	n.a.	669	13,7 x	2,09
12	EDP Small Hydro, S.A.	Aquila Capital		19/12/2018	EUR	100%	164	21	103	7,8 x	1,59
13	RTR	Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR SpA; F2i		10/10/2018	EUR	100%	1.300	130	334	10,0 x	3,89
14	Eolus Vind AB, 79-MW Jenasen Wind Project	MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH		30/08/2018	EUR	100%	106	n.a.	79	n.a.	1,34
15	Saeta Yield, S.A.	TerraForm Power, Inc.		12/06/2018	EUR	100%	2.450	242	1.028	10,1 x	2,38
16	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763*	15.572	8,8x / 10,3x*	n.a.
17	Atlantica Yield plc (nka:Atlantica Sustainable Infrastructure plc)	Algonquin Power & Utilities Corp.		09/03/2018	EUR	25%	6.858	698	1.442	9,8 x	4,76
18	Alerion Clean Power S.p.A.	FRI-EL Green Power S.p.A.		18/12/2017	EUR	55%	319	36	306	8,8 x	1,04
19	Quadran SAS	Total Direct Energie SA		31/10/2017	EUR	100%	681	40	360	17,0 x	1,89
20	EDPR PT PE	ACE Portugal Sàrl		30/06/2017	EUR	49%	506	n.a.	442	n.a.	1,15
21	FUTUREN SA	EDF Energies Nouvelles S.A.		09/06/2017	EUR	62%	394	28	746	14,1 x	0,53

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	2,5 x	0,53
1er Cuartil	**7,5 x**	**1,00**
Media	9,4 x	1,58
Mediana	9,6 x	1,34
3er Cuartil	**11,1 x**	**1,69**
Máx	17,0 x	4,76

* Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Renovable - Europa

1 EDP Renováveis compró el negocio de renovables de Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L. por €565 mm

EDP Renováveis, S.A. adquirió el 100% de Viesgo Renovables, que comprende una cartera de 506 MW de potencia instalada renovable ubicada en España (84%) y Portugal (16%).

2 Grupo Iberwind fue adquirido por Ventient Energy S.a.r.l. de CK Infrastructure Holdings Limited y Power Assets Holdings Limited por €987 mm

Ventient Energy S.a.r.l. adquirió el Grupo Iberwind, compañía con sede en Portugal que actúa en la promoción, desarrollo y operación de proyectos de energías renovables. Cuenta con 31 parques eólicos con una potencia instalada de 726 MW.

3 ACS Servicios, Comunicaciones y Energia, S.L. (proyectos de generación de energía fotovoltaica) fue adquirida por Galp Energia, SGPS, S.A. por €760 mm

Galp Energía, SGPS, S.A. adquirió activos de energía fotovoltaica de ACS Servicios, Comunicaciones y Energía, S.L. Los activos fotovoltaicos incluyen proyectos que se encuentran actualmente en operación y otros que se espera que estén en operación en 2023, con una potencia instalada total de aproximadamente 2.930 MW.

4 ACF Renewable Energy Limited, una filial de ACWA Power, completó la venta de su participación del 100% en ACWA Power CF Karad PV Park EAD, propietaria de la planta de energía fotovoltaica Karadzhalovo de 60,4 MW en Bulgaria, a Energy Development GmbH por € 100 mm

ACWA Power International desarrolla, invierte, y opera una cartera de plantas de generación de energía y producción de agua desalinizada. Los proyectos de la empresa incluyen energía térmica, solar fotovoltaica, solar CSP y eólica.

5 China Three Gorges (Europa) S.A. adquirió una cartera de 572 MW de plantas de energía solar fotovoltaica de X-ELIO Energy, S.L. por €500 mm

X-ELIO Energy, S.L. desarrolla, construye, y opera plantas fotovoltaicas. La cartera de 572 MW de plantas de energía solar fotovoltaica de X-ELIO Energy, S.L. se encuentra en España.

6 Acciona, S.A. y AXA Investment Managers - Real Assets, adquirieron el 33,33%, que equivale al negocio de Generación Internacional de ACCIONA Energía Internacional, S.A., a KKR & Co. Inc., por €445 mm

ACCIONA Energía Internacional, S.A., es una empresa de generación de energía renovable con la mayoría de sus activos en México. Opera plantas de energía eólica, fotovoltaica y termosolar.

7 J. P. Morgan Asset Management completó la adquisición de una participación del 51% en una cartera de activos de generación de energía eólica de EDP Renováveis, S.A. por €808 mm

La cartera de activos de generación de energía eólica adquirida cuenta con 997 MW de potencia instalada. El alcance de la transacción cubre 388 MW en operación en Francia, 348 MW en operación en España, 191 MW en operación en Portugal (parte de los activos ex-ENEOP) y 71 MW en operación en Bélgica.

8 Edison S.p.A. adquirió el 70% restante de EDF Energia Italia S.r.l. de EDF Renouvelables, S.A. por €172 mm

EDF Energia Italia S.r.l. (antes EDF Italia S.p.A.) genera y distribuye energía eléctrica. La empresa fue fundada en 2000 y tiene su sede en Roma, Italia.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Renovable - Europa

9 Energy Infrastructure Partners AG llegó a un acuerdo para adquirir una participación del 49% en instalaciones de energía solar de ContourGlobal plc por €134 mm

Las instalaciones de energía solar adquiridas cuentan con 250 MW de potencia instalada y comprenden cinco plantas de energía solar de 50 MW ubicadas en España.

10 The Renewables Infrastructure Group Limited completó la adquisición de Sirocco Wind Holding AB, de Arise AB y Sydvastanvind AB, por €207 mm

Sirocco Wind Holding AB opera plantas de energía eólica. La empresa se constituyó en 2014 y tiene su sede en Malmo, Suecia.

11 Alberta Investment Management Corporation compró una participación del 90% en Eolia Renovables de Inversiones, S.C.R., S.A. de fondos administrados por Oaktree Capital Management por €1,4 bn

Eolia Renovables de Inversiones, S.C.R., S.A. desarrolla, construye y opera parques eólicos y plantas solares fotovoltaicas. La empresa fue fundada en 2007 y tiene su sede en Madrid, España.

12 Aquila Capital completó la compra de EDP Small Hydro, S.A. de EDP Gestão da Produção de Energia, S.A. por un valor de empresa de aproximadamente €164 mm

EDP Small Hydro, S.A. opera 21 centrales hidroeléctricas pequeñas. Las centrales están distribuidas en las regiones norte y central de Lisboa, en Portugal.

13 El fondo III de F2i, gestionado por Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR S.p.A., adquirió RTR de Terra Firma Capital Partners Limited por €1,3 bn

RTR produce y distribuye energía proveniente de fuentes solares. La empresa fue fundada en 2009 y tiene su sede en Roma, Italia.

14 MEAG MUNICH ERGO Asset Management GmbH adquirió el proyecto eólico Jenasen en el municipio de Sundsvall a Eolus Vind AB por €106 mm

El proyecto eólico Jenasen cuenta con 79 MW de potencia instalada y está ubicado en el municipio de Sundsvall, en Suecia.

15 TerraForm Power, Inc. compró el 100% de Saeta Yield, S.A. por €2,45 bn.

Saeta Yield, S.A. opera en España 16 parques eólicos y 5 plantas termosolares con una capacidad total de 539 MW y 250 MW, respectivamente. También opera 2 parques eólicos con una capacidad total de 95 MW en Uruguay, y 9 parques eólicos con una capacidad total de 144 MW en Portugal.

16 Fondos asesorados por CVC Capital Partners Limited y Corporación Financiera Alba, SA llegaron a un acuerdo para adquirir el 20,07% de Gas Natural SDG, SA de Repsol, SA por €3,8 bn el 22 de febrero de 2018. Repsol vendió 200,9 millones de acciones de Gas Natural SDG a un precio de €19 por acción

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Renovable - Europa

17 Algonquin Power & Utilities Corp. adquirió una participación del 25% en Atlantica Yield plc por €536 mm

Atlantica Sustainable Infrastructure plc posee 25 activos con 1.496 MW de capacidad total instalada de generación de energía renovable. También opera centrales de cogeneración alimentadas con gas, cuenta con infraestructuras de transmisión y transporte de electricidad, y posee activos de tratamientos de aguas. Está presente en Estados Unidos, México, Perú, Chile, Uruguay, España, Argelia y Sudáfrica.

18 FRI-EL Green Power S.p.A. compró una participación en Alerion Clean Power S.p.A. por €248 mm

Alerion Clean Power es un grupo industrial eléctrico que cotiza en la Bolsa de Milán, especializado en la producción de electricidad a partir de fuentes renovables y en particular en el sector eólico. Es una de las principales empresas industriales independientes en Italia que se centra exclusivamente en la producción de energía renovable.

19 Total Direct Energie S.A. adquiere el negocio ubicado en Francia de Quadran S.A.S. por €681 mm

Quadran S.A.S., se dedica a la producción de energía renovable. Los negocios que tiene en Francia incluyen las actividades de producción de energía eólica terrestre, biogás, solar e hidráulica.

20 ACE Portugal Sàrl firmó un acuerdo para adquirir el 49% de las acciones de EDPR PT PE a Edp Renewables Europe SL por €248 mm

ACE Portugal adquirió una cartera con 422 MW de potencia instalada de activos eólicos ubicados en Portugal.

21 EDF Energies Nouvelles S.A. completó la adquisición de una participación del 61,6% en FUTUREN S.A. por €305 mm

FUTUREN S.A. opera como productor independiente de electricidad en Alemania, Francia, Marruecos e Italia. Opera parques eólicos terrestres con 632 MW de potencia instalada. La empresa se denominaba anteriormente como THEOLIA S.A. y cambió su nombre a FUTUREN S.A. en septiembre de 2015.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Renovable - LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Renovable - LatAm:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Santa Vitória do Palmar Holding S.A.	Omega Geração S.A.		30/11/2020	EUR	78%	246	29	402	8,4 x	0,61
2	Infigen Energy Limited	Iberdrola Renewables Australia Pty Ltd		21/10/2020	EUR	100%	881	100	907	8,8 x	0,97
3	EDP Renovaveis (Parques eólicos)	Actis LLP		12/02/2020	EUR	100%	286	n.a.	137	n.a.	2,08
4	Renova Energia S.A.	Cemig Geração e Transmissão S.A.; Light Energia S.A.		04/04/2019	EUR	52%	134	n.a.	628	n.a.	0,21
5	Tamar Pequenas Centrais Hidroelétricas S.A.	Statkraft Renováveis S.A.		21/12/2018	EUR	100%	170	n.a.	201	n.a.	0,85
6	CPFL Energias Renováveis S.A.	State Grid Brazil Power Participações Ltda.		26/11/2018	EUR	48%	3.131	294	2.133	10,6 x	1,47

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	8,4 x	0,21
1er Cuartil	**8,6 x**	**0,67**
Media	9,3 x	1,03
Mediana	8,8 x	0,91
3er Cuartil	**9,7 x**	**1,34**
Máx	10,6 x	2,08

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Generación Renovable - LatAm

1 Omega Geração S.A. completó la adquisición del 78% de las acciones de Santa Vitória do Palmar Holding S.A. a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. por €226 mm

Santa Vitória do Palmar Holding S.A. opera como productor independiente de energía eléctrica en Brasil. Se dedica al desarrollo, implementación y operación de plantas de energía eólica en Rio Grande do Sul.

2 Iberdrola Renewables Australia Pty Ltd completó la adquisición de Infigen Energy Limited por €861 mm

Iberdrola S.A. compró Infigen Energy Limited, un operador de parques eólicos con sede y operaciones en Australia, que cuenta con una capacidad instalada de 670 MW de activos propios y 237 MW de activos contratados.

3 EDP Renovaveis (activos de generación de energía eólica) fue adquirida por Actis LLP por €286 mm

EDP Renovaveis, S.A. es la filial de energías renovables de EDP. El parque eólico adquirido se denomina Babilonia y cuenta con 137 MW de potencia instalada. Está ubicado en el estado de Bahía, en Brasil, y está en funcionamiento desde el cuarto trimestre de 2018.

4 Light Energia S.A. y Cemig Geração e Transmissão S.A. adquirieron la participación restante (52,4%) en Renova Energia S.A. por €112 mm

Renova Energia S.A. desarrolla, implementa y opera proyectos para la generación de energía a partir de fuentes renovables en Brasil. Opera parques eólicos, centrales hidroeléctricas pequeñas y plantas de energía solar y también vende energía.

5 Statkraft Renováveis S.A. adquirió EDP Pequenas Centrais Hidroelétricas S.A. por €170 mm

Tamar Pequenas Centrais Hidroelétricas S.A. se dedica a la generación, transmisión y venta de energía eléctrica. La empresa se constituyó en 2015 y tiene su sede en Florianópolis, Brasil.

6 State Grid Brazil Power Participações Ltda. completó la adquisición de un 48,4% en CPFL Energias Renováveis S.A. por €942 mm

CPFL Energias Renováveis S.A. genera energía a partir de fuentes renovables en Brasil. La empresa opera parques eólicos, centrales hidroeléctricas pequeñas, centrales termoeléctricas de biomasa y plantas solares. Opera 94 activos con una capacidad instalada total de 2.133 MW.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Electricidad - Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Electricidad - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L.	EDP - Energias de Portugal, S.A.		16/12/2020	EUR	75%	2.135	169	12,6 x
2	Sorgenia SpA	Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR SpA; F2i		06/10/2020	EUR	100%	1.815	161	11,3 x
3	Viesgo Espana, SL	Macquarie Group Limited		10/06/2020	EUR	40%	3.000	238	12,6 x
4	Energa SA	Polski Koncern Naftowy ORLEN Spólka Akcyjna		22/04/2020	EUR	80%	2.223	320	7,0 x
5	Eneco Groep N.V.	Mitsubishi Corporation		24/03/2020	EUR	100%	4.100	428	9,6 x
6	Sse Energy Services Group Limited	OVO Energy Ltd		15/01/2020	EUR	100%	584	60	9,7 x
7	Eidsiva Energi Vannkraft AS	E-CO Energi AS (nka:Hafslund E-CO Vannkraft AS)		30/09/2019	EUR	50%	801	126	6,4 x
8	innogy SE	E.ON SE		18/09/2019	EUR	77%	36.520	4.331	8,4 x
9	Total Direct Energie Société Anonyme	TOTAL S.A. (nka:TOTAL SE)		06/07/2018	EUR	73%	2.036	140	14,5 x
10	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763*	8,8x / 10,3x*
11	Hafslund ASA (nka:Hafslund AS)	City of Oslo		28/07/2017	EUR	46%	2.386	178	13,4 x
12	Opus Energy Group Limited	Drax Group plc		10/02/2017	EUR	100%	406	40	10,1 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	6,4 x
1er Cuartil	**9,3 x**
Media	10,5 x
Mediana	10,2 x
3er Cuartil	**12,6 x**
Máx	14,5 x

* Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Electricidad - Europa

1 EDP - Energias de Portugal, S.A. llegó a un acuerdo para adquirir una participación del 75,1% en Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L. por €2,1 bn

Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L., a través de sus filiales, genera, distribuye y comercializa energía eléctrica y suministra gas. La empresa genera energía a través de sus centrales de ciclo combinado, centrales eléctricas de carbón, centrales hidráulicas y renovables.

2 F2i - Terzo Fondo Per Le Infrastrutture Fund, un fondo gestionado por Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR SpA y Asterion Industrial Partners ganó la subasta para adquirir Sorgenia SpA de Nuova Sorgenia Holding Spa, Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. y otros accionistas privados por €1,1 bn

Sorgenia SpA genera electricidad renovable. La compañía también opera en los mercados de gas natural en Italia. Produce y suministra energía solar, eólica, térmica y de biomasa; e importa y distribuye gas natural a través de una terminal de GNL.

3 Macquarie Infrastructure and Real Assets (Europe) Limited completó la adquisición de la participación restante en Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L. de Wren House Infrastructure Management Limited y Investment Management Corporation of Ontario por un importe de €1,2 bn

Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L., a través de sus filiales, genera, distribuye y comercializa energía eléctrica y suministra gas. La empresa genera energía a través de sus centrales de ciclo combinado, centrales eléctricas de carbón, centrales hidráulicas y renovables.

4 Polski Koncern Naftowy ORLEN Spólka Akcyjna adquirió una participación del 80,01% en Energa SA por €2,1 mm

Energa SA, junto con sus filiales, genera, distribuye, comercializa y vende electricidad y calefacción en Polonia. Suministra electricidad a aproximadamente 3,1 millones de clientes.

5 Un consorcio que incluye a Chubu Electric Power Company Netherlands B.V. y Mitsubishi Corporation llegó a un acuerdo para adquirir Eneco Groep N.V. de 44 municipios holandeses por €4,1 bn

Eneco Groep N.V. opera como una empresa generadora y distribuidora de energía. La empresa se fundó en 1995 y tiene su sede en Rotterdam, Países Bajos.

6 OVO Energy Ltd llegó a un acuerdo para adquirir SSE Energy Services Business de SSE plc por un valor de €562 mm

SSE Energy Services Group Limited suministra energía y gas, y servicios relacionados con la energía a clientes domésticos en Reino Unido. La empresa se constituyó en 2017 y tiene su sede en Reading, Reino Unido.

7 E-CO Energi AS adquirió el 50% restante de Eidsiva Energi Vannkraft AS de Eidsiva Energi AS por €400 mm

Eidsiva Energi Vannkraft AS se dedica a la producción y distribución de electricidad. La empresa tiene su sede en Hamar, Noruega.

8 E.ON SE firmó un principio de acuerdo para adquirir el 76,8% de Innogy SE de manos de RWE por €31,7 bn

Innogy SE opera como empresa energética en Europa. La empresa opera en dos divisiones, Red & Infraestructura y Minorista. La división R&I está involucrada en la operación de la red de distribución de gas en Croacia, así como en la red de distribución de electricidad en Polonia y Hungría. La división de Minorista vende electricidad y gas.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Electricidad - Europa

9 TOTAL S.A. completó la adquisición de una participación del 73,03% en Direct Energie Société Anonyme a un grupo de vendedores por un importe de €1,4 bn

Total Direct Energie Société Anonyme produce y suministra electricidad y gas natural en Francia y Bélgica. La empresa suministra electricidad, metano y termostatos, además de ofrecer servicios de consultoría. Atiende a 1,6 millones de clientes, incluidos particulares, hogares, profesionales, empresas y municipios y autoridades locales.

10 Fondos asesorados por CVC Capital Partners Limited y Corporación Financiera Alba, SA llegaron a un acuerdo para adquirir el 20,07% de Gas Natural SDG, SA de Repsol, SA por €3,8 bn el 22 de febrero de 2018. Repsol vendió 200,9 millones de acciones de Gas Natural SDG a un precio de €19 por acción

11 City of Oslo completó la adquisición del 46,2% restante en Hafslund ASA de Fortum Forvaltning AS por un importe de €933 mm

Hafslund ASA, junto con sus filiales, posee y opera una red regional y de distribución en Oslo, Akershus y Østfold en Noruega. La empresa también es propietaria de una planta de conversión de residuos en energía en Fredrikstad. Atiende aproximadamente a 709 mil clientes.

12 Drax Group plc. llegó a un acuerdo para adquirir Opus Energy de Telecom Plus plc y otros por aproximadamente €406 mm en efectivo

Opus Energy Group Limited, a través de sus filiales, se dedica a la distribución de electricidad y gas a pequeñas y medianas empresas, grandes corporaciones e instituciones en Reino Unido.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Electricidad - LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Electricidad - LatAm:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Compañía General de Electricidad S.A.	State Grid International Development Co., Ltd.		13/11/2020*	EUR	96%	4.028	284	14,2 x
2	Ascendant Group Limited	Algonquin Power & Utilities Corp.		09/11/2020	EUR	100%	360	25	14,3 x
3	Dunas Energía S.A.A.	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.		07/08/2019	EUR	100%	246	21	11,8 x
4	Distribution Assets and Electricity Commercialization Business	Celsia Colombia S.A. E.S.P.		03/06/2019	EUR	100%	446	46	9,6 x
5	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.	Enel Brasil Investimentos Sudeste, S.A.		04/07/2018	EUR	93%	3.951	253	15,6 x
6	Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A	Energisa S.A.		16/04/2018	EUR	31%	922	155	5,9 x
7	Enel Distribución Goias S.A.	Enel Brasil S.A.		14/02/2017	EUR	95%	942	56	16,8 x
8	CPFL Energia S.A.	State Grid Brazil Power Participações Ltda.		23/01/2017	EUR	32%	11.379	1.095	10,4 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	5,9 x
1er Cuartil	**10,2 x**
Media	12,3 x
Mediana	13,0 x
3er Cuartil	**14,6 x**
Máx	16,8 x

* El acuerdo de la transacción fue anunciado el 13 de noviembre de 2020 y su cierre está pendiente a fecha de emisión de este informe. Sin embargo, dado que es un acuerdo que afecta a Naturgy, lo hemos considerado en el cálculo.

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Electricidad - LatAm

1 State Grid International Development Co., Ltd. ha alcanzado un acuerdo para adquirir el 96,04% de la participación de Compañía General de Electricidad S.A. a Naturgy Energy Group, S.A. por €2,6 bn el 13 de noviembre de 2020

Compañía General de Electricidad S.A., se dedica a la distribución de energía eléctrica en Chile. La empresa también brinda diversos servicios, como mantenimiento correctivo, arrendamiento de instalaciones eléctricas y equipos de medición, elaboración de proyectos, entre otros.

2 Algonquin Power & Utilities Corp. llegó a un acuerdo para adquirir Ascendant Group Limited de Bermuda First Investment Company Limited, IBV Capital Global Value Fund, administrado por IBV Capital Ltd. y otros por €360 mm

Ascendant Group Limited, a través de sus filiales, proporciona soluciones de energía e infraestructura. Se dedica a la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica

3 Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. llegó a un acuerdo para adquirir Dunas Energía S.A.A. de Blue Water Worldwide LLC administrada por Blue Water Advisors LP por aproximadamente €246 mm

Dunas Energía S.A.A. se dedica a la distribución y comercialización de energía eléctrica en la región Centro-Sur de Perú. La empresa también participa en el negocio del alumbrado público. Distribuye energía eléctrica de media y baja tensión en un área de 7.108 kilómetros cuadrados a clientes residenciales, empresariales y gubernamentales.

4 Celsia Colombia S.A. E.S.P. (antes Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P.) firmó un contrato para adquirir activos de distribución y el negocio de comercialización de electricidad en Tolima por €472 mm a Compañía Energética del Tolima SAESP

Compañía Energética del Tolima S.A. E.S.P. distribuye y comercializa electricidad. Los activos adquiridos comprenden el negocio de distribución y comercialización de energía eléctrica ubicados en Colombia.

5 Enel Brasil Investimentos Sudeste, SA realizó una oferta pública voluntaria para adquirir el 93,3% de Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo SA a Eletrobras Participações SA - Eletropar y otras por €2,2 bn

Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., ofrece servicios de distribución y venta de energía eléctrica. Distribuye electricidad en 24 ciudades de la región metropolitana de São Paulo.

6 Energisa SA realizó una oferta para adquirir una participación adicional del 33,4% en Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A de Centrais Elétricas Brasileiras SA - Eletrobras y otras por €133 mm

Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A se dedica a la distribución de electricidad. Ofrece servicios a 141 municipios del Estado de Mato Grosso, Brasil.

7 Enel Brasil S.A. adquirió el 94,8% de las acciones de Celg Distribuição S.A. de Eletrobrás Participações S.A. y Companhia Celg de Participações por €908 mm

Enel Distribución Goias S.A. se dedica a la distribución de energía eléctrica a los municipios ubicados en el Estado de Goiás, Brasil. Atiende aproximadamente a 3 millones de clientes residenciales, comerciales, industriales y otros en un área de concesión de 337.000 kilómetros cuadrados. La empresa se conocía anteriormente como Celg Distribuição S.A.

8 State Grid Brazil Power Participacoes Ltda. ('State Grid') completó la adquisición del 31,6% de participación en CPFL Energia S.A. (BOVESPA: CPFE3) a Camargo Correa S.A. y otros por €2,2 bn

CPFL Energia S.A., a través de sus filiales, genera, transmite, distribuye y comercializa electricidad a clientes residenciales, industriales y comerciales en Brasil. La empresa también genera electricidad a través de plantas de energía eólica, de biomasa, solar e hidroeléctrica.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Gas - Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Gas - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	EVN AG	Wiener Stadtwerke GmbH		05/08/2020	EUR	28%	3.674	673	5,5 x
2	HMN GasNet P/S	Energinet.dk		01/10/2019	EUR	100%	242	45	5,4 x
3	DESFA S.A.	Fluxys Belgium SA; Snam S.p.A.		20/12/2018	EUR	66%	854	148	5,8 x
4	Swedegas AB	FS Gas Transport AB		21/11/2018	EUR	100%	194	28,0	6,9 x
5	EPA Attica/EDA Attica	Public Gas Corporation of Greece (DEPA) S.A.		28/11/2018	EUR	49%	306	27	11,5 x
6	50.1% of Redexis Gas, S.A. and 50.1% of Redexis Gas Finance	The ATP Group; CNIC Corporation Limited		20/06/2018	EUR	100%	3.000	162,2	18,5 x
7	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763 *	8,8x / 10,3x*
8	Nedgia, S.A.	Allianz Capital Partners GmbH		19/03/2018	EUR	20%	13.935	889	15,7 x
9	Gas Natural Vendita Italia S.p.A and Shah Deniz II	Edison S.p.A.		18/04/2018	EUR	100%	263	20,2	13,0 x
10	Nedgia SpA and Gas Natural Italia SpA	2i Rete Gas SpA		01/02/2018	EUR	100%	727	64,0	11,4 x
11	Naturgas Energía Distribución, S.A.U.	Abu Dhabi Investment Council		27/07/2017	EUR	100%	2.591	159	16,3 x
12	Energeticky a prumyslovy holding, a.s.	EP Investment S.a r.l.; EP Investment 2 S.a.r.l.		27/02/2017	EUR	35%	9.667	1.923	5,0 x
13	EDP Gas, SPGS, SA	REN Gás, S.A.		04/10/2017	EUR	100%	532	49	11,0 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	5,0 x
1er Cuartil	**5,8 x**
Media	10,5 x
Mediana	11,0 x
3er Cuartil	**13,0 x**
Máx	18,5 x

* Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Gas - Europa

1 Wiener Stadtwerke GmbH acordó adquirir una participación del 28,4% en EVN AG de EnBW Energie Baden-Württemberg AG por una contraprestación en efectivo de €801 mm

EVN AG ofrece servicios energéticos y medioambientales para clientes residenciales, comerciales e industriales. Genera electricidad a partir de fuentes térmicas y energías renovables; y adquiere, comercializa y vende electricidad y gas natural a clientes finales y en el mercado mayorista.

2 Energinet.dk celebró un acuerdo para adquirir el 100% de participación en HMN GasNet P / S de HMN Naturgas I / S por €242 mm

HMN GasNet P / S opera, mantiene y construye la red de distribución de gas natural en el centro de Jutlandia, norte de Jutlandia, norte de Zelanda y en la región capital de Dinamarca.

3 Un consorcio con Snam S.p.A., Fluxys Belgium SA y Enagás Internacional, S.L.U. salió como mejor posicionado para adquirir el 66% de la participación en DESFA S.A. de Hellenic Petroleum S.A. y Hellenic Republic Asset Development Fund S.A. por aproximadamente € 535 mm

DESFA S.A. posee, opera, administra, explota y desarrolla el sistema nacional de gas natural y sus interconexiones en Grecia. La empresa transporta gas desde la frontera greco-búlgara, la frontera greco-turca y la terminal receptora de gas natural licuado.

4 FS Gas Transport AB ha llegado a un acuerdo para adquirir Swedegas AB de Enagás, S.A. y Fluxys NV por €194 mm

Swedegas AB se dedica a la inversión, desarrollo y mantenimiento de infraestructura para la distribución de gas. La empresa es propietaria y gestiona la red de transporte de gas sueca en el oeste de Suecia.

5 Public Gas Corporation of Greece (DEPA) A.E. firmó un acuerdo para adquirir el 49% restante de EPA Attica / EDA Attica de Attiki Gas B.V. por €150 mm

EPA Attica / EDA Attica representa las operaciones combinadas de Attiki Gas Supply Company S.A. y EDA Attica. Las empresas brindan servicios de distribución y suministro de gas natural.

6 El Grupo ATP, CNIC Corporation Limited, Universities Superannuation Scheme Limited y Guoxin Guotong Fund LLP firmaron acuerdos para adquirir una participación del 50,1% en Redexis Gas, S.A. y Redexis Gas Finance B.V. por €1,5 bn

Redexis Gas, S.A. desarrolla y opera infraestructura de transporte y distribuye gas natural.

7 Fondos asesorados por CVC Capital Partners Limited y Corporación Financiera Alba, SA llegaron a un acuerdo para adquirir el 20,07% de Gas Natural SDG, SA de Repsol, SA por €3,8 bn el 22 de febrero de 2018. Repsol vendió 200,9 millones de acciones de Gas Natural SDG a un precio de €19 por acción

8 Allianz Capital Partners GmbH y Canada Pension Plan Investment Board han acordado adquirir una participación del 20% del negocio de distribución de gas en España de Gas Natural Fenosa (Nedgia S.A.) por una contraprestación en efectivo de €1,5 bn

Gas Natural Fenosa (Nedgia S.A.), es una sociedad cotizada en España con sede en Barcelona. Se dedicada al suministro, comercialización y distribución de gas natural y electricidad.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Gas - Europa

9 Edison S.p.A. acordó adquirir Gas Natural Vendita Italia S.p.A y Shah Deniz II Gas Contract de Gas Natural SDG, S.A. por aproximadamente €263 mm

Gas Natural Vendita Italia S.p.A vende gas natural y electricidad a pymes, mayoristas y compañías de automoción.

10 2i Rete Gas SpA acordó adquirir Nedgia SpA y Gas Natural Italia SpA de Gas Natural SDG, S.A. por aproximadamente €730 mm

Nedgia S.p.A. distribuye metano a través de una red de gasoductos. Gas Natural Italia S.p.A. opera como distribuidora de gas natural. Se conocía anteriormente como Gas Natural Servizi e Logistica, S.p.A.

11 Un consorcio que incluye inversores institucionales asesorados por J.P. Morgan Asset Management, el Consejo de Inversiones de Abu Dhabi y Swiss Life Asset Managers hizo una oferta vinculante para adquirir Naturgas Energia Distribucion S.A de Energias de Portugal, S.A. por €2,6 bn

Naturgas Energía Distribución, S.A. distribuye gas (gas natural y propano). También proporciona la instalación y otros servicios relacionados.

12 EP Investment S.a r.l. y EP Investment 2 S.a r.l., han acordado adquirir una participación del 35% en Energeticky a Prumyslovy Holding, a.s., de Milees Limited por una contraprestación de €1,9 bn

Energeticky a Prumyslovy es una empresa con sede en República Checa dedicada a actividades de generación de energía, transmisión de energía y distribución y almacenamiento de gas natural.

13 Ren Gás, S.a. acordó adquirir EDP Gas, SPGS, SA a EDP Iberia, S.L.U. por aproximadamente €530 mm

EDP Gas S.G.P.S., S.A. es una empresa con sede en Portugal que, a través de sus filiales, se dedicada al suministro, transporte, distribución y comercialización de gas natural.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Gas - LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Gas - LatAm:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Transportadora Associada de Gás S.A.	Caisse de dépôt et placement du Québec		13/06/2019	EUR	90%	7.967	990	8,0 x
2	Gas Natural SA, ESP	Brookfield Infrastructure Partners L.P.		01/06/2018	EUR	100%	1.005	138	7,3 x
3	Compañía General de Electricidad S.A.*	Gas Natural Fenosa Chile S.A.		11/11/2014	EUR	54%	6.000	464	9,0 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	7,3 x
1er Cuartil	**7,7 x**
Media	8,1 x
Mediana	8,0 x
3er Cuartil	**8,5 x**
Máx	9,0 x

* Transacción incluida en el análisis debido a su relevancia para la línea de negocio, a pesar de estar fuera de nuestros parámetros de selección de fechas.

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Redes Gas - LatAm

1 Engie Brasil Energia S.A., ENGIE SA y Caisse de dépôt et Location du Québec ganaron una licitación para adquirir el 90% de la participación en Transportadora Associada de Gás S.A. de Petróleo Brasileiro S.A. por €7,6 bn

Transportadora Associada de Gás S.A. se dedica al almacenamiento y transporte de gas natural a través de ductos, terminales y embarcaciones en Brasil.

2 Brookfield Infrastructure Partners L.P. ha acordado adquirir Gas Natural SA, ESP de Gas Natural Fenosa por una contraprestación en efectivo de €1,05 bn

Gas Natural SA, ESP, es una empresa colombiana que cotiza en bolsa dedicada a la distribución y comercialización minorista de gas natural, con sede en Bogotá.

3 Gas Natural Fenosa Chile S.A. firmó un acuerdo para adquirir el 54,19% de la participación en Compañía General de Electricidad S.A. de manos de Inversiones Tunquen SA, Constructora de Viviendas Económicas Santa Marta Ltda. y otros por €4,0 bn

Compañía General de Electricidad S.A., a través de sus filiales, se dedica a la transmisión y distribución de energía eléctrica; y almacenamiento, transporte y distribución de gas en Chile y Argentina.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

Comercialización gas, electricidad y servicios - Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Comercialización Gas, Electricidad y Servicios - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Energias de Portugal S.A. (Negocio comercialización B2C en España)	Total S.A		01/12/2020	EUR	n.a.	515	74	7,0 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

1 **Total S.A. compró el negocio comercial B2C en España de Energias de Portugal S.A., que tiene 1,2 millones de clientes en el mercado liberalizado. La operación también implica la venta del 50% de participación en CHC Energía y dos grupos de la central de ciclo combinado con una capacidad total de 843 MW por un importe total de €515 mm**

EDP - Energias de Portugal, S.A. se dedica a la generación, transporte, distribución y suministro de energía eléctrica en Portugal, España, Francia, Polonia, Rumanía, Brasil y Estados Unidos. Opera a través de los segmentos de Renovables, Redes y Soluciones para Clientes y Gestión de Energía.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

GNL - Internacional

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio GNL - Internacional:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Cheniere Energy Partners, L.P.	Brookfield Infrastructure Partners L.P.		24/09/2020	EUR	42%	27.643	2.290	12,1 x
2	Molgas Energía, S.A.U.	InfraVia Capital Partners		29/07/2020	EUR	100%	120	9	13,1 x
3	Teekay LNG Partners LP.	Teekay Corporation		11/05/2020	EUR	n.a.	3.456	389	8,9 x
4	OLT Offshore LNG Toscana SpA	Snam S.p.A.		26/02/2020	EUR	49%	677	65	10,4 x
5	Dunkerque LNG SAS	Consortium led by Samsung Asset Management Co., Ltd.		30/10/2018	EUR	39%	1.668	91	18,3 x
6	Arc Logistics Partners LP	Zenith Energy Management LLC		21/12/2017	EUR	73%	477	50	9,6 x
7	BG Group plc (nka:BG Group Limited) *	Royal Dutch Shell plc		15/02/2016	EUR	100%	75.355	7.383	10,2 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	8,9 x
1er Cuartil	**9,9 x**
Media	11,8 x
Mediana	10,4 x
3er Cuartil	**12,6 x**
Máx	18,3 x

* Transacción incluida en el análisis debido a su relevancia para la línea de negocio, a pesar de estar fuera de nuestros parámetros de selección de fechas.

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P.

Múltiplos de Transacciones – Descripción de las Transacciones

GNL - Internacional

1 Brookfield Infrastructure Partners L.P. y Blackstone Infrastructure Partners, L.P. gestionado por The Blackstone Group Inc. acordaron adquirir una participación del 41,1% en Cheniere Energy Partners, L.P. de Blackstone Energy Partners L.P. gestionada por The Blackstone Group Inc. por € 5,9 bn

Cheniere Energy Partners es una empresa estadounidense que cotiza en bolsa y que posee y opera un terminal de gas natural licuado, con sede en Houston, Texas.

2 Infravia European Fund IV Fpci, fondo gestionado por InfraVia Capital Partners, llegó a un acuerdo para la adquisición de Molgas Energía, S.A.U. de Broadview Holding B.V., Nuntelias S.L. y Fernando Sarasola por aproximadamente €120 mm

Molgas Energía, S.A.U. suministra y transporta gas natural licuado (GNL) para aplicaciones industriales, de cogeneración, vehiculares y marítimas en Europa. También se dedica a la comercialización de gas natural en España, Francia y Portugal.

3 Teekay Corporation acordó adquirir una participación no revelada en Teekay LNG Partners LP. La transacción sirvió para eliminar todos los derechos de distribución de incentivos de la Asociación entre ambas partes y simplificó la estructura de capital de Teekay LNG

Teekay LNG Partners LP., Es una empresa con sede en Bermudas dedicada al transporte marítimo de gas, petróleo y otros servicios públicos.

4 Snam S.p.A. firmó un acuerdo para adquirir una participación del 49,07% en OLT Offshore LNG Toscana SpA de Iren Mercato S.p.A. por aproximadamente €330 mm

OLT Offshore LNG Toscana SpA posee y opera una terminal de regasificación marina flotante que transforma el gas natural licuado (GNL) a su estado gaseoso normal. Su proceso de conversión permite las transformación de gas, almacenamiento y regasificación.

5 Un consorcio con InfraPartners Management LLP y Samsung Asset Management Co., Ltd. acordó adquirir una participación del 39,24% en Dunkerque LNG SAS de Total Gaz & Electricite Holdings France y EDF Développement Environnement SA por aproximadamente €650 mm

Dunkerque LNG SAS construye y opera terminales de gas natural licuado (GNL). La empresa también transporta y suministra GNL. Sus servicios incluyen ofertas comerciales, servicios estándares y servicios específicos.

6 Zenith Energy Management LLC, una empresa de Warburg Pincus LLC, acordó adquirir una participación del 73,18% en Arc Logistics Partners LP. por €405 mm

Arc Logistics Partners LP (Arc Logistics), es una sociedad limitada estadounidense con sede en Nueva York, que posee y opera activos de terminales, almacenamiento, transbordo y tuberías como proveedor logístico independiente.

7 Royal Dutch Shell plc hizo una oferta para adquirir BG Group plc por €60,8 bn. Los accionistas de BG poseerán aproximadamente el 19% del grupo combinado

BG Group Limited opera como una empresa de exploración y producción, y gas natural licuado en todo el mundo. El segmento de envío y comercialización de GNL de la empresa está involucrado en la compra, envío, comercialización y venta de GNL y gas natural.

11

Resumen de Resultados

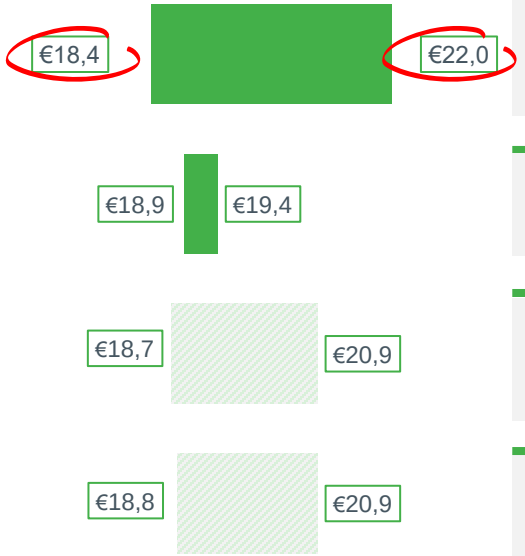
Resumen de Resultados

Resumen de Resultados

De acuerdo con las metodologías de valoración requeridas en el artículo 137.2 de la LMV, concluimos que, a Fecha de Valoración, se puede estimar de manera razonable que el valor por acción de Naturgy se encuentra en un rango entre **€18,4 y €22,0**[1], obtenido mediante la metodología de DFC, siendo estas conclusiones válidas a la fecha de emisión del Informe. Las metodologías más adecuadas para estimar el valor de las acciones de Naturgy son el DFC y la cotización media ponderada. Sin embargo, consideramos que la más adecuada entre ambas es el DCF basado en una suma de partes ("SDP"), valorando cada línea de negocio de manera individual.

Metodología de valoración (€ por acción)

Metodologías de valoración principales | Metodologías de contraste



Creemos que el DFC captura mejor que el resto de metodologías las expectativas reales sobre la capacidad del Grupo para generar retorno a sus accionistas. Consulte la *Sección 9* para obtener más información.

Consideramos la cotización media ponderada como una metodología adecuada para la estimación de valor. Consulte la *Sección 7* para mayor detalle.

Consideramos la metodología de múltiplos de compañías cotizadas como una metodología de contraste del DFC. Consulte la *Sección 10.A* para obtener más información.

Consideramos la metodología de múltiplos de transacciones como una metodología de contraste al valor derivado del DFC. Consulte la *Sección 10.B* para obtener más información.

Metodologías no relevantes

- **Valor teórico contable:** No consideramos como relevante la metodología del valor teórico contable ya que se trata de un enfoque de valoración estático que no captura las expectativas futuras sobre la Compañía. En este caso, es significativamente inferior a la valoración obtenida aplicando la metodología DFC. Consulte la *Sección 5* para obtener más información.
- **Valor liquidativo:** La aplicación de la metodología de valor liquidativo resultaría en una valoración significativamente menor que la obtenida mediante otras metodologías de valoración consideradas en este informe. Por consiguiente, no consideramos apropiado valorar las acciones de Naturgy bajo este enfoque. Consulte la *Sección 6* para obtener más información.
- **Contraprestaciones pagadas con anterioridad:** No existen. Consulte la *Sección 8* para obtener más información.

[1] El rango concluido compara con los €23,0 por acción de la oferta inicial antes del ajuste de dividendos.

12 Anexos

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas

12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo

12.C. Compañías Comparables Cotizadas

12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid

12.E. Anexos del Modelo de Valoración

12.F. Soporte Estimativas Analistas

12.G. Nota importante

Selección de Compañías Comparables

Proceso de selección

Para seleccionar las compañías comparables para cada línea de negocio, nos hemos basado las industrias en las que opera el Grupo como punto de partida. Como paso inicial, hemos evaluado las compañías cotizadas que operan bajo la clasificación de servicios públicos (concretamente servicios públicos relacionados con la electricidad y el gas), generación de energía y almacenamiento y transporte de *Oil & Gas* (basadas en la clasificación de S&P Capital IQ[1]).

Pasos para seleccionar el grupo inicial de compañías comparables

Número de compañías

1. Criterios del filtrado inicial:
   1) Compañía cotizada;
   2) Clasificación de industria: *Electric Utilities* o *Gas Utilities* o *Independent Power and Renewable Electricity Producers* o *Oil and Gas Storage and Transportation.*

   → 1.300

2. Eliminación de compañías con capitalización bursátil inferior a €2.000mm.

   → 262

3. Eliminación de compañías cuyas operaciones más relevantes se encuentren fuera de Europa o LatAm.

   → 83

[1] Los códigos SIC equivalentes para las industrias son 4911, 4922, 4923, 4924, 4925, 4931, 4932, 4939, 4991, 5171, 5172, y 6792.

Un grupo de **83 compañías** fue preseleccionado para un análisis más detallado. En base a un análisis exhaustivo de las operaciones y presencia geográfica, se han seleccionado los siguientes números de compañías comparables para cada línea de negocio:

- Redes Gas España: 12
- Redes Electricidad España: 24
- Generación Europa: 18
- Comercialización gas, electricidad y servicios: 18
- Generación Internacional: 12
- Infraestructuras LatAm - Gas: 7
- Infraestructuras LatAm - Electricidad: 14

Dado que de las 83 compañías, se consideró que solo un número limitado de compañías encajaba bien en las líneas de negocio de generación de energía renovable y de GNL Internacional, hemos considerado diferentes criterios de selección. Concretamente, hemos considerado compañías con una capitalización bursátil superior a €500mm y con presencia en otras geografías (además de Europa y LatAm). En el caso de GNL Internacional, dado que el número de compañías cotizadas dedicadas únicamente a actividades relacionadas con el GNL similares a las de Naturgy, también hemos seleccionado compañías integradas de *Oil & Gas*, que consideramos conllevan tipos de riesgos similares. El número resultante de compañías comparables es el siguiente:

- Generación Europa (Renovables): 21
- GNL Internacional: 8

Selección de Compañías Comparables

Refinamiento de la selección

De las 83 compañías preseleccionadas, hemos excluido algunas compañías que no considerábamos adecuadas y hemos trazado el perfil de cada una de las compañías restantes según determinados parámetros, principalmente de acuerdo a geografía y actividad (generación, distribución o comercialización de electricidad/energía y gas):

	Geografía			Operacional						KPIs			Generación	
Compañía	Iberia y EMEA	LatAm	Otras	Generación	Distribución Electricidad	Distribución Gas	Infraestructura (Transmisión)	Comercialización	GNL	Electricidad	Gas	Otro	Tradicional	Renovable
Naturgy Energy Group, S.A.	56%	37%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	35%	65%	0%	84%	16%
A2A S.p.A.	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	50%	15%	35%	86%	14%
BKW AG	96%			✓	✓	✓	✓	✗	✗	40%	15%	45%	76%	24%
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás		100%		✓	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%	98%	2%
CEZ, a. s.	100%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	94%	6%
Colbún S.A.		100%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	97%	14%
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS		100%		✗	✓	✓	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
CEG		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	0%	100%	0%		
Companhia Energética de Minas Gerais		100%		✓	✓	✓	✗	✗	✗	95%	5%	0%	100%	
Companhia Paranaense de Energia - COPEL		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Compañía General de Electricidad S.A.		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%		
CPFL Energia S.A.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	57%	30%
CTEEP		100%		✗	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
E.ON SE	99%			✗	✓	✓	✓	✓	✗	50%	50%	0%		
Edison S.p.A.	100%			✓	✗	✗	✗	✓	✗	100%	0%	0%	86%	14%
EDP - Energias de Portugal, S.A.	78%	18%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	59%	41%
EDP Renováveis, S.A.	65%	2%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%
Electricité de France S.A.	92%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	92%	8%
Elia Group SA/NV	100%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
Enagás, S.A.	85%	13%		✗	✗	✗	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	100%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	60%	25%	15%	68%	32%
Encavis AG	100%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%
Endesa, S.A.	99%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	89%	11%
Enel Américas S.A.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Enel Chile S.A.		100%		✓	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%	84%	16%
Enel Generación Chile S.A.		100%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Enel SpA	76%	21%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	90%	10%	0%	81%	19%
Energisa S.A.		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
Engie Brasil Energia S.A.		100%		✓	✗	✗	✓	✗	✗	80%	20%	0%		100%
ENGIE SA	76%	8%		✓	✗	✓	✓	✓	✗	45%	55%	0%	61%	39%
Equatorial Energia S.A.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
ERG S.p.A.	100%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	33%	67%
EVN AG	98%			✓	✓	✓	✓	✗	✗	75%	20%	5%		
Fluxys Belgium SA	100%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
Fortum Oyj	95%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	100%	0%	0%	99%	1%
Gaztransport & Technigaz SA	100%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	0%	0%	100%		
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	15%	85%	0%		
Hera S.p.A.	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	35%	40%	25%		

Selección de Compañías Comparables

Refinamiento de la selección (cont.)

De las 83 compañías preseleccionadas, hemos excluido algunas compañías que no considerábamos adecuadas y hemos trazado el perfil de cada una de las compañías restantes según determinados parámetros, principalmente de acuerdo a geografía y actividad (generación, distribución o comercialización de electricidad/energía y gas):

	Geografía			Operacional						KPIs			Generación	
Compañía	Iberia y EMEA	LatAm	Otras	Generación	Distribución Electricidad	Distribución Gas	Infraestructura (Transmisión)	Comercialización	GNL	Electricidad	Gas	Otro	Tradicional	Renovable
Iberdrola, S.A.	56%	25%		✓	✓	✓	✓	✓	✗	95%	5%	0%	74%	26%
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.		100%		✓	✓	✓	✓	✗	✗	15%	75%	10%	69%	31%
Iren SpA	100%			✓	✓	✓	✓	✗	✗	20%	25%	55%		
Italgas S.p.A.	100%			✗	✓	✓	✓	✗	✗	0%	100%	0%		
Lechwerke AG	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	100%	0%	0%	60%	40%
Luz del Sur S.A.A.		100%		✗	✓	✓	✗	✗	✗	100%	0%	0%		
Mainova AG	100%			✓	✓	✓	✗	✓	✗	60%	25%	15%	72%	28%
National Grid plc	68%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	90%	10%	0%		
Neoen S.A.	44%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%
Neoenergia S.A.		100%		✗	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%	88%	13%
Ørsted A/S	93%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	19%	81%
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	100%			✓	✓	✓	✓	✓	✗	100%	0%	0%	100%	
Promigas S.A. E.S.P.		100%		✗	✓	✓	✓	✗	✗	10%	90%	0%		
Red Eléctrica Corporación, S.A.	97%			✗	✗	✗	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
Royal Vopak N.V.	47%	10%		✗	✗	✗	✗	✗	✓	0%	0%	100%		
RWE Aktiengesellschaft	97%			✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	78%	22%
Snam S.p.A.	100%			✗	✓	✓	✓	✗	✓	0%	100%	0%		
SSE plc	100%			✓	✓	✓	✗	✗	✗	95%	5%	0%	38%	62%
Terna	100%			✗	✓	✓	✓	✗	✗	100%	0%	0%		
Uniper SE	100%			✗	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%	100%	
VERBUND AG	100%			✓	✗	✗	✗	✓	✗	80%	15%	5%	96%	4%
Voltalia SA	33%	65%		✓	✗	✗	✗	✗	✗	100%	0%	0%		100%

Finalmente, debido a la variedad de las operaciones del Grupo, hemos seleccionado un grupo de compañías comparables para cada línea de negocio de Naturgy estableciendo criterios aplicables a cada uno de ellos y llevando a cabo una evaluación cualitativa. Los resultados de este análisis se pueden ver en las siguientes páginas.

Selección de Compañías Comparables – Redes Gas España

Compañías comparables para Redes Gas España (12 compañías)

i) Geografía: más de 50% de actividad en EMEA; y

ii) Actividad: más de 20% de la actividad de la compañía proviene de la distribución de gas.

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
e·on		23.633	9,2%	107,7%	E.ON SE es una compañía europea de servicios eléctricos con sede en Essen, Alemania. La empresa distribuye energía y gas y ofrece servicios relacionados. También opera plantas de generación de energía convencional y renovable.
enagas		4.698	68,4%	81,7%	Enagás, S.A. es una compañía energética española, propietaria y explotadora de la red de gas del país.
EnBW		15.168	13,5%	42,8%	EnBW Energie Baden-Württemberg AG, o simplemente EnBW, es una compañía de servicios eléctricos con sede en Alemania.
		30.212	16,5%	71,6%	Engie S.A. es una compañía eléctrica multinacional francesa de energía, gas natural y servicios. A demás de distribución, también se dedica a la generación y venta de energía mediante fuentes convencionales y renovables.
EVN		3.185	22,7%	22,2%	EVN Group es una compañía generadora y transportadora de energía y de electricidad con sede en Austria.
FLUXYS		2.108	49,0%	68,1%	Fluxys es una compañía con sede en Bélgica que actúa principalmente como operadora de sistemas de transmisión de gas natural.
		4.385	13,8%	75,6%	Hera S.p.A es una compañía de servicios múltiples con sede en Bolonia, Italia. Opera en la distribución de gas, agua y energía del país.
iren		2.733	22,6%	99,2%	Iren S.p.A. es una compañía italiana dedicada al sector de la electricidad, el gas, la calefacción urbana, el servicio integrado de agua y el medio ambiente.
Italgas		4.208	52,3%	106,3%	Italgas S.p.A. es una compañía italiana especializada en la distribución de gas natural.
mainova		2.808	4,3%	17,7%	Mainova AG es una de las compañías de servicios públicos regionales más grandes de Alemania, que suministra electricidad, gas, calefacción y agua.
snam		14.886	80,4%	86,0%	Snam S.p.A. es uno de los principales operadores de infraestructura energética del mundo y una de las compañías italianas más importantes en términos de capitalización bursátil.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Redes Electricidad España

Compañías comparables para Redes Electricidad España (24 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en EMEA; y

ii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la distribución de electricidad.

Comparables 1 – 12 (de 24)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
a2a		4.056	16,8%	76,6%	A2A S.p.A. es una compañía italiana que genera, distribuye y comercializa energía, electricidad, gas, suministro de agua y servicios de gestión de residuos.
BKW		4.838	22,7%	10,6%	BKW Energie AG es una compañía de producción y distribución de energía con sede en Berna, Suiza.
CEZ GROUP		10.501	33,2%	43,5%	ČEZ Group es una compañía conglomerada checa cuya actividad principal es la generación, distribución, comercialización y venta de electricidad, calefacción y gas natural.
e·on		23.633	9,2%	107,7%	E.ON SE es una compañía europea de servicios eléctricos con sede en Essen, Alemania. La empresa distribuye energía y gas y ofrece servicios relacionados. También opera plantas de generación de energía convencional y renovable.
[redacted]		20.338	24,7%	64,5%	EDP - Energias de Portugal S.A. es una compañía portuguesa de servicios eléctricos, con sede en Lisboa.
EDF		39.910	21,3%	80,3%	Électricité de France S.A., comúnmente conocida como EDF, es una compañía eléctrica multinacional francesa.
egi		6.694	44,0%	91,8%	Elia Group es una compañía alemana que opera en la industria de transmisión y distribución de electricidad.
EnBW		15.168	13,5%	42,8%	EnBW Energie Baden-Württemberg AG, o comúnmente conocida como EnBW, es una compañía de servicios eléctricos con sede en Karlsruhe, Alemania.
endesa		23.663	20,6%	30,8%	Edesa S.A. de dedica a la generación, distribución y venta de electricidad principalmente en España y Portugal.
enel		84.112	24,0%	57,5%	Enel S.p.A. es una multinacional italiana integrada de electricidad y gas con operaciones en Italia e internacionales.
[redacted]		30.212	16,5%	71,6%	Engie S.A. es una compañía eléctrica multinacional francesa de energía, gas natural y servicios. A demás de distribución, también se dedica a la generación y venta de energía mediante fuentes convencionales y renovables.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Redes Electricidad España

Compañías comparables para Redes Electricidad España (24 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en EMEA; y

ii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la distribución de electricidad.

Comparables 13 – 24 (de 24)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
EVN		3.185	22,7%	22,2%	EVN Group es una compañía generadora y transportadora de energía y de electricidad con sede en Austria.
Fortum		17.499	5,3%	37,6%	Fortum Oyj es una compañía estatal finlandesa que opera plantas de energía, incluidas plantas de cogeneración, genera y vende electricidad y calor.
[redacted]		4.385	13,8%	75,6%	Hera S.p.A es una compañía de servicios múltiples con sede en Bolonia, Italia. Opera en la distribución de gas, agua y energía del país.
IBERDROLA		71.684	26,8%	48,3%	Iberdrola S.A. es una compañía eléctrica multinacional española dedicada a la generación, transmisión, distribución y suministro de electricidad con sede en Bilbao, España.
iren		2.733	22,6%	99,2%	Iren S.p.A. es una compañía italiana dedicada al sector de la electricidad, el gas, la calefacción urbana, el servicio integrado de agua y el medio ambiente.
LEW Lechwerke		3.544	9,6%	0,0%	Lechwerke AG es una compañía de servicios eléctricos con sede en Alemania. Su actividad principal es el suministro de electricidad y servicios asociados.
mainova		2.808	4,3%	17,7%	Mainova AG es una de las compañías de servicios públicos regionales más grandes de Alemania, que suministra electricidad, gas, calefacción y agua.
nationalgrid		33.988	31,6%	102,6%	National Grid p.l.c. es una compañía multinacional de servicios públicos de gas y electricidad que opera principalmente en el Reino Unido y los EEUU.
PGE		2.660	11,6%	56,4%	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. es una compañía eléctrica pública de propiedad estatal y la generadora de energía más grande de Polonia.
RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA		9.037	75,6%	71,8%	Red Eléctrica de España S.A. es una compañía española parcialmente estatal que explota la red eléctrica nacional en España.
sse		17.318	25,4%	62,1%	SSE p.l.c. es una compañía energética multinacional con sede en Perth, Escocia, que opera principalmente en el Reino Unido e Irlanda.
Terna		12.554	72,6%	70,0%	Terna S.p.A. es un operador de sistemas de transmisión con sede en Roma, Italia. Opera a través de Terna Rete Italia, que gestiona la red de transporte italiana.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Generación Europa

Compañías comparables para Generación Europa (18 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en EMEA;

ii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la generación de energía; y

iii) Energía convencional vs. energía renovable: más del 50% de la energía generada proviene de tecnologías convencionales.

Comparables 1 – 9 (de 18)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
a2a		4.056	16,8%	76,6%	A2A S.p.A. es una compañía italiana que genera, distribuye y comercializa energía, electricidad, gas, suministro de agua y servicios de gestión de residuos.
BKW		4.838	22,7%	10,6%	BKW Energie AG es una compañía de producción y distribución de energía con sede en Berna, Suiza.
CEZ GROUP		10.501	33,2%	43,5%	ČEZ Group es una compañía conglomerada checa cuya actividad principal es la generación, distribución, comercialización y venta de electricidad, calefacción y gas natural.
EDISON		5.431	7,9%	10,7%	Edison S.p.A. es una compañía de servicios eléctricos italiana, subsidiaria de EDF, con sede en Milán, Italia.
		20.338	24,7%	64,5%	EDP - Energias de Portugal S.A. es una compañía portuguesa de servicios eléctricos, con sede en Lisboa.
EDF		39.910	21,3%	80,3%	Électricité de France S.A., comúnmente conocida como EDF, es una compañía eléctrica multinacional francesa.
EnBW		15.168	13,5%	42,8%	EnBW Energie Baden-Württemberg AG, o comúnmente conocida como EnBW, es una compañía de servicios eléctricos con sede en Karlsruhe, Alemania.
endesa		23.663	20,6%	30,8%	Edesa S.A. de dedica a la generación, distribución y venta de electricidad principalmente en España y Portugal.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Generación Europa

Compañías comparables para Generación Europa (18 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en EMEA;

ii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la generación de energía; y

iii) Energía convencional vs. energía renovable: más del 50% de la energía generada proviene de tecnologías convencionales.

Comparables 10 – 18 (de 18)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
enel		84.112	24,0%	57,5%	Enel S.p.A. es una multinacional italiana integrada de electricidad y gas con operaciones en Italia e internacionales.
[redacted]		30.212	16,5%	71,6%	Engie S.A. es una compañía eléctrica multinacional francesa de energía, gas natural y servicios. A demás de distribución, también se dedica a la generación y venta de energía mediante fuentes convencionales y renovables.
Fortum		17.499	5,3%	37,6%	Fortum Oyj es una compañía estatal finlandesa que opera plantas de energía, incluidas plantas de cogeneración, genera y vende electricidad y calor.
IBERDROLA		71.684	26,8%	48,3%	Iberdrola S.A. es una compañía eléctrica multinacional española dedicada a la generación, transmisión, distribución y suministro de electricidad con sede en Bilbao, España.
LEW Lechwerke		3.544	9,6%	0,0%	Lechwerke AG es una compañía de servicios eléctricos con sede en Alemania. Su actividad principal es el suministro de electricidad y servicios asociados.
mainova		2.808	4,3%	17,7%	Mainova AG es una de las compañías de servicios públicos regionales más grandes de Alemania, que suministra electricidad, gas, calefacción y agua.
PGE		2.660	11,6%	56,4%	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. es una compañía eléctrica pública de propiedad estatal y la generadora de energía más grande de Polonia.
RWE		23.366	5,1%	0,0%	RWE AG es una compañía energética multinacional alemana, generadora y comercializadora de electricidad en Europa, Asia-Pacífico y los EEUU.
Verbund		24.267	33,1%	5,8%	Verbund AG es el proveedor de electricidad más grande de Austria y cubre aproximadamente el 40% de la demanda de electricidad en Austria.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Generación Europa (Renovables)

Compañías comparables para Generación Europa (Renovables) (21 compañías)

i) Dado el número limitado de compañías comparables resultante de la preselección inicial, hemos adaptado el criterio geográfico para incluir compañías con más del 50% de actividad en EMEA o América;

ii) Adicionalmente, el criterio de la capitalización bursátil se ha reducido de €2.000mm a €500mm;

iii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la generación de energía; y

iv) Energía convencional vs. renovable: más del 50% de la energía generada proviene de tecnologías renovables.

Comparables 1 – 12 (de 21)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E (3)	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	65,1%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
ALERIONCLEANPOWER		565	66,5%	157,4%	Alerion Clean Power S.p.A. es compañía con sede en Italia, dedicada a la generación de energía eléctrica mediante energías renovables.
arise		147	50,1%	173,2%	Arise AB produce y suministra electricidad a partir de energía eólica a compañías, municipios y organizaciones en Suecia.
[redacted]		3.312	69,8%	246,9%	Atlantica es una compañía de infraestructura sostenible que posee y gestiona infraestructuras y activos de energía renovable en América del Norte, LatAm y EMEA.
renováveis		19.889	52,5%	41,9%	EDP Renováveis S.A. es una compañía de energías renovables que diseña, desarrolla, gestiona y opera centrales eléctricas que utilizan fuentes de energía renovables.
EnergieKontor		823	55,9%	69,0%	Energiekontor AG es una compañía alemana especializada en el desarrollo y gestión de parques eólicos y solares.
ENCAVIS		2.956	70,3%	159,1%	Encavis AG es una compañía alemana, dedicada a la generación de energías renovables en toda Europa.
ERG		3.484	50,4%	57,9%	ERG Group AG es una compañía italiana dedicada a la generación de energías renovables.
FALCK RENEWABLES		1.906	49,6%	89,6%	Falck Renewables S.p.A. desarrolla, diseña, construye y administra plantas que generan energía renovable a nivel internacional.
Grenergy renovables		922	17,9%	25,2%	Grenergy Renovables S.A. es una compañía española dedicada a la generación de energía renovable.
INNERGEX		3.066	85,6%	182,9%	Innergex Renewable Energy Inc. es un desarrollador, propietario y operador de instalaciones hidroeléctricas, eólicas y solares en América del Norte.
[redacted]		4.001	68,1%	95,5%	NextEra Energy Partners LP es una compañía estadounidense dedicada a la adquisición y gestión de proyectos de energías renovables en los EEUU.

(1) A 31 de diciembre de 2020.
(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).
(3) Denota el D/E mediano histórico de 5 años.

Selección de Compañías Comparables – Generación Europa (Renovables)

Compañías comparables para Generación Europa (Renovables) (21 compañías)

i) Dado el número limitado de compañías comparables resultante de la preselección inicial, hemos adaptado el criterio geográfico para incluir compañías con más del 50% de actividad en EMEA o América;

ii) Adicionalmente, el criterio de la capitalización bursátil se ha reducido de €2.000mm a €500mm;

iii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la generación de energía; y

iv) Energía convencional vs. renovable: más del 50% de la energía generada proviene de tecnologías renovables.

Comparables 13 – 21 (de 21)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E (3)	Descripción
Ørsted		70.178	30,5%	5,0%	Ørsted A/S es una compañía eléctrica multinacional danesa con sede en Fredericia, Dinamarca.
PNE		611	15,1%	37,8%	PNE AG es una compañía alemana con sede en Cuxhaven (Alemania), dedicada al desarrollo de parques eólicos y fotovoltaicos.
NEOEN		5.344	84,2%	74,0%	Neoen S.A. es una compañía generadora francesa de energía renovable. Opera principalmente plantas de almacenamiento de energía solar y eólica.
Scatec		5.155	77,9%	76,4%	Scatec ASA, opera como compañía generadora de energía solar independiente e integrada.
SSE		17.318	25,4%	68,1%	SSE p.l.c. es una compañía energética multinacional con sede en Perth, Escocia, que opera principalmente en el Reino Unido e Irlanda.
Solaria		2.954	69,8%	31,7%	Solaria Energía y Medioambiente S.A. genera energía solar. La compañía invierte, desarrolla, y opera plantas fotovoltaicas.
[redacted]		768.1	33,2%	61,9%	Solarpack Corporación Tecnológica, S.A. es una compañía multinacional especializada en proyectos de generación de energía renovable, principalmente en energía solar fotovoltaica.
[redacted]		3.726	61,3%	30,0%	TransAlta Renewables Inc. es una compañía canadiense dedicada a la inversión, al desarrollo y a la generación de energía renovable.
TRIG		2.715	0,0%	0,0%	The Renewables Infrastructure Group Ltd. es un fondo de inversión británico dedicado a la inversión en proyectos de energía renovable.

(1) A 31 de diciembre de 2020.
(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).
(3) Denota el D/E mediano histórico de 5 años.

Selección de Compañías Comparables – Comerc. gas, electric. y servicios

Compañías comparables para Comercialización gas, electricidad y servicios (18 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en EMEA; y

ii) Actividad: Se han considerado compañías significativamente involucradas en la comercialización de electricidad y gas.

Comparables 1 – 10 (de 18)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
a2a		4.056	16,8%	76,6%	A2A S.p.A. es una compañía italiana que genera, distribuye y comercializa energía, electricidad, gas, suministro de agua y servicios de gestión de residuos.
CEZ GROUP		10.501	33,2%	43,5%	ČEZ Group es una compañía conglomerada checa cuya actividad principal es la generación, distribución, comercialización y venta de electricidad, calefacción y gas natural.
e·on		23.633	9,2%	107,7%	E.ON SE es una compañía europea de servicios eléctricos con sede en Essen, Alemania. La empresa distribuye energía y gas y ofrece servicios relacionados. También opera plantas de generación de energía convencional y renovable.
EDISON		5.431	7,9%	10,7%	Edison S.p.A. es una compañía de servicios eléctricos italiana, subsidiaria de EDF, con sede en Milán, Italia.
		20.338	24,7%	64,5%	EDP - Energias de Portugal S.A. es una compañía portuguesa de servicios eléctricos, con sede en Lisboa.
EDF		39.910	21,3%	80,3%	Électricité de France S.A., comúnmente conocida como EDF, es una compañía eléctrica multinacional francesa.
EnBW		15.168	13,5%	42,8%	EnBW Energie Baden-Württemberg AG, o comúnmente conocida como EnBW, es una compañía de servicios eléctricos con sede en Karlsruhe, Alemania.
endesa		23.663	20,6%	30,8%	Edesa S.A. de dedica a la generación, distribución y venta de electricidad principalmente en España y Portugal.
enel		84.112	24,0%	57,5%	Enel S.p.A. es una multinacional italiana integrada de electricidad y gas con operaciones en Italia e internacionales.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Comerc. gas, electric. y servicios

Compañías comparables para Comercialización gas, electricidad y servicios (18 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en EMEA; y

ii) Actividad: Se han considerado compañías significativamente involucradas en la comercialización de electricidad y gas.

Comparables 11 – 18 (de 18)

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
[redacted]		30.212	16,5%	71,6%	Engie S.A. es una compañía eléctrica multinacional francesa de energía, gas natural y servicios. A demás de distribución, también se dedica a la generación y venta de energía mediante fuentes convencionales y renovables.
Fortum		17.499	5,3%	37,6%	Fortum Oyj es una compañía estatal finlandesa que opera plantas de energía, incluidas plantas de cogeneración, genera y vende electricidad y calor.
[redacted]		4.385	13,8%	75,6%	Hera S.p.A es una compañía de servicios múltiples con sede en Bolonia, Italia. Opera en la distribución de gas, agua y energía del país.
IBERDROLA		71.684	26,8%	48,3%	Iberdrola S.A. es una compañía eléctrica multinacional española dedicada a la generación, transmisión, distribución y suministro de electricidad con sede en Bilbao, España.
LEW Lechwerke		3.544	9,6%	0,0%	Lechwerke AG es una compañía de servicios eléctricos con sede en Alemania. Su actividad principal es el suministro de electricidad y servicios asociados.
mainova		2.808	4,3%	17,7%	Mainova AG es una de las compañías de servicios públicos regionales más grandes de Alemania, que suministra electricidad, gas, calefacción y agua.
PGE		2.660	11,6%	56,4%	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. es una compañía eléctrica pública de propiedad estatal y la generadora de energía más grande de Polonia.
Verbund		24.267	33,1%	5,8%	Verbund AG es el proveedor de electricidad más grande de Austria y cubre aproximadamente el 40% de la demanda de electricidad en Austria.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – GNL Internacional

Compañías comparables para GNL Internacional (8 compañías)

i) Dado el número limitado de compañías comparables resultante de la preselección inicial, hemos adaptado el criterio geográfico para incluir compañías con más del 50% de actividad en EMEA o América; y

ii) Actividad: Se han considerado compañías integradas de *Oil &* Gas, que consideramos que están expuestas a riesgos similares.

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
ExxonMobil		142.480	9,5%	33,0%	Exxon Mobil Corporation, que opera como ExxonMobil, es una compañía multinacional estadounidense de *Oil & Gas* con sede en Irving, Texas.
Chevron		132.920	15,1%	17,1%	Chevron Corporation es una corporación energética multinacional estadounidense.
		111.539	13,9%	52,5%	Royal Dutch Shell p.l.c., comúnmente conocida como Shell, es una compañía multinacional británica-holandesa de *Oil & Gas* con sede en La Haya, Holanda.
TOTAL		92.635	14,6%	34,6%	Total SE es una multinacional francesa integrada de *Oil & Gas*.
CHENIERE		12.380	47,6%	171,1%	Cheniere Energy, Inc. es una compañía de gas natural licuado con sede en Houston, Texas.
bp		57.361	8,4%	60,5%	BP plc. es una compañía multinacional británica de *Oil & Gas* con sede en Londres, Inglaterra.
		2.936	65,2%	0,0%	Gaztransport & Technigaz S.A. proporciona sistemas de contención de membranas criogénicas para el transporte marítimo y almacenamiento de GNL.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Infraestructura LatAm - Gas

Compañías comparables para Infraestructura LatAm - Gas (7 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en LatAm; y

ii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la distribución de gas.

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
comgás		3.626	27,0%	15,9%	Comgás es una distribuidora brasileña de gas enfocada en São Paulo. Es la mayor distribuidora de gas de Brasil.
[redacted]		2.452	21,0%	5,0%	Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG se dedica a la distribución de gas natural en Brasil.
[redacted]		5.644	47,4%	35,5%	ENGIE Brasil Energía S.A., anteriormente Tractebel Energia, es una compañía brasileña de servicios públicos, con sede en Florianópolis, Santa Catarina.
Grupo Energía Bogotá		5.817	44,9%	50,5%	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. opera en los sectores de energía eléctrica y gas natural en Colombia, Perú, Guatemala y Brasil.
IEnova		4.628	58,7%	64,4%	Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V. desarrolla, construye y opera proyectos de energía en México. Opera a través de los segmentos de gas y energía.
PROMIGAS		2.279	25,6%	65,0%	Promigas S.A. E.S.P. explota, explora, transporta, distribuye y vende gas natural, petróleo e hidrocarburos en Colombia y LatAm.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Infraestructura LatAm - Electricidad

Compañías comparables para Infraestructura LatAm – Electricidad (14 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en LatAm; y

ii) Actividad: más del 20% de la actividad de la compañía proviene de la distribución de electricidad.

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
Eletrobras		9.071	50,2%	70,4%	Eletrobrás es una compañía brasileña de servicios eléctricos. Es la compañía eléctrica más grande de América Latina.
CEMIG		3.627	19,7%	46,1%	CEMIG es una eléctrica brasileña con sede en Belo Horizonte, capital del estado de Minas Gerais.
COPEL		3.115	27,2%	34,1%	Copel - Companhia Paranaense de Energia es una compañía brasileña de servicios eléctricos, la compañía más grande del Estado de Paraná.
[redacted]		2.127	13,5%	64,5%	CGE es una compañía de servicios públicos con sede en Chile, opera en los sectores de electricidad y gas natural, subsidiaria de Naturgy hasta noviembre de 2020.
CPFL ENERGIA		5.904	21,6%	37,4%	CPFL Energia S.A. es el segundo grupo privado más grande de generación y distribución de energía eléctrica en Brasil.
isa CTEEP		2.947	73,0%	10,4%	CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. se dedica a la transmisión de energía eléctrica en Brasil.
enel		10.156	23,6%	30,5%	Enel Américas S.A. es un conglomerado de compañías de energía eléctrica que operan en Sudamérica. A través de sus filiales genera, transmite y distribuye energía eléctrica.
enel Chile S.A.		4.393	32,5%	70,9%	Enel Chile S.A., una compañía de servicios eléctricos, se dedica a la generación, transmisión y distribución de electricidad en Chile.
[redacted]		3.441	19,4%	62,7%	Energisa S.A., a través de sus subsidiarias, opera como compañía distribuidora de energía en Brasil.
[redacted]		5.644	47,4%	35,5%	ENGIE Brasil Energía S.A., anteriormente Tractebel Energia, es una compañía brasileña de servicios públicos, con sede en Florianópolis, Santa Catarina.
equatorial ENERGIA		3.684	31,4%	40,5%	Equatorial Energia S.A. genera, transmite y distribuye electricidad en Brasil.
LUZ DEL SUR		2.808	29,5%	18,0%	Luz del Sur S.A.A. es una compañía peruana de servicios públicos dedicada a la distribución de energía eléctrica en Lima, Chile.
[redacted]		3.367	20,3%	96,3%	Neoenergia S.A. genera, transmite, distribuye, comercializa y comercializa energía eléctrica en Brasil.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

Selección de Compañías Comparables – Generación Internacional

Compañías comparables para Generación Internacional (12 compañías)

i) Geografía: más del 50% de actividad en LatAm; y

ii) Actividad: se han considerado compañías significativamente involucradas en la generación de energía eléctrica.

Compañía	País	Cap. bursátil (€ mm) (1)	Margen EBITDA (2)	D/E	Descripción
Naturgy		18.219	22,5%	63,4%	Naturgy Energy Group S.A. es una compañía multinacional española dedicada a la generación, distribución y comercialización de energía y servicios. La compañía opera en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad principalmente en España y LatAm.
Eletrobras		9.071	50,2%	70,4%	Eletrobrás es una compañía brasileña de servicios eléctricos. Es la compañía eléctrica más grande de América Latina.
Colbun		2.532	46,7%	25,4%	Colbún S.A., se dedica a la producción, transporte, distribución y suministro de energía, electricidad y gas natural.
CEMIG		3.627	19,7%	46,1%	CEMIG es una eléctrica brasileña con sede en Belo Horizonte, capital del estado de Minas Gerais.
COPEL		3.115	27,2%	34,1%	Copel - Companhia Paranaense de Energia es una compañía brasileña de servicios eléctricos, la compañía más grande del Estado de Paraná.
CPFL ENERGIA		5.904	21,6%	37,4%	CPFL Energia S.A. es el segundo grupo privado más grande de generación y distribución de energía eléctrica en Brasil.
enel		10.156	23,6%	30,5%	Enel Américas S.A. es un conglomerado de compañías de energía eléctrica que operan en Sudamérica. A través de sus filiales genera, transmite y distribuye energía eléctrica.
enel		4.393	32,5%	70,9%	Enel Chile S.A., una compañía de servicios eléctricos, se dedica a la generación, transmisión y distribución de electricidad en Chile.
enel		2.518	33,6%	39,7%	Enel Generación Chile S.A., anteriormente conocida como Endesa Chile y compañía Nacional de Electricidad, es la compañía de servicios eléctricos más grande de Chile.
		5.644	47,4%	35,5%	ENGIE Brasil Energía S.A., anteriormente Tractebel Energia, es una compañía brasileña de servicios públicos, con sede en Florianópolis, Santa Catarina.
equatorial ENERGIA		3.684	31,4%	40,5%	Equatorial Energia S.A. genera, transmite y distribuye electricidad en Brasil.
		2.464	37,6%	19,3%	Voltalia S.A. se dedica a la producción de energía renovables en Francia y LatAm.

(1) A 31 de diciembre de 2020.

(2) Margen EBITDA basado en los últimos ingresos y EBITDA reportados a Fecha de Valoración (UDM).

12 Anexos

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas

12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo

12.C. Compañías Comparables Cotizadas

12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid

12.E. Anexos del Modelo de Valoración

12.F. Soporte Estimativas Analistas

12.G. Nota importante

Consideración del apalancamiento de Naturgy en la valoración

Apalancamiento de Naturgy a 31 de diciembre de 2020 por segmento y comparación con el apalancamiento de los comparables

A continuación mostramos una comparativa del apalancamiento de Naturgy por segmento a 31 de diciembre de 2020, según los comparables de mercado a Fecha de Valoración, que se ha considerado en nuestro análisis de tasa de descuento (y por lo tanto DFC), y el apalancamiento intrínseco resultante de nuestra valoración.

Apalancamiento por segmento en base a los comparables de mercado (%)

Segmento / Línea de Negocio	Deuda / Total Capital (%) (1)
Gas & Electricidad	
Comercialización gas, electricidad y servicios	34,3%
GNL Internacional	30,1%
Generación Convencional	30,1%
Generación Renovables	40,5%
Generación Internacional	30,1%
Infraestructura EMEA	
Redes gas España	42,4%
Redes electricidad España	38,6%
EMPL	30,1%
Infraestructura LatAm Sur	
Chile Gas	33,5%
Brasil Gas	33,5%
Argentina Gas y Electricidad	31,9%
Infraestructura LatAm Norte	
México Gas	33,5%
Panamá Electricidad	30,2%
Resto (Otros)	37,7%
Mínimo	30,1%
1er Cuartíl	30,2%
Mediana	**33,5%**
Media ponderada EV (2)	**36,0%**
Media ponderada EBITDA (3)	**35,6%**
Media	**34,0%**
3er Cuartíl	36,8%
Máximo	42,4%

(1) Deuda / Total Capital según el apalancamiento de las comparables de mercado. Para más información referirse al Anexo 12.E.
(2) Ponderación en base al % de contribución de cada segmento por el método de DCF.
(3) Ponderación en base al % de contribución de cada segmento según el EBITDA proyectado.

Apalancamiento de Naturgy según valores concluidos y deuda neta financiera ajustada (€mm)

Deuda / Total Capital (%) – Naturgy	Punto Alto	Punto Medio	Punto Bajo
Deuda neta financiera Ajustada (4)	11.778	11.914	12.049
VE Total (5)	36.959	35.108	33.257
Deuda / Total Capital (%)	**31,9%**	**33,9%**	**36,2%**

(4) Deuda neta financiera ajustada por D&P a 31 de diciembre de 2020, para más información de los ajustes referirse al apartado 3.A.3 Análisis Financiero del Grupo.
(5) VE Total en base a los valores concluidos, para más información referirse al Anexo 12.E.

- A la izquierda mostramos las estructuras de capital por segmento consideradas en nuestro coste de capital. Dado que Naturgy no reporta deuda financiera neta por segmento mostramos también el apalancamiento global resultante para el Grupo. Como se puede ver este se encuentra entre 33,5% y 36,0%.
- El apalancamiento intrínseco (que se encuentra en línea con la estructura financiera expresada en el plan estratégico) teniendo en cuenta el rango de VE y de DFN esta entre el 32,0% y el 36,0%, lo cual es consistente con el apalancamiento considerado en la tasa de descuento y por lo tanto en el DFC.

Fuente: Capital IQ; CCAA Naturgy y análisis de D&P.

12 Anexos

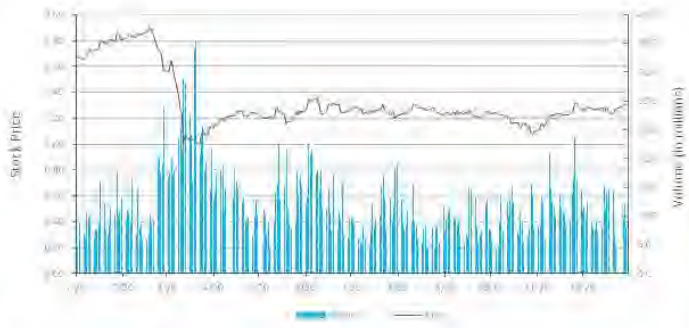
12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas
12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo
12.C. Compañías Comparables Cotizadas
12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid
12.E. Anexos del Modelo de Valoración
12.F. Soporte Estimativas Analistas
12.G. Nota importante

Compañías Comparables

A2A S.p.A. (BIT:A2A) - Business Description

A2A S.p.A. engages in the production, sale, and distribution of gas and electricity, and district heating in Italy. The company generates electricity through hydroelectric, thermoelectric, and photovoltaic plants with an installed power of approximately 7.2 GW; and purchases and sells electricity, gas and non-gas fuels, as well as manages environmental certificates. It also engages in the production and sale of heat produced through district heating networks. In addition, the company is involved in waste management activities, including collection and street sweeping, treatment, and disposal and recovery of energy, and the construction and management of integrated waste disposal plants and systems. Further, it offers integrated water cycle management services, and technical consultancy services relating to energy efficiency certificates. Additionally, the company is involved in the management of public lighting systems and street lights, management of water purification and sewer, and video surveillance activities. A2A S.p.A. is headquartered in Brescia, Italy.

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.a2a.eu	LTM as of	30/09/2020
Employees	12,106	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	BBB



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	1.82
52-Week Low (3/16/20)	0.95
Daily Volume	12.1
Current Price (12/31/20)	**1.70**
% of 52-Week High	68.6%
% of 52-Week Low	136.2%
% of 52-Week Range	36.8%
Total Basic Common Shares	3,109
Market Capitalization	**4,056**
Plus: Total Debt	3,165
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	368
Less: Cash and ST Investments	(290)
Enterprise Value	**7,807**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	22.3%	11.4%	13.5%	10.8%
EBITDA	1.0%	7.9%	(4.4%)	(1.0%)
Net Income	26.3%	17.4%	13.1%	17.4%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(2.1%)	3.2%	8.5%	9.5%
EBITDA	1.0%	1.7%	2.7%	2.0%
Net Income	2.4%	40.9%	NM	54.2%
Profitability				
Return on Assets	4.2%	4.4%	3.8%	3.6%
Return on Capital	5.1%	6.3%	6.6%	5.0%
Return on Equity	12.2%	10.2%	10.9%	10.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	23.7%	20.7%	18.1%	18.0%
EBITDA Margin	19.3%	16.7%	15.7%	16.8%
Net Income Margin	5.2%	5.5%	5.4%	5.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	5,655	6,299	7,152	6,797
Cost Of Revenues	4,316	4,997	5,856	5,543
Gross Profit	**1,339**	**1,302**	**1,296**	**1,254**
Selling General & Admin Exp.	-	-	-	-
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	660	590	648	653
Operating Income	**679**	**712**	**648**	**601**
Net Interest Exp.	(109)	(108)	(98)	(92)
EBT Excl. Unusual Items	627	636	576	509
Total Unusual Items	(51)	(146)	5	-
EBT Incl. Unusual Items	576	490	581	509
Income Tax Expense	192	157	189	150
Earnings from Cont. Ops.	384	333	392	359
Net Income	293	344	389	357

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	699	640	444	290
Total Receivables	1,868	1,942	2,067	1,729
Inventory	147	187	184	153
Other Current Assets	350	313	415	387
Total Current Assets	**3,064**	**3,082**	**3,110**	**2,751**
Net Property, Plant & Equipment	4,606	4,620	4,868	4,834
Long-term Investments	107	45	45	40
Other Long-Term Assets	2,172	2,586	2,701	2,786
Total Assets	**9,949**	**10,333**	**10,725**	**10,541**
Accounts Payable	1,379	1,410	1,478	1,408
Current Portion of Long Term Debt	431	687	279	376
Curr. Port. of Cap. Leases	5	5	25	-
Other Current Liabilities	528	620	853	886
Total Current Liabilities	**2,343**	**2,722**	**2,635**	**2,585**
Long-Term Debt	3,461	2,908	3,190	3,085
Capital Leases	40	46	117	-
Other Non-Current Liabilities	822	328	408	350
Total Liabilities	**6,801**	**6,422**	**6,712**	**6,534**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	135	388	362	345
Total Common Equity	2,878	3,135	3,289	3,271
Total Liabilities And Equity	**9,949**	**10,333**	**10,725**	**10,541**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

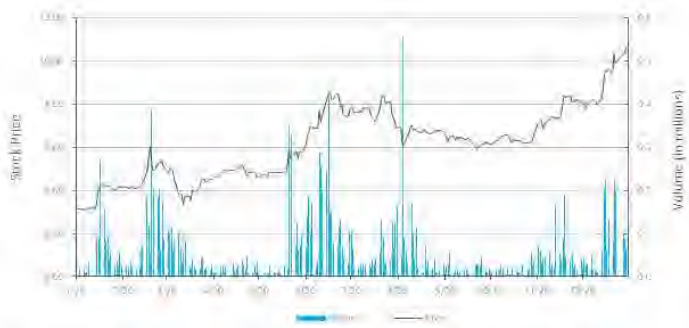
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Alerion Clean Power S.p.A. (BIT:ARN) - Business Description

Alerion Clean Power S.p.A. engages in the production of electricity through wind power in Italy. It has wind power plants located in Krupen, Bulgaria, and Comolica SL, Spain. The company is based in Milan, Italy. Alerion Clean Power S.p.A. is a subsidiary of FRI-EL Green Power S.p.A.

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.alerion.it	LTM as of	30/06/2020
Employees	31	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (12/23/20)	11.00
52-Week Low (1/06/20)	3.00
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**10.50**
% of 52-Week High	95.4%
% of 52-Week Low	353.3%
% of 52-Week Range	95.0%
Total Basic Common Shares	53
Market Capitalization	**565**
Plus: Total Debt	647
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	4
Less: Cash and ST Investments	(150)
Enterprise Value	**1,067**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Cash & ST Investments	43	64	238	150
Total Receivables	27	37	36	41
Inventory	-	-	-	-
Other Current Assets	-	-	-	-
Total Current Assets	**70**	**101**	**275**	**191**
Net Property, Plant & Equipment	191	277	415	486
Long-term Investments	18	18	18	17
Other Long-Term Assets	83	103	172	227
Total Assets	**362**	**498**	**881**	**982**
Accounts Payable	5	39	10	11
Current Portion of Long Term Debt	52	64	54	55
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	5	5
Other Current Liabilities	4	4	9	10
Total Current Liabilities	**61**	**107**	**78**	**82**
Long-Term Debt	166	228	540	541
Capital Leases	-	-	46	46
Other Non-Current Liabilities	16	18	50	72
Total Liabilities	**245**	**354**	**717**	**745**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	3	2	3	4
Total Common Equity	112	139	156	140
Total Liabilities And Equity	**362**	**498**	**881**	**982**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	5.4%	7.0%	26.8%	74.5%
EBITDA	9.4%	8.9%	23.6%	35.3%
Net Income	441.2%	(30.3%)	510.1%	197.9%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(8.1%)	0.7%	9.1%	13.0%
EBITDA	(6.0%)	5.8%	17.2%	19.2%
Net Income	4.0%	NM	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	2.9%	2.9%	2.4%	2.8%
Return on Capital	3.1%	3.2%	2.7%	3.2%
Return on Equity	4.4%	2.6%	14.1%	13.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	90.2%	92.0%	89.5%	87.4%
EBITDA Margin	70.0%	71.2%	68.4%	66.5%
Net Income Margin	9.5%	6.2%	29.7%	21.1%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Revenues	52	56	71	94
Cost Of Revenues	5	4	7	12
Gross Profit	**47**	**51**	**63**	**82**
Selling General & Admin Exp.	3	3	2	2
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	28	28	35	47
Operating Income	**17**	**20**	**26**	**33**
Net Interest Exp.	(13)	(19)	(16)	(23)
EBT Excl. Unusual Items	5	4	25	25
Total Unusual Items	2	2	1	(0)
EBT Incl. Unusual Items	8	7	26	25
Income Tax Expense	3	3	4	5
Earnings from Cont. Ops.	5	3	21	20
Net Income	**5**	**3**	**21**	**20**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Arise AB (publ) (OM:ARISE) - Business Description

Arise AB (publ), together with its subsidiaries, operates in the onshore wind power sector. The company operates through Own Wind Power Operations, and Development and Management segments. It develops, builds, operates, and manages wind farms. The company operates a portfolio of managed wind power approximately 1300 MW in Sweden and Norway. It has 10 wind farms totalling 139 MW in southern Sweden. The company was formerly known as Arise Windpower AB (publ) and changed its name to Arise AB (publ) in June 2013. Arise AB (publ) was founded in 2007 and is headquartered in Halmstad, Sweden.

Stock Exchange	OM	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.arise.se	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	31	**Filing Currency:**	SEK
Primary Industry	Renewable Elec	**S&P LT Rating**	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/17/20)	56.80
52-Week Low (3/23/20)	23.80
Daily Volume	6.2
Current Price (12/31/20)	40.50
% of 52-Week High	72.1%
% of 52-Week Low	170.2%
% of 52-Week Range	51.5%
Total Basic Common Shares	36
Market Capitalization	1,476
Plus: Total Debt	765
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(233)
Enterprise Value	2,008

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	146	61	365	233
Total Receivables	90	178	93	93
Inventory	4	8	8	1
Other Current Assets	6	9	7	53
Total Current Assets	**246**	**256**	**473**	**384**
Net Property, Plant & Equipment	1,319	1,247	1,227	1,255
Long-term Investments	5	-	-	18
Other Long-Term Assets	554	566	95	-
Total Assets	**2,124**	**2,069**	**1,795**	**1,657**
Accounts Payable	8	19	10	9
Current Portion of Long Term Debt	103	141	36	480
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	3	4
Other Current Liabilities	45	117	71	73
Total Current Liabilities	**156**	**277**	**120**	**575**
Long-Term Debt	1,079	922	883	213
Capital Leases	-	-	49	49
Other Non-Current Liabilities	46	46	45	43
Total Liabilities	**1,281**	**1,245**	**1,097**	**881**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	843	824	698	676
Total Liabilities And Equity	**2,124**	**2,069**	**1,795**	**1,557**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(56.8%)	34.0%	32.1%	18.6%
EBITDA	(10.9%)	55.3%	12.0%	54.8%
Net Income	339.0%	(111.7%)	(1219.0%)	(109.7%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	2.2%	4.9%	11.9%	(7.6%)
EBITDA	(2.6%)	1.3%	2.8%	(2.1%)
Net Income	NM	(6.3%)	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	1.2%	3.5%	4.6%	4.1%
Return on Capital	1.3%	3.8%	5.0%	4.5%
Return on Equity	(19.3%)	2.5%	(30.9%)	4.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	60.2%	91.0%	87.9%	103.1%
EBITDA Margin	46.0%	56.7%	47.2%	50.1%
Net Income Margin	(70.3%)	6.1%	(51.9%)	3.1%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	256	343	453	361
Cost Of Revenues	102	31	55	(11)
Gross Profit	**154**	**312**	**398**	**372**
Selling General & Admin Exp.	36	121	181	182
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	73	73	75	73
Operating Income	**45**	**118**	**142**	**107**
Net Interest Exp.	(81)	(91)	(80)	(47)
EBT Excl. Unusual Items	(27)	28	40	311
Total Unusual Items	(152)	-	(273)	(270)
EBT Incl. Unusual Items	(179)	28	(233)	41
Income Tax Expense	1	7	2	9
Earnings from Cont. Ops.	(180)	21	(236)	32
Net Income	**(180)**	**21**	**(235)**	**32**

Sales, Operating Income (mSEK) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Atlantica Sustainable Infrastructure plc (NasdaqGS:AY) - Business Description

Atlantica Sustainable Infrastructure plc acquires, owns, and manages renewable energy, natural gas, transmission and transportation infrastructures, and water assets in the United States, Canada, Mexico, Peru, Chile, Uruguay, Spain, Algeria, and South Africa. It owns 25 assets comprising 1,495 MW of aggregate renewable energy installed generation capacity, 343 MW of natural gas-fired power generation capacity, 1,166 miles of electric transmission lines, and 10.5 million cubic feet per day of water desalination assets. The company was formerly known as Atlantica Yield plc and changed its name to Atlantica Sustainable Infrastructure plc in May 2020. Atlantica Sustainable Infrastructure plc was founded in 2013 and is based in Brentford, the United Kingdom.

Stock Exchange	NasdaqGS	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.atlanticayield.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	425	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	BB

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/26/20)	41.05
52-Week Low (3/19/20)	17.74
Daily Volume	0.6
Current Price (12/31/20)	37.98
% of 52-Week High	92.1%
% of 52-Week Low	214.2%
% of 52-Week Range	80.1%
Total Basic Common Shares	107
Market Capitalization	4,051
Plus: Total Debt	5,979
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	203
Less: Cash and ST Investments	(341)
Enterprise Value	9,891

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	880	872	781	984
Total Receivables	238	231	312	385
Inventory	18	19	20	22
Other Current Assets	6	6	5	27
Total Current Assets	**1,142**	**1,128**	**1,119**	**1,418**
Net Property, Plant & Equipment	-	-	-	-
Long-term Investments	93	95	228	462
Other Long-Term Assets	9,258	8,697	8,312	9,230
Total Assets	**10,492**	**9,919**	**9,660**	**11,631**
Accounts Payable	108	109	52	46
Current Portion of Long Term Debt	315	276	783	542
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	-
Other Current Liabilities	78	354	138	96
Total Current Liabilities	**500**	**739**	**973**	**784**
Long-Term Debt	6,133	5,555	5,081	6,503
Capital Leases	-	57	54	50
Other Non-Current Liabilities	1,690	1,535	1,424	1,654
Total Liabilities	**8,460**	**8,024**	**7,739**	**9,386**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	137	139	206	287
Total Common Equity	1,759	1,617	1,508	1,431
Total Liabilities And Equity	**10,492**	**9,919**	**9,660**	**11,631**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	5.2%	4.7%	(3.0%)	(2.8%)
EBITDA	4.9%	6.1%	(0.0%)	(1.2%)
Net Income	2202.9%	(137.2%)	49.4%	(48.7%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	56.7%	38.0%	23.2%	9.9%
EBITDA	51.8%	38.3%	23.3%	9.3%
Net Income	NM	NM	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	2.4%	2.6%	2.8%	2.4%
Return on Capital	3.0%	3.3%	3.5%	2.9%
Return on Equity	(5.4%)	3.0%	4.3%	3.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA Margin	66.9%	69.8%	71.9%	68.6%
Net Income Margin	(10.9%)	3.9%	5.9%	5.1%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,030	1,078	1,046	1,002
Cost Of Revenues	-	-	-	-
Gross Profit	**1,030**	**1,078**	**1,046**	**1,002**
Selling General & Admin Exp.	19	15	32	19
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	612	631	573	516
Operating Income	**398**	**432**	**441**	**467**
Net Interest Exp.	(381)	(306)	(331)	(370)
EBT Excl. Unusual Items	16	102	106	97
Total Unusual Items	-	(4)	-	53
EBT Incl. Unusual Items	15	98	106	150
Income Tax Expense	120	43	31	8
Earnings from Cont. Ops.	(105)	55	75	142
Net Income	**(112)**	**42**	**62**	**92**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

BKW AG (SWX:BKW) - Business Description

BKW AG plans, builds, and operates infrastructure to produce and supply energy for businesses, households, and the public sector in Switzerland, Germany, Italy, France, and internationally. It operates through three segments: Energy, Grid, and Services. The Energy segment builds, operates, and maintains power plants, such as hydroelectric, nuclear, fossil-fuel, and other renewable energy power plants. It also sells energy, as well as trades in electricity, certificates, and commodities. The Grid segment builds, operates, and maintains distribution grid. The Services segment engages in the provision of planning and engineering consultancy services for energy, infrastructure and environmental projects; and integrated services in the area of building technology; as well as the construction, servicing, and maintenance of energy, telecommunication, transport, and water networks. The company is headquartered in Bern, Switzerland.

Stock Exchange	SWX	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.bkw.ch	LTM as of	30/06/2020
Employees	16,000	Filing Currency:	CHF
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	NR

VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (12/03/20)	102.80
52-Week Low (3/19/20)	69.50
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**99.20**
% of 52-Week High	96.5%
% of 52-Week Low	142.8%
% of 52-Week Range	86.7%
Total Basic Common Shares	53
Market Capitalization	**5,236**
Plus: Total Debt	1,574
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	271
Less: Cash and ST Investments	(842)
Enterprise Value	**6,089**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Cash & ST Investments	1,223	1,095	895	842
Total Receivables	988	890	939	964
Inventory	60	44	56	85
Other Current Assets	111	214	149	205
Total Current Assets	**2,382**	**2,243**	**2,039**	**2,095**
Net Property, Plant & Equipment	3,221	3,235	3,420	3,491
Long-term Investments	2,772	2,761	1,431	2,488
Other Long-Term Assets	713	815	2,350	1,064
Total Assets	**9,089**	**9,053**	**9,239**	**9,041**
Accounts Payable	418	328	335	490
Current Portion of Long Term Debt	203	408	56	107
Curr. Port. of Cap. Leases	9	5	33	-
Other Current Liabilities	693	806	864	840
Total Current Liabilities	**1,324**	**1,547**	**1,287**	**1,251**
Long-Term Debt	1,256	1,089	1,257	1,417
Capital Leases	44	26	147	-
Other Non-Current Liabilities	2,531	2,373	2,266	2,194
Total Liabilities	**5,418**	**5,308**	**5,230**	**5,134**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	264	274	273	271
Total Common Equity	3,142	3,199	3,462	3,364
Total Liabilities And Equity	**9,089**	**9,053**	**9,239**	**9,041**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	2.0%	7.8%	7.0%	8.1%
EBITDA	(9.1%)	3.5%	18.6%	5.7%
Net Income	(19.4%)	(25.8%)	109.9%	16.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(2.9%)	(0.1%)	0.0%	2.0%
EBITDA	3.2%	15.9%	4.2%	2.6%
Net Income	14.4%	NM	6.3%	(0.9%)
Profitability				
Return on Assets	2.4%	2.3%	2.9%	3.1%
Return on Capital	4.4%	4.3%	5.2%	5.3%
Return on Equity	8.7%	5.9%	11.2%	8.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	51.1%	50.6%	56.2%	56.0%
EBITDA Margin	21.9%	21.0%	23.3%	23.7%
Net Income Margin	10.4%	7.2%	14.1%	10.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Revenues	2,413	2,600	2,782	2,920
Cost Of Revenues	1,180	1,286	1,219	1,281
Gross Profit	**1,232**	**1,315**	**1,564**	**1,639**
Selling General & Admin Exp.	617	642	768	847
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	280	333	372	381
Operating Income	**336**	**340**	**424**	**411**
Net Interest Exp.	(101)	(104)	(99)	(97)
EBT Excl. Unusual Items	277	258	357	367
Total Unusual Items	92	(9)	121	(34)
EBT Incl. Unusual Items	369	249	478	333
Income Tax Expense	94	46	74	45
Earnings from Cont. Ops.	275	203	404	310
Net Income	**251**	**186**	**391**	**301**

Sales, Operating Income (mCHF) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

BP p.l.c. (LSE:BP.) - Business Description

BP PLC engages in the energy business worldwide. It operates through three segments: Upstream, Downstream, and Rosneft. The Upstream segment is involved in the oil and natural gas exploration, and field development and production; midstream transportation; storage; and processing, and marketing and trading of liquefied natural gas (LNG), biogas, power, and natural gas liquids (NGLs). This segment also engages in the ownership and management of crude oil and natural gas pipelines, processing facilities and export terminals; and LNG processing facilities and transportation, as well as NGLs processing business. The Downstream segment refines, manufactures, markets, transports, supplies, and trades in crude oil, petroleum, and petrochemical products and related services to wholesale and retail customers. It offers gasoline, diesel, and aviation fuels; lubricants; and related products and services to the automotive, industrial, marine, and energy markets under the Castrol, BP, and Aral brands; and petrochemical products, such as purified terephthalic acid, paraxylene, acetic acid, olefins and derivatives, and specialty petrochemical products. The Rosneft segment engages in the exploration and production of hydrocarbons, as well as jet fuel, bunkering, bitumen, and lubricants activities. This segment also owns and operates 13

Stock Exchange	LSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.bp.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	67,600	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Integrated Oil &	S&P LT Rating	A

VALUATION

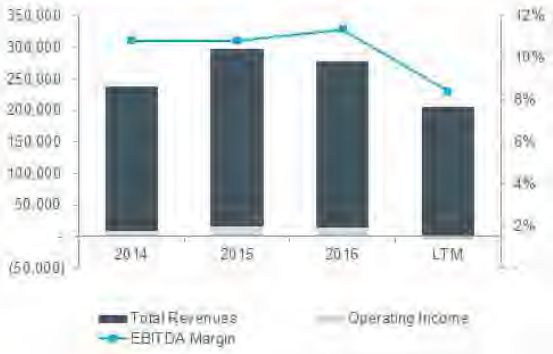
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	3.99
52-Week Low (10/28/20)	1.69
Daily Volume	36.2
Current Price (12/31/20)	3.55
% of 52-Week High	50.1%
% of 52-Week Low	135.2%
% of 52-Week Range	20.7%
Total Basic Common Shares	20,170
Market Capitalization	51,392
Plus: Total Debt	67,691
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	31,240
Less: Cash and ST Investments	(21,984)
Enterprise Value	116,636

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	25,711	22,690	22,641	21,984
Total Receivables	25,800	25,823	26,063	17,196
Inventory	19,011	17,988	20,880	19,846
Other Current Assets	4,446	4,809	12,475	8,799
Total Current Assets	**74,968**	**71,310**	**82,059**	**68,825**
Net Property, Plant & Equipment	129,471	135,261	132,642	135,520
Long-term Investments	26,230	27,661	31,601	27,321
Other Long-Term Assets	45,846	47,944	48,892	45,524
Total Assets	**276,515**	**282,176**	**295,194**	**269,250**
Accounts Payable	28,640	28,621	32,404	29,903
Current Portion of Long Term Debt	6,849	7,176	8,166	11,017
Curr. Port. of Cap. Leases	38	44	2,067	1,907
Other Current Liabilities	28,999	32,396	30,958	31,534
Total Current Liabilities	**64,726**	**68,237**	**73,595**	**58,677**
Long-Term Debt	56,179	56,803	57,237	61,196
Capital Leases	618	623	7,655	7,375
Other Non-Current Liabilities	51,762	51,757	51,407	22,447
Total Liabilities	**174,198**	**178,524**	**192,190**	**169,695**
Total Pref. Equity	21	21	21	-
Minority Interest	1,913	2,104	2,296	16,706
Total Common Equity	98,470	99,423	98,391	97,450
Total Liabilities And Equity	**276,515**	**282,176**	**295,194**	**269,250**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	30.8%	24.7%	(6.9%)	(25.0%)
EBITDA	58.0%	24.4%	(2.1%)	(20.9%)
Net Income	2847.0%	175.9%	(57.1%)	(153.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(8.7%)	(4.8%)	(4.6%)	(5.8%)
EBITDA	(3.8%)	(0.6%)	1.6%	(2.6%)
Net Income	(21.0%)	(16.7%)	1.3%	NM
Profitability				
Return on Assets	2.0%	3.8%	3.3%	(1.4%)
Return on Capital	3.4%	6.0%	5.5%	(2.3%)
Return on Equity	3.5%	9.5%	4.1%	(24.4%)
Margin Analysis				
Gross Margin	15.6%	16.2%	16.5%	15.2%
EBITDA Margin	10.8%	10.8%	11.4%	8.4%
Net Income Margin	1.4%	3.2%	1.5%	(10.2%)

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	238,433	297,220	276,850	205,307
Cost Of Revenues	201,258	252,169	231,168	179,616
Gross Profit	**37,175**	**45,051**	**45,682**	**31,189**
Selling General & Admin Exp.	11,205	12,866	11,453	11,077
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	17,347	16,471	18,974	25,391
Operating Income	**8,623**	**15,914**	**15,255**	**(5,267)**
Net Interest Exp.	(1,133)	(1,319)	(1,995)	(1,647)
EBT Excl. Unusual Items	10,366	18,681	16,866	(6,135)
Total Unusual Items	(3,186)	(1,938)	(8,712)	(17,988)
EBT Incl. Unusual Items	7,180	16,722	8,154	(25,729)
Income Tax Expense	3,712	7,145	3,964	(3,703)
Earnings from Cont. Ops.	3,468	9,578	4,190	(22,156)
Net Income	**3,389**	**9,383**	**4,026**	**(24,841)**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution



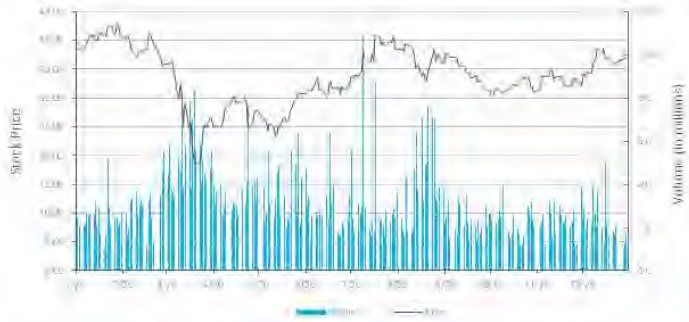
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás (BOVESPA:ELETS) - Business Description

Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobras, through its subsidiaries, engages in the generation, transmission, and distribution of electricity in Brazil. The company generates electricity through hydroelectric, thermal, nuclear, wind, and solar plants. As of December 31, 2019, it owned and operated 35 hydroelectric plants with a total installed capacity of 46,268.65 megawatts, seven thermal plants, including coal, and oil and gas power generation units with a total installed capacity of 1,770 megawatts, and two nuclear power plants comprising Angra I with an installed capacity of 640 megawatts and Angra II an installed capacity of 1,350 megawatts. It also operates 64,138 kilometers of transmission lines. The company was founded in 1962 and is based in Rio de Janeiro, Brazil.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.eletrobras	LTM as of	30/09/2020
Employees	12,916	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BB-



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/29/20)	42.67
52-Week Low (3/23/20)	19.92
Daily Volume	3.7
Current Price (12/31/20)	**37.00**
% of 52-Week High	86.3%
% of 52-Week Low	229.5%
% of 52-Week Range	76.6%
Total Basic Common Shares	1,569
Market Capitalization	**58,050**
Plus: Total Debt	52,256
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	508
Less: Cash and ST Investments	(11,322)
Enterprise Value	**99,492**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(22.7%)	5.1%	7.8%	19.3%
EBITDA	(441.4%)	208.4%	(45.8%)	(11.9%)
Net Income	(149.2%)	(851.9%)	(19.3%)	(62.3%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(2.6%)	1.6%	(1.7%)	(3.9%)
EBITDA	21.1%	NM	8.4%	23.2%
Net Income	NM	NM	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	1.8%	6.3%	3.2%	5.1%
Return on Capital	3.3%	11.0%	4.9%	7.6%
Return on Equity	5.7%	27.2%	11.7%	18.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	61.4%	77.5%	74.5%	77.5%
EBITDA Margin	25.9%	76.0%	39.7%	49.2%
Net Income Margin	(7.2%)	51.5%	38.6%	46.5%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	6,974	6,519	8,830	11,322
Total Receivables	7,436	8,258	9,242	11,649
Inventory	479	380	472	512
Other Current Assets	22,470	31,688	22,174	27,434
Total Current Assets	**37,359**	**46,845**	**40,718**	**46,916**
Net Property, Plant & Equipment	27,966	32,370	33,316	32,830
Long-term Investments	29,040	28,277	29,520	30,043
Other Long-Term Assets	78,611	73,717	73,912	73,087
Total Assets	**172,975**	**181,210**	**177,467**	**181,583**
Accounts Payable	10,444	3,361	3,095	2,578
Current Portion of Long Term Debt	6,112	12,119	7,730	8,879
Curr. Port. of Cap. Leases	145	152	219	229
Other Current Liabilities	17,486	20,893	14,693	13,026
Total Current Liabilities	**34,187**	**36,524**	**25,638**	**24,596**
Long-Term Debt	39,982	43,216	40,656	42,397
Capital Leases	932	824	988	820
Other Non-Current Liabilities	54,295	43,706	37,817	36,854
Total Liabilities	**129,810**	**124,735**	**105,585**	**104,726**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	413	466	487	508
Total Common Equity	42,339	56,543	70,907	76,082
Total Liabilities And Equity	**172,975**	**181,210**	**177,467**	**181,583**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	24,519	25,772	27,726	35,382
Cost Of Revenues	9,460	5,799	7,068	7,945
Gross Profit	**15,059**	**19,973**	**20,658**	**25,437**
Selling General & Admin Exp.	8,909	7,543	7,999	7,450
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	1,324	(5,447)	3,472	3,447
Operating Income	**4,825**	**17,878**	**9,198**	**14,572**
Net Interest Exp.	4,172	339	(1,949)	(15,208)
EBT Excl. Unusual Items	8,846	17,750	8,101	(10,547)
Total Unusual Items	(4,363)	(1,820)	(1,733)	(11,977)
EBT Incl. Unusual Items	4,483	15,931	6,369	(9,720)
Income Tax Expense	2,029	2,484	(1,090)	(1,150)
Earnings from Cont. Ops.	2,454	13,447	7,459	(8,570)
Net Income	**(1,764)**	**13,262**	**10,697**	**(8,042)**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

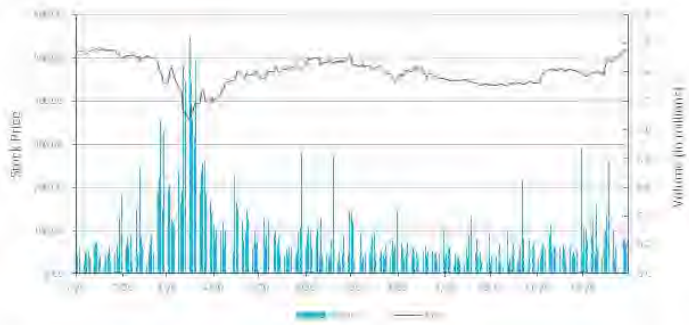
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

CEZ, a. s. (SEP:CEZ) - Business Description

CEZ, a. s. an electricity generation company, engages in the production, distribution, trade, and sale of electricity and heat in Western, Central and Southeastern Europe. The company operates through six segments: Generation-Traditional Energy, Generation-New Energy, Distribution, Sales, Mining, and Support Services. It operates eleven fossil fuel plants, sixteen hydroelectric plants, one combined cycle gas turbine plant, and two nuclear plants in the Czech Republic. The company, through its subsidiaries, also operates various fossil fuel, hydro, wind, solar, biogas, and biomass power plants in the Czech Republic, eleven wind power plants in Germany, two fossil fuel plants and one hydroelectric plant in Poland, one solar plant in Bulgaria, and a wind farm and a complex of hydroelectric plants in Romania. The company also engages in the distribution of electricity; trade and sale of natural gas; and mining of coal. In addition, it is involved in quarrying and processing of construction aggregate and high-percentage limestones, and commodity trading in wholesale markets. Further, the company engages in the planning, construction, and maintenance of energy facilities. CEZ, a. s. was founded in 1992 and is headquartered in Prague, the Czech Republic.

Stock Exchange	SEP	Latest Fiscal Year	12/31/2019
Website	www.cez.cz	LTM as of	30/09/2020
Employees	31,209	Filing Currency:	CZK
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	A-



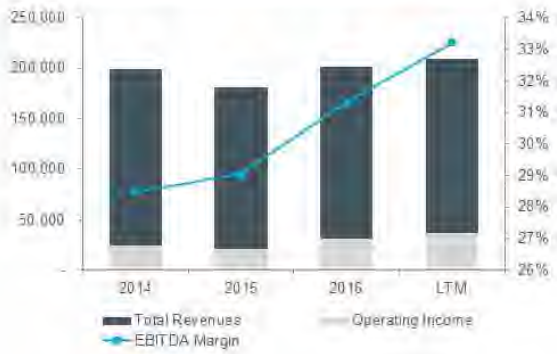
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/14/20)	523.50
52-Week Low (3/16/20)	347.40
Daily Volume	0.3
Current Price (12/31/20)	516.00
% of 52-Week High	98.4%
% of 52-Week Low	148.2%
% of 52-Week Range	95.2%
Total Basic Common Shares	535
Market Capitalization	275,751
Plus: Total Debt	169,709
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	5,150
Less: Cash and ST Investments	(47,457)
Enterprise Value	403,130

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	15,933	9,070	10,161	47,457
Total Receivables	57,893	78,615	72,884	64,067
Inventory	9,346	9,803	10,653	12,304
Other Current Assets	52,781	129,508	108,940	60,472
Total Current Assets	**135,953**	**226,996**	**202,638**	**182,300**
Net Property, Plant & Equipment	412,801	401,481	413,838	402,365
Long-term Investments	10,582	9,068	7,573	10,636
Other Long-Term Assets	64,570	69,898	80,525	85,715
Total Assets	**623,906**	**707,443**	**704,574**	**672,795**
Accounts Payable	48,087	63,093	66,244	53,945
Current Portion of Long Term Debt	10,759	6,743	25,063	9,110
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	-
Other Current Liabilities	69,135	148,304	95,464	84,940
Total Current Liabilities	**127,981**	**218,140**	**186,771**	**147,995**
Long-Term Debt	132,475	142,440	142,670	159,870
Capital Leases	-	-	-	-
Other Non-Current Liabilities	100,520	98,462	110,663	111,750
Total Liabilities	**365,280**	**463,602**	**444,607**	**417,715**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	4,304	4,560	4,603	5,139
Total Common Equity	250,018	234,721	250,761	244,920
Total Liabilities And Equity	**623,906**	**707,443**	**704,574**	**672,795**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(1.5%)	(8.8%)	11.3%	9.4%
EBITDA	(6.9%)	(7.1%)	20.0%	10.8%
Net Income	31.4%	(45.0%)	39.2%	(7.9%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(1.1%)	(3.4%)	0.5%	0.8%
EBITDA	(8.6%)	(9.1%)	(2.4%)	1.3%
Net Income	(14.6%)	(22.1%)	(8.5%)	(1.9%)
Profitability				
Return on Assets	2.5%	2.0%	2.8%	3.4%
Return on Capital	3.7%	3.3%	4.7%	5.5%
Return on Equity	7.4%	4.3%	5.9%	4.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	37.5%	43.7%	42.8%	44.0%
EBITDA Margin	28.5%	29.0%	31.3%	33.2%
Net Income Margin	9.4%	5.7%	7.1%	5.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	199,107	181,487	201,907	205,341
Cost Of Revenues	124,375	102,118	115,409	117,263
Gross Profit	**74,732**	**79,369**	**86,498**	**92,078**
Selling General & Admin Exp.	21,467	26,384	29,416	32,344
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	28,649	31,587	25,923	24,998
Operating Income	**24,616**	**21,398**	**31,159**	**34,736**
Net Interest Exp.	(4,882)	(6,485)	(6,823)	(6,805)
EBT Excl. Unusual Items	17,752	15,388	23,965	25,170
Total Unusual Items	5,001	(1,871)	(5,554)	(10,975)
EBT Incl. Unusual Items	22,753	13,517	18,411	14,194
Income Tax Expense	3,794	3,017	3,911	4,873
Earnings from Cont. Ops.	18,959	10,500	14,500	14,481
Net Income	**18,765**	**10,327**	**14,373**	**14,036**

Sales, Operating Income (mCZK) and EBITDA Margin (%) Evolution



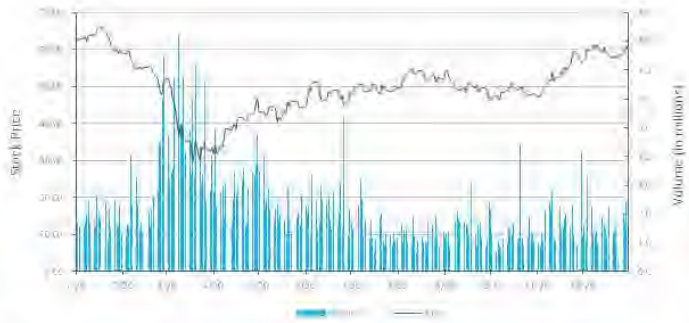
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Cheniere Energy, Inc. (AMEX:LNG) - Business Description

Cheniere Energy, Inc., an energy infrastructure company, engages in the liquefied natural gas (LNG) related businesses in the United States. It owns and operates Sabine Pass LNG terminal in Cameron Parish, Louisiana, and Corpus Christi LNG terminal near Corpus Christi, Texas. The company also owns Creole Trail pipeline, a 94-mile pipeline interconnecting the Sabine Pass LNG terminal with various interstate pipelines, and operates Corpus Christi pipeline, a 23-mile natural gas supply pipeline that interconnects the Corpus Christi LNG terminal with various interstate and intrastate natural gas pipelines. It is also involved in the LNG and natural gas marketing business. The company was founded in 1983 and is headquartered in Houston, Texas.

Stock Exchange	AMEX	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.cheniere.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,520	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Oil and Gas Exp.	S&P LT Rating	BB



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/16/20)	61.77
52-Week Low (3/18/20)	27.86
Daily Volume	2.2
Current Price (12/31/20)	60.09
% of 52-Week High	89.5%
% of 52-Week Low	221.8%
% of 52-Week Range	82.3%
Total Basic Common Shares	252
Market Capitalization	15,144
Plus: Total Debt	32,145
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	2,371
Less: Cash and ST Investments	(2,182)
Enterprise Value	47,478

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	738	1,015	2,699	2,182
Total Receivables	371	585	491	380
Inventory	243	316	312	280
Other Current Assets	2,017	2,318	710	760
Total Current Assets	3,369	4,234	4,212	3,602
Net Property, Plant & Equipment	23,978	27,245	30,112	30,831
Long-term Investments	81	102	108	89
Other Long-Term Assets	478	406	1,060	1,083
Total Assets	27,906	31,987	35,492	35,931
Accounts Payable	25	58	66	43
Current Portion of Long Term Debt	20	-	40	80
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	237	162
Other Current Liabilities	1,206	1,684	1,531	1,612
Total Current Liabilities	1,251	1,742	1,874	1,917
Long-Term Debt	25,351	28,179	30,823	31,014
Capital Leases	-	57	247	231
Other Non-Current Liabilities	(5,944)	(4,830)	(4,785)	(4,821)
Total Liabilities	23,662	27,603	30,608	31,213
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	3,004	2,455	2,449	2,371
Total Common Equity	(1,764)	(526)	(14)	(24)
Total Liabilities And Equity	27,906	31,987	35,492	35,931

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	338.7%	41.6%	16.4%	6.7%
EBITDA	711.8%	39.2%	28.0%	20.5%
Net Income	(35.6%)	(219.8%)	37.6%	(567.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	84.3%	97.3%	103.1%	112.8%
EBITDA	NM	NM	NM	NM
Net Income	NM	NM	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	3.4%	4.2%	4.4%	5.1%
Return on Capital	3.6%	4.4%	4.6%	5.1%
Return on Equity	54.2%	75.7%	56.5%	68.2%
Margin Analysis				
Gross Margin	36.7%	34.7%	32.9%	47.3%
EBITDA Margin	31.3%	30.8%	33.9%	47.6%
Net Income Margin	(7.0%)	5.9%	7.0%	11.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	5,646	7,994	9,303	8,241
Cost Of Revenues	3,576	5,217	6,242	4,674
Gross Profit	2,070	2,777	3,061	3,373
Selling General & Admin Exp.	256	289	310	317
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	400	474	392	295
Operating Income	1,414	2,014	2,359	2,865
Net Interest Exp.	(740)	(818)	(1,566)	(1,732)
EBT Excl. Unusual Items	691	1,262	793	1,020
Total Unusual Items	(125)	(35)	(78)	(374)
EBT Incl. Unusual Items	566	1,227	715	1,254
Income Tax Expense	3	27	(517)	(208)
Earnings from Cont. Ops.	563	1,200	1,232	1,462
Net Income	(393)	471	648	1,046

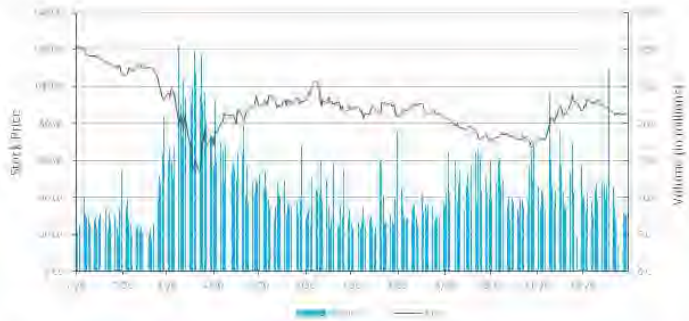
Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Chevron Corporation (NYSE:CVX) - Business Description

Chevron Corporation, through its subsidiaries, engages in integrated energy, chemicals, and petroleum operations worldwide. The company operates in two segments, Upstream and Downstream. The Upstream segment is involved in the exploration, development, and production of crude oil and natural gas; processing, liquefaction, transportation, and regasification associated with liquefied natural gas; transportation of crude oil through pipelines; and transportation, storage, and marketing of natural gas, as well as operates a gas-to-liquids plant. The Downstream segment engages in refining crude oil into petroleum products; marketing crude oil and refined products; transporting crude oil and refined products through pipeline, marine vessel, motor equipment, and rail car; and manufacturing and marketing commodity petrochemicals; and fuel and lubricant additives, as well as plastics for industrial uses. Chevron Corporation is also involved in the cash management and debt financing activities; insurance operations; real estate activities; and technology businesses. The company was formerly known as ChevronTexaco Corporation and changed its name to Chevron Corporation in 2005. Chevron Corporation was founded in 1879 and is headquartered in San Ramon, California.



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/03/20)	(22.72)
52-Week Low (3/19/20)	31.60
Daily Volume	11.2
Current Price (12/31/20)	**84.45**
% of 52-Week High	68.8%
% of 52-Week Low	163.7%
% of 52-Week Range	46.2%
Total Basic Common Shares	1,925
Market Capitalization	**162,594**
Plus: Total Debt	34,910
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	264
Less: Cash and ST Investments	(6,994)
Enterprise Value	**190,774**

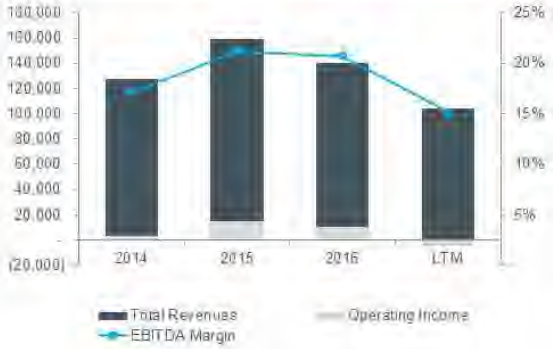
GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	23.4%	24.8%	(12.0%)	(29.4%)
EBITDA	63.7%	53.9%	(13.7%)	(48.1%)
Net Income	(1950.1%)	61.2%	(80.3%)	(140.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(10.5%)	(5.6%)	(6.2%)	(5.3%)
EBITDA	(14.7%)	(4.1%)	(4.6%)	(4.4%)
Net Income	(18.9%)	(7.1%)	(31.4%)	NM
Profitability				
Return on Assets	0.9%	3.8%	2.7%	(1.3%)
Return on Capital	1.1%	4.8%	3.6%	(1.7%)
Return on Equity	6.3%	9.7%	1.9%	(8.0%)
Margin Analysis				
Gross Margin	46.2%	40.5%	42.7%	41.5%
EBITDA Margin	17.2%	21.2%	20.8%	18.1%
Net Income Margin	7.2%	9.3%	2.1%	(11.4%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	127,485	158,902	139,865	104,282
Cost Of Revenues	68,576	94,578	80,113	58,754
Gross Profit	**58,909**	**64,324**	**59,752**	**47,486**
Selling General & Admin Exp	24,710	25,819	26,590	20,760
R & D Exp	-	-	-	-
Other Operating Expenses	30,700	23,881	22,684	25,482
Operating Income	**3,499**	**14,624**	**10,478**	**(5,816)**
Net Interest Exp	(307)	(748)	(798)	(676)
EBT Excl Unusual Items	8,047	20,691	14,966	(5,471)
Total Unusual Items	1,174	(116)	(9,430)	(9,430)
EBT Incl Unusual Items	9,221	20,575	5,536	(14,901)
Income Tax Expense	(48)	5,715	2,691	(3,222)
Earnings from Cont. Ops.	9,269	14,860	2,845	(11,679)
Net Income	**9,195**	**14,824**	**2,924**	**(11,433)**

Stock Exchange	NYSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.chevron.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	48,200	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Integrated Oil &	S&P LT Rating	AA

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	4,822	10,345	5,749	6,994
Total Receivables	15,331	14,771	13,314	9,637
Inventory	5,595	5,704	5,848	5,501
Other Current Assets	2,822	3,201	3,418	3,000
Total Current Assets	**28,560**	**34,021**	**28,329**	**24,993**
Net Property, Plant & Equipment	177,712	169,207	154,568	142,383
Long-term Investments	32,497	35,546	38,688	37,696
Other Long-Term Assets	15,037	15,089	15,843	18,222
Total Assets	**253,806**	**253,863**	**237,428**	**223,063**
Accounts Payable	14,565	13,953	14,103	9,637
Current Portion of Long Term Debt	-	4,899	(1,618)	-
Curr. Port. of Cap. Leases	15	18	1,295	-
Other Current Liabilities	13,157	8,201	12,750	10,127
Total Current Liabilities	**27,737**	**27,171**	**26,530**	**19,764**
Long-Term Debt	33,477	28,606	23,409	34,269
Capital Leases	94	127	2,890	-
Other Non-Current Liabilities	40,789	40,141	37,401	36,159
Total Liabilities	**183,292**	**97,133**	**91,225**	**90,761**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	1,195	1,088	995	964
Total Common Equity	148,124	154,554	144,213	131,774
Total Liabilities And Equity	**253,806**	**253,863**	**237,428**	**223,063**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution



Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Colbún S.A. (SNSE:COLBUN) - Business Description

Colbún S.A., together with its subsidiaries, engages in the production, transportation, distribution, and supply of energy, electricity, and natural gas to regulated and unregulated customers in Chile and Peru. It generates electricity through wind, solar, hydro, and thermal energy sources. The company operates 25 generation plants, which have total installed capacity of 3,893 MW, as well as 941 kilometres of transmission lines. It also offers advisory services in the field of engineering. The company was founded in 1985 and is based in Las Condes, Chile.

Stock Exchange	SNSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.colbun.cl	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,143	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Independent Po	S&P LT Rating	BBB

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (07/06/20)	142.80
52-Week Low (3/23/20)	83.01
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	**125.50**
% of 52-Week High	88.4%
% of 52-Week Low	156.9%
% of 52-Week Range	73.4%
Total Basic Common Shares	17,536
Market Capitalization	**2,200,789**
Plus: Total Debt	1,605
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	159
Less: Cash and ST Investments	(960)
Enterprise Value	**2,201,815**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	810	788	797	960
Total Receivables	240	299	271	281
Inventory	63	44	49	38
Other Current Assets	35	20	23	11
Total Current Assets	**1,147**	**1,151**	**1,139**	**1,232**
Net Property, Plant & Equipment	5,516	5,397	5,308	5,160
Long-term Investments	39	30	25	25
Other Long-Term Assets	220	200	233	295
Total Assets	**6,923**	**6,778**	**6,705**	**6,732**
Accounts Payable	119	126	100	105
Current Portion of Long Term Debt	57	68	72	102
Curr. Port. of Cap. Leases	0	0	9	9
Other Current Liabilities	184	151	157	70
Total Current Liabilities	**360**	**345**	**338**	**385**
Long-Term Debt	1,687	1,521	1,464	1,464
Capital Leases	15	14	134	138
Other Non-Current Liabilities	557	640	634	650
Total Liabilities	**2,746**	**2,721**	**2,770**	**2,636**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	226	200	199	159
Total Common Equity	3,725	3,657	3,536	3,937
Total Liabilities And Equity	**6,923**	**6,778**	**6,705**	**6,732**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	7.8%	(1.2%)	(2.7%)	(10.2%)
EBITDA	11.3%	(0.3%)	0.7%	(0.4%)
Net Income	34.5%	(11.3%)	(15.5%)	(29.6%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	1.9%	(2.0%)	(0.2%)	0.3%
EBITDA	19.3%	13.9%	4.5%	2.4%
Net Income	39.9%	30.7%	19.8%	15.8%
Profitability				
Return on Assets	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%
Return on Capital	4.9%	4.8%	4.8%	4.9%
Return on Equity	7.5%	5.9%	5.3%	4.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	51.2%	52.0%	53.3%	50.7%
EBITDA Margin	42.6%	43.0%	44.5%	46.7%
Net Income Margin	17.5%	15.7%	13.7%	13.2%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,548	1,529	1,487	1,392
Cost Of Revenues	756	734	694	592
Gross Profit	**793**	**796**	**793**	**774**
Selling General & Admin Exp.	77	80	74	67
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	278	293	305	307
Operating Income	**438**	**423**	**413**	**405**
Net Interest Exp.	(62)	(53)	(55)	(59)
EBT Excl. Unusual Items	377	358	346	340
Total Unusual Items	(54)	(29)	(76)	(95)
EBT Incl. Unusual Items	323	329	270	245
Income Tax Expense	34	98	68	73
Earnings from Cont. Ops.	289	230	202	172
Net Income	**271**	**240**	**203**	**161**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS (BOVESPA:CGAS5) - Business Description

Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS distributes piped natural gas in the state of São Paulo, Brazil. The company provides natural gas for approximately 1.5 million customers in the residential, commercial, and industrial segments through a network of approximately 8,000 kilometers of pipelines. Its concession area covers 177 municipalities in the São Paulo and Campinas metropolitan regions, and the Santos and Paraíba Valley regions. The company was formerly known as Companhia Municipal de Gás (Comgás) and changed its name to Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS in 1974. The company was founded in 1872 and is based in São Paulo, Brazil. Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS is a subsidiary of Cosan S.A. Indústria e Comércio.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.comgas.co	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,285	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Gas Utilities	S&P LT Rating	NR

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/14/20)	292.90
52-Week Low (3/19/20)	136.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	172.71
% of 52-Week High	65.8%
% of 52-Week Low	127.0%
% of 52-Week Range	29.0%
Total Basic Common Shares	133
Market Capitalization	22,888
Plus: Total Debt	7,469
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(3,793)
Enterprise Value	26,555

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	2,448	1,842	1,412	3,793
Total Receivables	752	1,040	1,226	1,669
Inventory	77	65	90	110
Other Current Assets	25	285	64	386
Total Current Assets	3,301	3,233	2,792	5,364
Net Property, Plant & Equipment	-	-	10	10
Long-term Investments	247	254	246	384
Other Long-Term Assets	5,118	4,874	5,404	5,833
Total Assets	8,667	8,361	8,452	11,587
Accounts Payable	1,445	1,013	1,154	959
Current Portion of Long Term Debt	1,264	680	909	1,067
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	2	2
Other Current Liabilities	417	223	743	1,831
Total Current Liabilities	3,127	1,915	2,808	3,854
Long-Term Debt	2,948	2,972	4,336	6,274
Capital Leases	-	-	9	9
Other Non-Current Liabilities	575	752	779	1,237
Total Liabilities	6,649	5,639	7,932	10,374
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	2,017	2,721	520	1,212
Total Liabilities And Equity	8,667	8,361	8,452	11,587

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(2.1%)	23.5%	39.1%	(4.8%)
EBITDA	(21.9%)	(4.0%)	69.4%	5.4%
Net Income	(29.0%)	109.2%	2.1%	(35.6%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	1.0%	1.5%	8.3%	5.3%
EBITDA	9.9%	1.7%	12.5%	11.1%
Net Income	11.6%	16.7%	17.5%	14.5%
Profitability				
Return on Assets	8.2%	8.2%	15.9%	11.7%
Return on Capital	11.1%	11.0%	22.0%	15.2%
Return on Equity	27.8%	56.5%	84.4%	48.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	36.9%	28.3%	32.7%	34.2%
EBITDA Margin	27.4%	21.3%	26.0%	27.0%
Net Income Margin	11.6%	19.6%	14.4%	14.1%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	5,538	6,840	9,514	8,471
Cost Of Revenues	3,492	4,902	6,402	5,977
Gross Profit	2,045	1,938	3,112	2,494
Selling General & Admin Exp.	876	872	944	973
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	26	(48)	34	(4)
Operating Income	1,143	1,114	2,134	1,524
Net Interest Exp.	(91)	10	(54)	(26)
EBT Excl. Unusual Items	913	1,038	2,009	1,745
Total Unusual Items	5	884	(15)	(14)
EBT Incl. Unusual Items	918	1,922	1,994	1,731
Income Tax Expense	277	582	627	535
Earnings from Cont. Ops.	640	1,339	1,367	1,197
Net Income	640	1,339	1,367	1,197

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

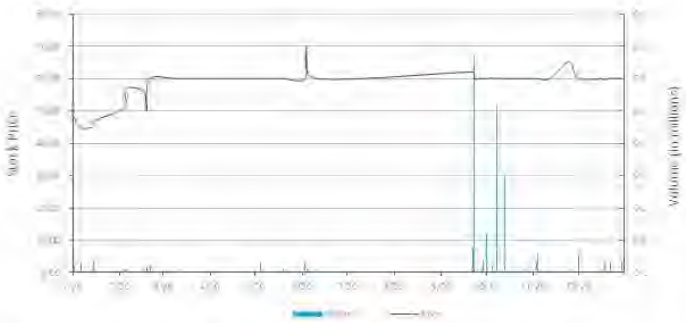
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG (BOVESPA:CEGR3) - Business Description

Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG engages in the distribution of natural gas and its byproducts in Brazil. The company operates through Residential, Commercial, Industrial, Thermoelectric, Automotive, and Construction segments. It offers piped gas, compressed natural gas, and natural gas vehicles, as well as equipment related to heaters and accessories. The company also provides construction, distribution, and maintenance services. It serves residential, commercial, and industrial customers in Rio de Janeiro, Belford Roxo, Duque de Caxias, Guapimirim, Itaboraí, Itaguaí, Japeri, Magé, Mangaratiba, Maricá, Nilópolis, Niterói, Nova Iguaçu, Paracambi, Queimados, São Gonçalo, Tanguá, Seropédica, and São João de Meriti. The company was formerly known as Companhia Estadual de Gás and changed its name to Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG in 1998. The company was founded in 1854 and is headquartered in Rio de Janeiro, Brazil. Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG is a subsidiary of Gas Natural Fenosa.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.gasnatural.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	412	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Gas Utilities	S&P LT Rating	n/r



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (06/04/20)	70.00
52-Week Low (11/06/20)	45.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	60.00
% of 52-Week High	85.7%
% of 52-Week Low	133.3%
% of 52-Week Range	60.0%
Total Basic Common Shares	260
Market Capitalization	15,578
Plus: Total Debt	1,180
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(400)
Enterprise Value	16,358

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	75	143	24	400
Total Receivables	568	561	604	479
Inventory	2	2	3	5
Other Current Assets	-	-	-	-
Total Current Assets	634	706	632	884
Net Property, Plant & Equipment	-	-	9	8
Long-term Investments	0	0	0	0
Other Long-Term Assets	2,466	2,551	2,604	2,604
Total Assets	3,100	3,257	3,246	3,495
Accounts Payable	358	381	387	410
Current Portion of Long Term Debt	283	228	66	12
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	5	5
Other Current Liabilities	246	244	515	665
Total Current Liabilities	887	852	972	1,092
Long-Term Debt	637	675	696	755
Capital Leases	-	-	5	5
Other Non-Current Liabilities	232	437	457	461
Total Liabilities	1,757	1,964	2,332	2,315
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	1,344	1,293	913	1,181
Total Liabilities And Equity	3,100	3,257	3,246	3,495

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	22.8%	8.4%	11.5%	(19.2%)
EBITDA	11.7%	(23.4%)	35.6%	49.0%
Net Income	16.8%	(48.9%)	115.4%	118.2%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	7.0%	5.9%	5.6%	(0.9%)
EBITDA	5.3%	(2.8%)	3.6%	4.4%
Net Income	3.1%	(12.7%)	3.0%	5.2%
Profitability				
Return on Assets	12.4%	8.2%	11.5%	11.2%
Return on Capital	16.4%	11.7%	18.1%	18.8%
Return on Equity	26.0%	13.1%	33.8%	37.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	25.8%	23.6%	22.2%	18.2%
EBITDA Margin	17.8%	12.6%	15.3%	21.0%
Net Income Margin	8.8%	4.2%	8.1%	11.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	3,831	4,153	4,631	3,505
Cost Of Revenues	2,843	3,173	3,603	2,874
Gross Profit	988	980	1,028	1,041
Selling General & Admin Exp.	372	522	396	315
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	32	43	35	47
Operating Income	584	416	598	680
Net Interest Exp.	(76)	(49)	(24)	(40)
EBT Excl. Unusual Items	478	233	546	577
Total Unusual Items	1	(5)	0	0
EBT Incl. Unusual Items	478	229	547	577
Income Tax Expense	139	56	174	182
Earnings from Cont. Ops.	339	173	373	393
Net Income	339	173	373	393

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

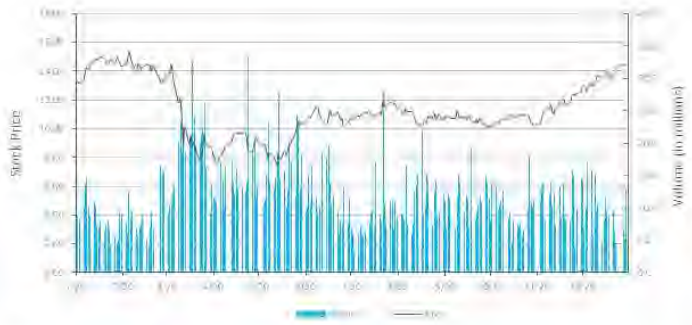
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Companhia Energética de Minas Gerais (BOVESPA:CMIG4) - Business Description

Companhia Energética de Minas Gerais, through its subsidiaries, engages in the generation, transmission, distribution, and sale of energy in Brazil. As of December 31, 2019, the company operated 80 hydroelectric, thermoelectric, and wind and solar plants with an installed capacity of 6,000 MW; 4,134 km of transmission lines; and 335,421 km of distribution lines. It is also involved in the acquisition, transportation, and distribution of gas and its sub products and derivatives; provision of technology systems and systems for operational management of public service concessions; sale and trading of energy; provision of telecommunications services; and distributed generation, account services, cogeneration, energy efficiency, and supply and storage management activities. The company was founded in 1952 and is headquartered in Belo Horizonte, Brazil.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.cemig.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	5,373	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	B



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/06/20)	15.57
52-Week Low (3/23/20)	7.30
Daily Volume	11.8
Current Price (12/31/20)	14.56
% of 52-Week High	93.5%
% of 52-Week Low	201.0%
% of 52-Week Range	87.9%
Total Basic Common Shares	1,518
Market Capitalization	22,105
Plus: Total Debt	16,259
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	6
Less: Cash and ST Investments	(5,729)
Enterprise Value	32,732

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	2,089	1,664	1,511	5,729
Total Receivables	5,105	4,974	5,728	7,615
Inventory	38	36	38	-
Other Current Assets	1,305	21,122	2,858	3,107
Total Current Assets	**8,537**	**27,796**	**10,137**	**16,451**
Net Property, Plant & Equipment	2,762	2,662	2,727	2,531
Long-term Investments	7,822	6,087	6,869	6,875
Other Long-Term Assets	23,118	23,310	30,194	35,991
Total Assets	**42,240**	**59,855**	**49,927**	**53,326**
Accounts Payable	2,190	1,679	1,943	1,747
Current Portion of Long Term Debt	2,371	2,198	2,746	2,871
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	85	70
Other Current Liabilities	4,102	19,517	3,138	3,033
Total Current Liabilities	**8,662**	**23,394**	**7,912**	**9,673**
Long-Term Debt	12,027	12,574	12,030	12,153
Capital Leases	-	-	203	375
Other Non-Current Liabilities	7,212	5,226	13,883	13,828
Total Liabilities	**27,905**	**42,555**	**34,032**	**36,029**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	4	1,361	4	5
Total Common Equity	14,326	14,579	15,887	17,296
Total Liabilities And Equity	**42,240**	**59,855**	**49,927**	**53,326**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	15.7%	2.6%	14.0%	1.1%
EBITDA	4.3%	(6.2%)	6.1%	(0.7%)
Net Income	199.4%	69.8%	84.0%	118.1%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	9.0%	8.8%	5.4%	1.8%
EBITDA	3.4%	(2.5%)	(8.1%)	(2.3%)
Net Income	(25.2%)	(11.3%)	(0.1%)	(0.3%)
Profitability				
Return on Assets	4.5%	3.4%	3.4%	3.8%
Return on Capital	6.6%	5.9%	6.0%	7.5%
Return on Equity	7.3%	9.1%	18.2%	11.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	19.3%	19.5%	26.8%	22.1%
EBITDA Margin	17.8%	16.3%	15.2%	15.7%
Net Income Margin	4.6%	7.6%	12.3%	9.2%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	21,712	22,266	25,390	24,793
Cost Of Revenues	17,527	17,932	18,596	18,032
Gross Profit	**4,184**	**4,334**	**6,795**	**5,728**
Selling General & Admin Exp.	1,077	1,004	936	715
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	85	545	2,890	1,038
Operating Income	**3,022**	**2,785**	**2,969**	**3,958**
Net Interest Exp.	(1,328)	(1,174)	(1,089)	(1,057)
EBT Excl. Unusual Items	1,839	2,154	4,583	2,841
Total Unusual Items	(193)	(176)	(114)	(332)
EBT Incl. Unusual Items	1,646	1,977	4,470	2,509
Income Tax Expense	644	599	1,566	479
Earnings from Cont. Ops.	1,002	1,378	2,904	2,030
Net Income	**1,001**	**1,700**	**3,127**	**2,029**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

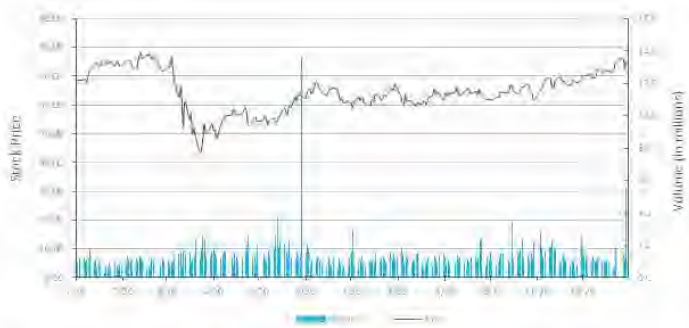
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Companhia Paranaense de Energia - COPEL (BOVESPA:CPLE6) - Business Description

Companhia Paranaense de Energia - COPEL engages in the generation, transmission, distribution, and sale of electricity to industrial, residential, commercial, rural, and other customers primarily in the State of Paraná, Brazil. As of December 31, 2019, the company operated 19 hydroelectric plants, 25 wind plants, and one thermoelectric plant with a total installed capacity of 5,742.0 megawatts; and owned and operated 3,389 kilometers of transmission lines and 199,952.6 kilometers of distribution lines. It holds concessions to distribute electricity in 399 municipalities in the State of Paraná and in the municipality of Porto União in the State of Santa Catarina. The company also provides telecommunication services to corporate clients, including supermarkets, universities, banks, internet service providers, and television networks, as well as to retail clients; and broadband internet access to public elementary and middle schools. In addition, it supplies piped gas to 47,238 customers, including thermoelectric plants, cogeneration plants, gas stations, other businesses, and residences through a gas distribution network covering 833 kilometers in the State of Paraná. Companhia Paranaense de Energia – COPEL was founded in 1954 and is headquartered in Curitiba, Brazil.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.copel.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	7,177	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	NR



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/13/20)	78.71
52-Week Low (3/25/20)	42.01
Daily Volume	1.8
Current Price (12/31/20)	74.94
% of 52-Week High	95.2%
% of 52-Week Low	177.5%
% of 52-Week Range	89.7%
Total Basic Common Shares	274
Market Capitalization	20,508
Plus: Total Debt	10,464
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	272
Less: Cash and ST Investments	(3,001)
Enterprise Value	27,623

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	1,041	2,073	2,946	3,001
Total Receivables	4,112	3,835	4,225	4,477
Inventory	111	116	130	140
Other Current Assets	438	653	609	1,475
Total Current Assets	5,702	6,678	7,909	10,093
Net Property, Plant & Equipment	9,829	10,841	10,685	9,502
Long-term Investments	2,806	2,606	2,829	2,354
Other Long-Term Assets	14,825	15,806	16,889	23,413
Total Assets	33,162	35,930	38,313	45,038
Accounts Payable	1,684	1,419	1,685	1,457
Current Portion of Long Term Debt	2,417	3,298	1,420	2,001
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	34	37
Other Current Liabilities	2,010	1,978	2,207	1,974
Total Current Liabilities	6,110	6,695	5,346	7,425
Long-Term Debt	7,414	8,268	10,152	8,004
Capital Leases	-	-	63	97
Other Non-Current Liabilities	3,523	4,025	4,462	5,674
Total Liabilities	17,349	19,291	20,359	24,428
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	303	303	346	357
Total Common Equity	15,208	16,033	17,252	20,253
Total Liabilities And Equity	33,162	35,930	38,313	45,038

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	7.0%	6.5%	8.8%	10.7%
EBITDA	9.5%	8.5%	37.8%	32.1%
Net Income	15.4%	36.1%	41.4%	48.7%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	10.6%	10.2%	3.0%	2.0%
EBITDA	12.4%	9.9%	14.0%	18.7%
Net Income	8.1%	5.6%	10.5%	20.7%
Profitability				
Return on Assets	4.0%	4.1%	5.2%	5.7%
Return on Capital	5.2%	5.3%	6.7%	7.8%
Return on Equity	7.3%	9.1%	12.2%	17.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	21.1%	19.4%	24.1%	23.0%
EBITDA Margin	19.8%	20.1%	25.8%	27.2%
Net Income Margin	7.4%	9.4%	12.3%	14.1%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	14,025	14,936	16,244	17,977
Cost Of Revenues	11,067	12,031	12,332	13,085
Gross Profit	2,958	2,903	3,912	4,592
Selling General & Admin Exp.	855	872	941	1,092
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	63	(227)	(113)	(123)
Operating Income	2,040	2,258	3,084	3,713
Net Interest Exp.	171	288	295	379
EBT Excl. Unusual Items	1,393	1,956	2,702	3,571
Total Unusual Items	-	-	-	-
EBT Incl. Unusual Items	1,393	1,956	2,702	3,571
Income Tax Expense	275	512	639	1,093
Earnings from Cont. Ops.	1,118	1,444	2,063	2,294
Net Income	1,034	1,407	1,990	2,377

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

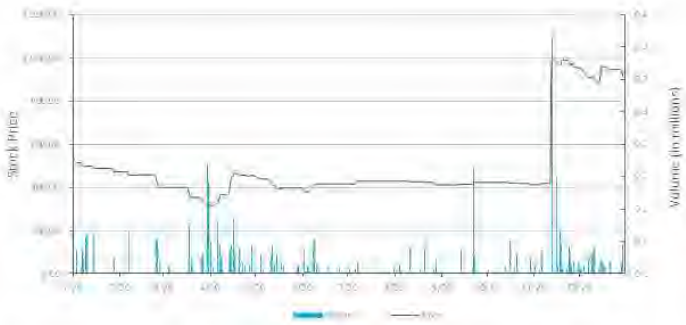
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Compañía General de Electricidad S.A. (SNSE:CGE) - Business Description

Compañía General de Electricidad S.A., engages in the distribution of electricity in Chile. The company provides various services, such as corrective maintenance, leasing of electrical installations and measurement equipment, postal dispatch, support poles, project elaboration, air and underground distribution networks, aerial and underground street lighting, LED lighting, diagnosis and maintenance, and solar panels. Compañía General de Electricidad S.A. was founded in 1905 and is based in Santiago, Chile. Compañía General de Electricidad S.A. is a subsidiary of Naturgy Energy Group, S.A.

Stock Exchange	SNSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.cge.cl	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,463	Filing Currency:	CLP
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	NR



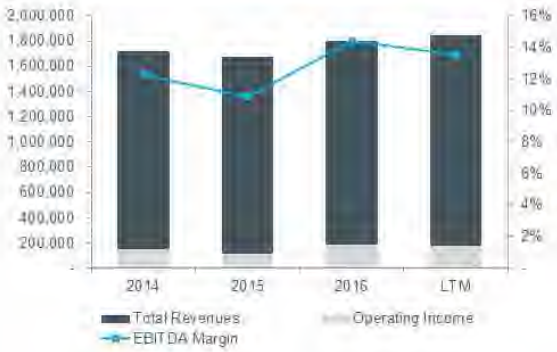
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (11/13/20)	1,099.00
52-Week Low (3/30/20)	304.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	916.78
% of 52-Week High	83.3%
% of 52-Week Low	301.0%
% of 52-Week Range	76.9%
Total Basic Common Shares	2,020
Market Capitalization	**1,848,569**
Plus: Total Debt	1,579,051
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	12,362
Less: Cash and ST Investments	(317,911)
Enterprise Value	**3,113,091**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	7,218	10,411	68,053	317,911
Total Receivables	427,931	405,426	404,077	396,572
Inventory	9,699	8,718	7,598	9,018
Other Current Assets	61,286	23,126	49,604	50,888
Total Current Assets	**506,334**	**447,681**	**529,332**	**784,389**
Net Property, Plant & Equipment	1,792,781	1,973,452	1,934,697	1,988,103
Long-term Investments	16,042	9,958	29,482	31,451
Other Long-Term Assets	1,136,597	1,155,843	1,249,390	1,339,950
Total Assets	**3,451,763**	**3,586,934**	**3,742,911**	**4,145,892**
Accounts Payable	265,078	184,506	218,247	158,561
Current Portion of Long Term Debt	310,704	187,648	126,035	228,542
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	2,796	3,764
Other Current Liabilities	103,760	78,001	94,828	49,997
Total Current Liabilities	**679,540**	**466,155**	**441,906**	**441,863**
Long-Term Debt	825,621	1,094,285	1,111,484	1,338,789
Capital Leases	-	-	4,670	4,955
Other Non-Current Liabilities	167,277	164,774	279,387	471,445
Total Liabilities	**1,672,439**	**1,701,042**	**1,879,907**	**2,256,495**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	89,001	41,838	42,480	29,585
Total Common Equity	1,659,323	1,802,238	1,779,043	1,799,811
Total Liabilities And Equity	**3,451,763**	**3,586,934**	**3,742,911**	**4,145,892**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	2.8%	(2.4%)	7.6%	4.2%
EBITDA	(1.3%)	(13.3%)	42.0%	6.9%
Net Income	1.1%	(81.1%)	159.6%	(963.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	0.0%	23.9%	0.8%
EBITDA	0.0%	0.0%	11.3%	3.0%
Net Income	0.0%	0.0%	NM	0.0%
Profitability				
Return on Assets	2.8%	2.1%	3.2%	3.8%
Return on Capital	3.4%	2.5%	3.8%	3.4%
Return on Equity	11.0%	1.5%	4.7%	4.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	17.4%	14.7%	16.6%	16.8%
EBITDA Margin	12.3%	10.9%	14.4%	13.6%
Net Income Margin	10.4%	2.0%	4.9%	3.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,715,059	1,673,502	1,800,539	1,841,227
Cost Of Revenues	1,416,530	1,428,282	1,501,187	1,535,139
Gross Profit	**298,528**	**245,221**	**299,351**	**309,289**
Selling General & Admin Exp.	166,795	131,475	124,197	144,151
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(16,551)	(4,011)	(11,712)	(15,799)
Operating Income	**150,285**	**117,757**	**186,957**	**179,287**
Net Interest Exp.	(45,241)	(45,994)	(21,036)	(16,285)
EBT Excl Unusual Items	103,040	45,821	115,096	80,367
Total Unusual Items	(18,501)	(49,906)	16,862	43,668
EBT Incl Unusual Items	84,539	(4,085)	131,958	124,035
Income Tax Expense	(38,159)	(30,249)	45,886	39,849
Earnings from Cont. Ops.	182,697	26,164	86,072	67,759
Net Income	**179,105**	**33,890**	**87,961**	**84,676**

Sales, Operating Income (mCLP) and EBITDA Margin (%) Evolution



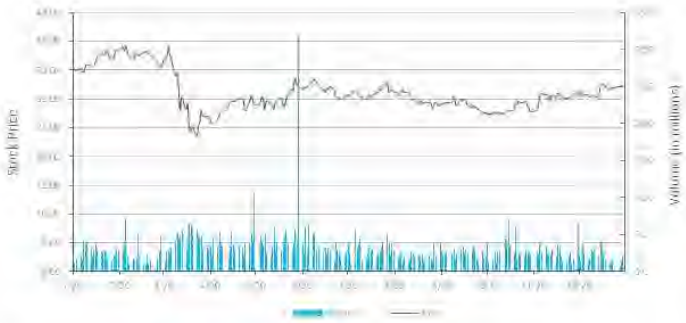
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

CPFL Energia S.A. (BOVESPA:CPFE3) - Business Description

CPFL Energia S.A., through its subsidiaries, generates, transmits, distributes, and commercializes electricity to residential, industrial, and commercial customers in Brazil. The company generates electricity through wind, biomass, solar, and hydroelectric power plants. It also manufactures, commercializes, rents, and maintains electro-mechanical equipment; and offers administrative, call center, supply and logistics, human resource, finance, collection, IT, telecommunication, energy transmission, and energy efficiency management services, as well as maintenance services for energy generation companies. As of December 31, 2019, the company distributed electricity to approximately 9.8 million customers, and had 329,370 kilometers of distribution lines, which included 476,474 distribution transformers. It also has an installed capacity of 4,304 megawatts. The company was founded in 1998 and is headquartered in Campinas, Brazil. CPFL Energia S.A. is a subsidiary of State Grid Brazil Power Participações S.A.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.cpfl.com.br	LTM as of	30/09/2020
Employees	9,716	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/04/20)	39.91
52-Week Low (3/23/20)	22.56
Daily Volume	1.2
Current Price (12/31/20)	32.55
% of 52-Week High	82.2%
% of 52-Week Low	146.8%
% of 52-Week Range	59.5%
Total Basic Common Shares	1,152
Market Capitalization	37,506
Plus: Total Debt	22,505
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	236
Less: Cash and ST Investments	(8,449)
Enterprise Value	51,931

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,460	3,222	3,882	8,449
Total Receivables	4,854	4,911	5,325	5,980
Inventory	-	-	-	84
Other Current Assets	1,267	1,269	1,134	1,520
Total Current Assets	**9,581**	**9,402**	**10,341**	15,933
Net Property, Plant & Equipment	9,787	9,457	9,084	8,991
Long-term Investments	1,473	1,321	1,117	1,276
Other Long-Term Assets	20,441	22,032	23,537	24,431
Total Assets	**41,283**	**42,212**	**44,078**	50,674
Accounts Payable	3,044	2,130	3,007	2,533
Current Portion of Long Term Debt	5,303	3,372	3,488	3,170
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	-
Other Current Liabilities	3,031	2,914	3,571	3,603
Total Current Liabilities	**11,379**	**8,415**	**10,066**	12,308
Long-Term Debt	14,960	17,037	15,457	17,435
Capital Leases	-	-	-	-
Other Non-Current Liabilities	(692)	(312)	4,594	4,371
Total Liabilities	**27,872**	**27,418**	**30,506**	35,567
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	2,225	2,270	289	306
Total Common Equity	8,962	10,263	12,994	14,801
Total Liabilities And Equity	**41,283**	**42,212**	**44,078**	50,674

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	39.9%	5.2%	6.4%	3.7%
EBITDA	19.2%	17.2%	13.1%	8.0%
Net Income	31.0%	74.4%	31.3%	17.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	12.4%	14.0%	11.6%	7.3%
EBITDA	6.9%	10.2%	10.9%	9.8%
Net Income	0.1%	17.0%	23.3%	20.8%
Profitability				
Return on Assets	4.8%	5.9%	6.6%	6.2%
Return on Capital	6.2%	7.6%	8.7%	8.2%
Return on Equity	11.5%	18.3%	21.3%	24.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	12.4%	18.7%	20.5%	21.1%
EBITDA Margin	17.6%	19.6%	20.8%	21.8%
Net Income Margin	4.4%	7.3%	9.0%	11.9%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	26,745	28,137	29,932	29,647
Cost Of Revenues	23,436	22,862	23,806	23,406
Gross Profit	**3,309**	**5,275**	**6,126**	6,241
Selling General & Admin Exp.	1,538	1,526	1,613	1,548
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(1,403)	(170)	(39)	(80)
Operating Income	**3,174**	**3,919**	**4,553**	4,715
Net Interest Exp.	(888)	(801)	(529)	(781)
EBT Excl. Unusual Items	1,999	3,151	4,176	3,767
Total Unusual Items	(153)	(211)	(190)	(166)
EBT Incl. Unusual Items	1,847	2,940	3,986	4,001
Income Tax Expense	604	774	1,238	1,027
Earnings from Cont. Ops.	1,243	2,166	2,748	2,974
Net Income	**1,180**	**2,058**	**2,703**	3,520

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (BOVESPA:TRPL4) - Business Description

CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. engages in the electric power transmission business in Brazil. As of December 31, 2019, it had a total installed transformation capacity of 65,525 MVA together with transmission lines of 18,642 kilometers (km); 25,795 km of circuits; 2,358 km of fiber optic cables; and 126 substations with voltages up to 550 kV. It operates in the states of Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Parana, Sao Paulo, Minas Gerais, Rondonia, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Goias, Tocantins, Maranhao, Piaui, Paraiba, Pernambuco, Alagoas, and Espirito Santo. The company was founded in 1999 and is headquartered in São Paulo, Brazil.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.cteep.com.br	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,400	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	n/a

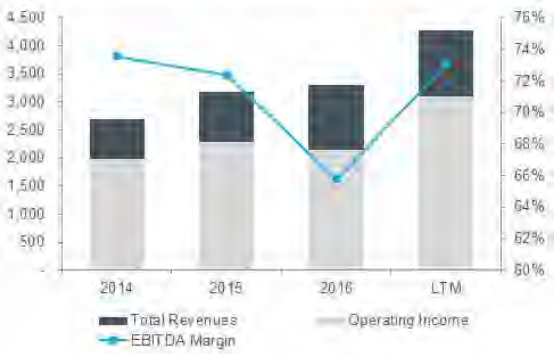
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/14/20)	29.45
52-Week Low (3/23/20)	16.95
Daily Volume	1.0
Current Price (12/31/20)	**27.31**
% of 52-Week High	94.8%
% of 52-Week Low	164.0%
% of 52-Week Range	87.6%
Total Basic Common Shares	670
Market Capitalization	**18,324**
Plus: Total Debt	3,315
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	338
Less: Cash and ST Investments	(1,351)
Enterprise Value	**20,627**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	617	698	2,665	1,351
Total Receivables	1,936	2,113	2,091	2,755
Inventory	38	39	164	42
Other Current Assets	54	50	74	340
Total Current Assets	**2,644**	**2,900**	**4,933**	**4,473**
Net Property, Plant & Equipment	23	26	86	91
Long-term Investments	1,881	1,848	2,198	2,384
Other Long-Term Assets	12,705	13,769	14,381	15,561
Total Assets	**17,252**	**18,542**	**21,599**	**22,159**
Accounts Payable	70	88	168	112
Current Portion of Long Term Debt	276	124	1,077	720
Curr. Port. of Cap. Leases	-	0	10	11
Other Current Liabilities	443	414	361	634
Total Current Liabilities	**789**	**627**	**1,616**	**1,465**
Long-Term Debt	1,492	2,657	2,166	2,629
Capital Leases	-	0	40	37
Other Non-Current Liabilities	3,342	3,497	81	3,768
Total Liabilities	**5,838**	**7,012**	**5,870**	**8,163**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	215	231	1,967	329
Total Common Equity	10,985	11,069	11,794	13,667
Total Liabilities And Equity	**17,252**	**18,542**	**21,599**	**22,159**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(65.3%)	17.9%	3.8%	25.8%
EBITDA	(72.2%)	16.0%	(5.7%)	36.2%
Net Income	(72.3%)	37.8%	(6.3%)	16.3%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	5.0%	26.6%	24.5%	27.0%
EBITDA	8.7%	NM	40.4%	44.5%
Net Income	10.1%	126.0%	36.0%	35.7%
Profitability				
Return on Assets	7.6%	8.0%	6.7%	8.2%
Return on Capital	10.1%	10.4%	8.6%	12.0%
Return on Equity	12.9%	16.8%	14.2%	17.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	78.0%	77.2%	71.2%	74.3%
EBITDA Margin	73.5%	72.4%	65.8%	73.0%
Net Income Margin	50.6%	59.1%	53.3%	58.4%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	2,701	3,185	3,305	4,271
Cost Of Revenues	593	725	952	1,096
Gross Profit	**2,108**	**2,459**	**2,353**	**3,175**
Selling General & Admin Exp.	130	167	204	149
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	3	(0)	(4)	(73)
Operating Income	**1,974**	**2,293**	**2,153**	**3,100**
Net Interest Exp.	(78)	(74)	(84)	(106)
EBT Excl. Unusual Items	2,033	2,352	2,147	2,971
Total Unusual Items	(52)	(35)	9	43
EBT Incl. Unusual Items	1,981	2,317	2,156	3,014
Income Tax Expense	596	421	376	710
Earnings from Cont. Ops.	1,385	1,895	1,779	2,304
Net Income	**1,366**	**1,882**	**1,763**	**2,281**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution



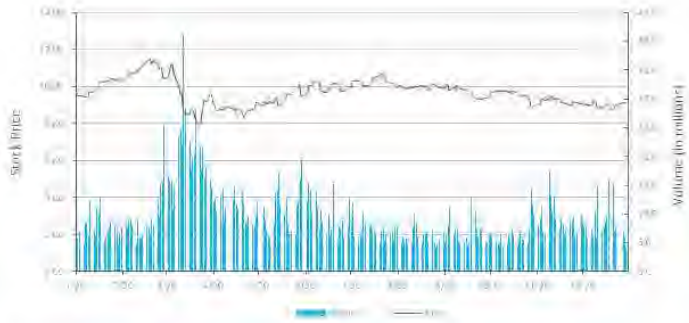
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

E.ON SE (XTRA:EOAN) - Business Description

E.ON SE operates as an energy company in Germany, the United Kingdom, Sweden, rest of Europe, and internationally. The company provides power and gas distribution networks and related services; and supplies energy solutions, such as power, gas, and heat to residential customers, small and medium sized enterprises, large commercial and industrial customers, and public entities. It also offers energy consulting, management, efficiency, and production solutions; heat pumping and energy storage solutions; metering services; e-mobility services for communities; and natural gas mobility solutions for municipalities and vehicle fleets, as well as operates combined heat and power, renewable, and biomass plants. Further, it provides SmartSim, a digital solution for gas grids; gas quality tracking solutions; GasPro, a mobile gas sample collector; and GasCalc, a software that calculates natural gases, LNG, and biogases properties, as well as solar panels and batteries. The company was founded in 1923 and is headquartered in Essen, Germany.

Stock Exchange	XTRA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.eon.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	77,409	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	BBB



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	11.90
52-Week Low (3/23/20)	7.80
Daily Volume	2.5
Current Price (12/31/20)	9.06
% of 52-Week High	76.4%
% of 52-Week Low	116.2%
% of 52-Week Range	36.9%
Total Basic Common Shares	2,607
Market Capitalization	23,633
Plus: Total Debt	33,558
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	2,159
Less: Cash and ST Investments	(3,577)
Enterprise Value	57,773

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,378	4,698	3,091	3,577
Total Receivables	5,081	4,733	11,212	12,546
Inventory	794	684	1,252	1,460
Other Current Assets	6,533	13,326	6,567	3,128
Total Current Assets	**15,786**	**23,441**	**22,122**	**19,451**
Net Property, Plant & Equipment	22,165	16,178	36,364	36,737
Long-term Investments	6,857	5,050	8,742	8,670
Other Long-Term Assets	11,342	9,655	31,338	33,818
Total Assets	**56,950**	**54,324**	**98,566**	**98,776**
Accounts Payable	1,800	5,104	8,782	10,461
Current Portion of Long Term Debt	3,062	1,563	3,462	3,800
Curr. Port. of Cap. Leases	37	-	411	-
Other Current Liabilities	9,145	8,594	13,362	9,402
Total Current Liabilities	**14,044**	**15,261**	**26,017**	**23,952**
Long-Term Debt	9,602	7,996	25,292	25,434
Capital Leases	320	327	2,733	-
Other Non-Current Liabilities	19,874	16,702	23,423	25,920
Total Liabilities	**46,541**	**43,046**	**81,473**	**87,254**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	2,701	2,760	4,008	4,135
Total Common Equity	4,007	5,758	9,077	7,387
Total Liabilities And Equity	**55,950**	**54,324**	**98,566**	**98,776**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(2.3%)	(21.2%)	39.3%	37.7%
EBITDA	(9.0%)	61.5%	(22.8%)	171.9%
Net Income	(146.4%)	(17.9%)	(51.4%)	(69.6%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(22.2%)	(24.3%)	(16.2%)	(5.9%)
EBITDA	(21.3%)	(12.2%)	(16.9%)	NM
Net Income	12.4%	9.0%	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	2.0%	3.2%	1.2%	1.6%
Return on Capital	5.8%	8.3%	2.8%	3.7%
Return on Equity	104.0%	42.5%	6.9%	16.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	20.8%	24.1%	22.3%	22.0%
EBITDA Margin	6.9%	14.2%	7.9%	8.2%
Net Income Margin	10.4%	10.8%	3.8%	3.8%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	37,810	29,790	41,490	38,457
Cost Of Revenues	29,957	22,619	32,251	29,901
Gross Profit	**7,853**	**7,171**	**9,239**	**8,556**
Selling General & Admin Exp.	2,855	2,764	3,532	3,706
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	3,069	1,566	4,293	5,049
Operating Income	**1,929**	**2,841**	**1,414**	**2,507**
Net Interest Exp.	(1,027)	(651)	(539)	(740)
EBT Excl. Unusual Items	1,983	2,536	1,478	2,373
Total Unusual Items	2,977	748	(681)	(539)
EBT Incl. Unusual Items	4,960	3,284	797	1,834
Income Tax Expense	803	46	53	411
Earnings from Cont. Ops.	4,157	3,238	744	1,446
Net Income	**3,925**	**3,223**	**1,566**	**467**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

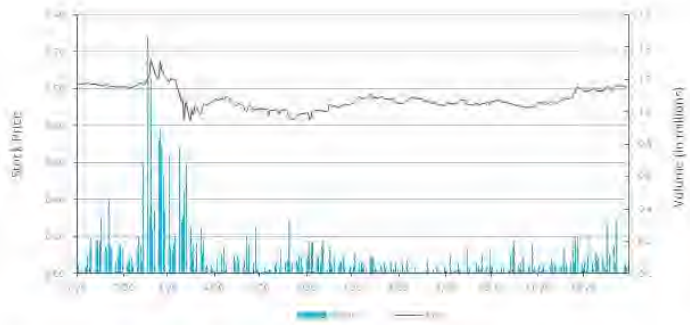
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Edison S.p.A. (BIT:EDNR) - Business Description

Edison S.p.A. operates as an energy company in Italy and internationally. The company operates in Electric Power Operations and Hydrocarbons Operations segments. It produces and sells electric power through a network of 93 hydroelectric power plants, 14 thermoelectric power plants, 46 wind farms, and 64 photovoltaic systems plant with a net installed capacity of 6.1 GW and 1 HV merchant power line with a capacity of 150 MW. The company also explores for, produces, and sells natural gas and crude oil; develops gas infrastructures; and transmits, stores, and distributes natural gas, as well as engages in trading activities in electric power. In addition, it offers energy efficiency and environmental solutions to industrial clients and public administration. The company was formerly known as Montedison SpA and changed its name to Edison S.p.A. in 2002. Edison S.p.A. in 1884 and is headquartered in Milan, Italy. Edison S.p.A. is a subsidiary of Transalpina di Energia Spa.

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.edison.it/e	LTM as of	30/09/2020
Employees	5,631	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Independent Pol	S&P LT Rating	BBB-



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	7.19
52-Week Low (3/13/20)	3.81
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	5.01
% of 52-Week High	69.6%
% of 52-Week Low	124.7%
% of 52-Week Range	54.8%
Total Basic Common Shares	5,377
Market Capitalization	5,431
Plus: Total Debt	301
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	149
Less: Cash and ST Investments	(300)
Enterprise Value	6,175

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	266	162	630	300
Total Receivables	1,681	1,697	1,158	1,151
Inventory	182	223	133	122
Other Current Assets	823	917	2,457	1,689
Total Current Assets	**2,952**	**2,989**	**4,378**	**3,261**
Net Property, Plant & Equipment	3,662	3,647	3,312	3,507
Long-term Investments	81	89	113	114
Other Long-Term Assets	3,625	3,860	3,006	3,184
Total Assets	**10,320**	**10,585**	**10,809**	**10,168**
Accounts Payable	1,696	1,580	1,425	1,149
Current Portion of Long Term Debt	160	216	309	267
Curr. Port. of Cap. Leases	1	2	33	32
Other Current Liabilities	607	758	1,912	1,712
Total Current Liabilities	**2,464**	**2,556**	**3,679**	**3,145**
Long-Term Debt	219	344	356	379
Capital Leases	2	9	259	233
Other Non-Current Liabilities	856	1,025	630	753
Total Liabilities	**3,829**	**4,189**	**5,110**	**4,660**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	288	255	186	149
Total Common Equity	5,915	5,886	5,327	5,291
Total Liabilities And Equity	**10,320**	**10,585**	**10,809**	**10,168**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(20.4%)	(0.8%)	(5.4%)	(21.0%)
EBITDA	33.3%	(16.7%)	33.6%	18.3%
Net Income	(54.8%)	(130.7%)	(987.0%)	(64.7%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(6.1%)	(6.6%)	(7.9%)	(10.9%)
EBITDA	3.9%	(3.7%)	(10.0%)	2.2%
Net Income	NM	(10.9%)	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	(0.3%)	0.8%	1.0%	1.0%
Return on Capital	(0.5%)	0.9%	1.6%	1.0%
Return on Equity	(2.6%)	1.5%	1.7%	1.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	17.4%	12.2%	14.9%	15.0%
EBITDA Margin	4.9%	4.1%	5.9%	7.4%
Net Income Margin	(2.0%)	0.6%	(5.9%)	(2.8%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	8,783	8,728	8,168	8,575
Cost Of Revenues	7,255	7,665	6,954	7,323
Gross Profit	**1,528**	**1,063**	**1,214**	**1,252**
Selling General & Admin Exp.	715	635	631	625
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	867	335	416	460
Operating Income	**(54)**	**93**	**167**	**167**
Net Interest Exp.	(12)	(5)	(12)	(13)
EBT Excl. Unusual Items	(106)	89	135	117
Total Unusual Items	65	33	5	(28)
EBT Incl. Unusual Items	(41)	122	140	90
Income Tax Expense	122	29	42	28
Earnings from Cont. Ops.	(163)	93	98	62
Net Income	**(176)**	**54**	**(479)**	**(184)**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

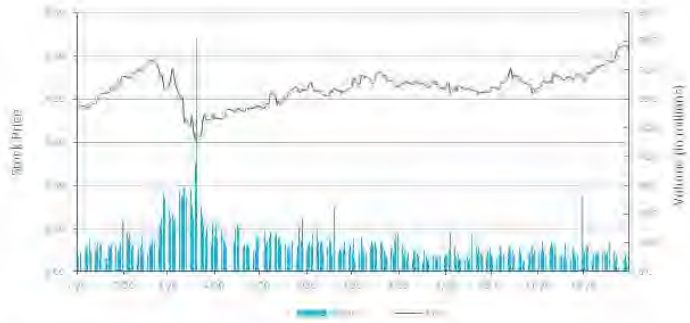
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

EDP - Energias de Portugal, S.A. (ENXTLS:EDP) - Business Description

EDP - Energias de Portugal, S.A. engages in the generation, transportation, distribution, and supply of electricity in Portugal, Spain, France, Poland, Romania, Brazil, and the United States. It operates through Renewables, Networks, and Client Solutions & Energy Management segments. The company primarily generates electricity through hydro, CCGT, coal, wind, solar, nuclear, and cogeneration sources. It also distributes and supplies natural gas. The company has an installed capacity of 27 GW, and serves 9,827,506 electricity customers and 1,599,232 gas customers. It also operates 266,470 kilometers of distribution overhead lines, and 54,274 kilometers of distribution underground lines. In addition, the company offers engineering, laboratory tests, professional training, energy, and property management services. EDP - Energias de Portugal, S.A. was founded in 1976 and is headquartered in Lisbon, Portugal.

Stock Exchange	ENXTLS	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.edp.pt	LTM as of	30/09/2020
Employees	11,750	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB-



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	5.82
52-Week Low (3/23/20)	3.99
Daily Volume	2.0
Current Price (12/31/20)	5.16
% of 52-Week High	96.8%
% of 52-Week Low	172.2%
% of 52-Week Range	92.8%
Total Basic Common Shares	3,945
Market Capitalization	20,338
Plus: Total Debt	17,176
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	3,375
Less: Cash and ST Investments	(1,825)
Enterprise Value	39,017

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	2,438	1,859	1,596	1,825
Total Receivables	3,728	3,400	3,334	3,661
Inventory	266	342	368	303
Other Current Assets	664	839	3,065	3,111
Total Current Assets	**7,096**	**6,440**	**8,362**	**8,892**
Net Property, Plant & Equipment	22,731	22,708	20,505	17,362
Long-term Investments	967	1,123	1,316	1,881
Other Long-Term Assets	11,282	11,356	12,179	10,339
Total Assets	**42,075**	**41,627**	**42,362**	**40,708**
Accounts Payable	948	957	920	686
Current Portion of Long Term Debt	1,569	2,864	3,564	2,850
Curr. Port. of Cap. Leases	6	6	75	68
Other Current Liabilities	3,737	4,339	4,238	5,344
Total Current Liabilities	**6,260**	**8,166**	**8,797**	**8,198**
Long-Term Debt	16,061	13,864	13,340	12,201
Capital Leases	79	78	763	887
Other Non-Current Liabilities	(1,675)	(1,245)	(718)	(953)
Total Liabilities	**24,660**	**24,794**	**25,956**	**24,685**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	3,934	3,932	3,774	3,375
Total Common Equity	9,546	8,968	8,858	9,024
Total Liabilities And Equity	**42,075**	**41,627**	**42,362**	**40,708**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	7.9%	(3.0%)	(6.2%)	(10.0%)
EBITDA	(11.5%)	(7.7%)	18.3%	8.2%
Net Income	15.9%	(53.4%)	(1.4%)	130.5%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(0.7%)	(1.3%)	(2.5%)	(4.0%)
EBITDA	(3.3%)	(2.8%)	0.2%	5.1%
Net Income	1.9%	(12.4%)	(13.2%)	(14.1%)
Profitability				
Return on Assets	2.2%	2.0%	2.7%	2.8%
Return on Capital	3.0%	2.8%	3.8%	3.8%
Return on Equity	10.6%	6.6%	7.0%	6.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	31.8%	30.8%	33.6%	37.0%
EBITDA Margin	16.7%	17.8%	22.6%	24.7%
Net Income Margin	7.1%	3.4%	3.6%	3.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	15,746	15,278	14,333	12,935
Cost Of Revenues	10,746	10,567	9,512	8,151
Gross Profit	**5,000**	**4,711**	**4,821**	**4,784**
Selling General & Admin Exp.	1,586	1,299	1,104	1,073
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	1,889	2,068	1,874	1,885
Operating Income	**1,525**	**1,344**	**1,842**	**1,854**
Net Interest Exp.	(600)	(490)	(486)	(399)
EBT Excl. Unusual Items	1,181	979	1,219	1,380
Total Unusual Items	271	97	(94)	(324)
EBT Incl. Unusual Items	1,452	976	1,125	1,071
Income Tax Expense	10	100	226	354
Earnings from Cont. Ops.	1,441	876	899	717
Net Income	**1,113**	**519**	**512**	**474**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

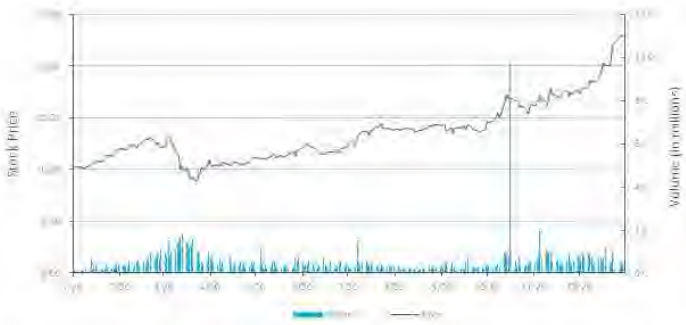
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

EDP Renováveis, S.A. (ENXTLS:EDPR) - Business Description

EDP Renováveis, S.A., a renewable energy company, plans, constructs, operates, and maintains electricity generating power stations. The company operates wind and solar farms. As of December 31, 2019, it had an installed capacity of 4,553 megawatts in Europe; 6,342 megawatts in North America; and 467 megawatts in Brazil. The company was incorporated in 2007 and is headquartered in Madrid, Spain. EDP Renováveis, S.A. is a subsidiary of EDP-Energias de Portugal, S.A.

Stock Exchange	ENXTLS	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.edpr.com/	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,705	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	25.40
52-Week Low (3/23/20)	9.43
Daily Volume	0.6
Current Price (12/31/20)	**22.80**
% of 52-Week High	97.4%
% of 52-Week Low	270.5%
% of 52-Week Range	96.0%
Total Basic Common Shares	872
Market Capitalization	**19,889**
Plus: Total Debt	4,156
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	1,280
Less: Cash and ST Investments	(274)
Enterprise Value	**25,022**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	388	552	582	274
Total Receivables	435	658	653	1,016
Inventory	29	36	34	33
Other Current Assets	142	106	306	1,031
Total Current Assets	**994**	**1,352**	**1,574**	**2,355**
Net Property, Plant & Equipment	13,186	13,922	13,880	13,423
Long-term Investments	312	357	476	441
Other Long-Term Assets	1,732	1,908	1,762	1,505
Total Assets	**16,224**	**17,539**	**17,693**	**17,737**
Accounts Payable	70	99	61	
Current Portion of Long Term Debt	479	609	852	
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	45	-
Other Current Liabilities	1,041	1,542	1,500	
Total Current Liabilities	**1,590**	**2,250**	**2,458**	
Long-Term Debt	3,396	3,605	2,809	3,633
Capital Leases	-	-	573	585
Other Non-Current Liabilities	222	334	794	2,594
Total Liabilities	**6,768**	**7,803**	**7,996**	**8,802**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	1,560	1,613	1,362	1,280
Total Common Equity	6,335	6,509	6,973	7,171
Total Liabilities And Equity	**16,224**	**17,539**	**17,693**	**17,737**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	10.2%	(5.6%)	8.6%	(9.8%)
EBITDA	16.4%	(6.1%)	11.4%	(42.0%)
Net Income	389.8%	13.6%	51.6%	(16.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	5.7%	4.9%	7.3%	5.7%
EBITDA	6.7%	6.0%	8.8%	1.0%
Net Income	16.9%	18.3%	30.4%	21.2%
Profitability				
Return on Assets	2.2%	1.8%	2.1%	1.9%
Return on Capital	3.1%	2.5%	2.9%	1.2%
Return on Equity	5.9%	5.9%	7.6%	6.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	83.2%	81.1%	82.5%	81.0%
EBITDA Margin	66.5%	68.2%	68.9%	62.5%
Net Income Margin	17.2%	20.7%	28.9%	25.5%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	1,602	1,512	1,642	1,520
Cost Of Revenues	269	285	288	290
Gross Profit	**1,333**	**1,226**	**1,354**	**1,230**
Selling General & Admin Exp.	159	175	154	161
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	590	576	614	384
Operating Income	**584**	**475**	**587**	**246**
Net Interest Exp.	(204)	(216)	(229)	(197)
EBT Excl. Unusual Items	511	356	422	115
Total Unusual Items	(7)	180	287	487
EBT Incl. Unusual Items	504	536	709	602
Income Tax Expense	48	63	86	54
Earnings from Cont. Ops.	456	472	623	548
Net Income	**276**	**313**	**475**	**452**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Electricité de France S.A. (ENXTPA:EDF) - Business Description

Electricité de France S.A., an integrated energy company, engages in the generation, transmission, distribution, supply, and trading of energy services in France, the United Kingdom, Italy, and internationally. It generates electricity through nuclear, fossil fuel, hydro, solar, wind, biomass, biogas, tidal, geothermal, and cogeneration plants. The company also manages low and medium-voltage public electricity distribution networks; operates, maintains, and develops high-voltage and very-high-voltage electricity transmission networks; and services and produces equipment and fuel for nuclear reactors. In addition, it is involved in commodity trading activities, and the provision of energy services, including district heating services, thermal energy services, etc. The company serves 38.9 million customers. It serves small businesses, local authorities, and industrial and residential customers. Electricité de France S.A. was founded in 1946 and is headquartered in Paris. Electricité de France S.A. operates as a subsidiary of Edf Group.

Stock Exchange	ENXTPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.edf.fr	LTM as of	30/06/2020
Employees	161,520	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+

VALUATION

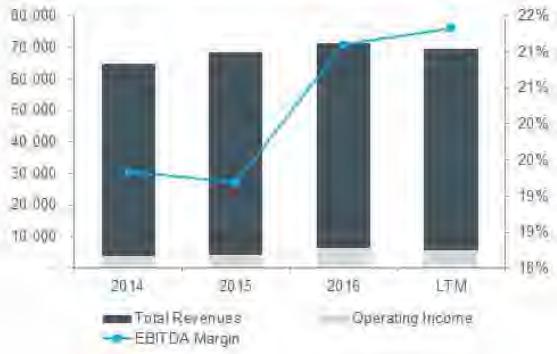
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (02/19/20)	12.91
52-Week Low (3/19/20)	5.98
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**12.90**
% of 52-Week High	99.7%
% of 52-Week Low	215.7%
% of 52-Week Range	90.6%
Total Basic Common Shares	3,095
Market Capitalization	**39,910**
Plus: Total Debt	77,954
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	8,590
Less: Cash and ST Investments	(38,285)
Enterprise Value	**88,167**

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Cash & ST Investments	25,618	30,534	30,056	38,285
Total Receivables	26,925	26,378	24,249	20,476
Inventory	14,136	14,227	14,049	15,023
Other Current Assets	837	1,646	5,465	1,050
Total Current Assets	**67,516**	**72,785**	**73,819**	**80,654**
Net Property, Plant & Equipment	137,968	142,106	154,372	154,191
Long-term Investments	28,861	30,958	33,262	32,432
Other Long-Term Assets	37,495	37,320	41,831	42,454
Total Assets	**271,842**	**283,169**	**303,284**	**309,651**
Accounts Payable	13,994	13,421	12,867	10,716
Current Portion of Long Term Debt	7,060	8,242	10,429	22,002
Curr. Port. of Cap. Leases	52	45	646	663
Other Current Liabilities	25,751	31,107	31,103	32,661
Total Current Liabilities	**46,857**	**52,815**	**55,044**	**66,046**
Long-Term Debt	49,418	50,622	52,441	50,489
Capital Leases	316	279	3,865	3,865
Other Non-Current Liabilities	111,871	110,453	117,496	119,270
Total Liabilities	**215,803**	**222,346**	**238,170**	**246,857**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	7,341	8,177	9,324	8,590
Total Common Equity	41,357	44,469	46,466	54,204
Total Liabilities And Equity	**271,842**	**283,169**	**303,284**	**309,651**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(8.9%)	5.8%	4.0%	(0.7%)
EBITDA	(17.5%)	4.8%	14.4%	3.1%
Net Income	11.3%	(62.9%)	338.0%	0.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(2.1%)	(1.0%)	(0.6%)	(1.8%)
EBITDA	(4.1%)	(2.2%)	(0.6%)	(2.3%)
Net Income	(0.6%)	(19.7%)	0.9%	(12.0%)
Profitability				
Return on Assets	0.9%	1.0%	1.4%	1.2%
Return on Capital	2.4%	2.5%	3.4%	2.9%
Return on Equity	7.3%	2.8%	10.4%	6.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	35.8%	38.3%	38.7%	38.4%
EBITDA Margin	19.3%	19.2%	21.1%	21.3%
Net Income Margin	4.9%	1.7%	7.2%	3.8%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Revenues	64,892	68,546	71,317	69,540
Cost Of Revenues	41,640	42,318	43,710	42,120
Gross Profit	**23,252**	**26,228**	**27,607**	**27,423**
Selling General & Admin Exp.	12,870	14,842	14,201	14,210
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	8,374	7,809	7,039	7,977
Operating Income	**4,008**	**4,377**	**6,367**	**5,433**
Net Interest Exp.	(1,333)	(756)	(304)	(247)
EBT Excl. Unusual Items	826	646	7,094	5,401
Total Unusual Items	2,610	679	123	(2,134)
EBT Incl. Unusual Items	3,436	1,225	7,217	3,267
Income Tax Expense	147	(178)	1,581	503
Earnings from Cont. Ops.	3,289	1,403	5,636	2,764
Net Income	**3,173**	**1,177**	**5,155**	**1,398**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution



Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Elia Group SA/NV (ENXTBR:ELI) - Business Description

Elia Group SA/NV operates a transmission system for the electricity network, and for the offshore grids in Belgium and internationally. It provides electricity transmission services; transmits electricity from generators; imports and exports electricity; and offers consultancy and engineering services to the international energy market. The company primarily serves electricity generators, distribution system operators, and industrial consumers. It operates 18,990 kilometers of high-voltage connections. The company was formerly known as Elia System Operator SA and changed its name to Elia Group SA/NV in January 2020. Elia Group SA/NV is headquartered in Brussels, Belgium.

Stock Exchange	ENXTBR	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.elia.be	LTM as of	30/06/2020
Employees	1,544	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+

VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (05/13/20)	119.80
52-Week Low (3/16/20)	65.90
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	97.50
% of 52-Week High	86.3%
% of 52-Week Low	148.8%
% of 52-Week Range	67.6%
Total Basic Common Shares	69
Market Capitalization	6,694
Plus: Total Debt	7,979
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	308
Less: Cash and ST Investments	(1,200)
Enterprise Value	13,431

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Cash & ST Investments	195	1,789	975	1,200
Total Receivables	285	563	494	1,185
Inventory	14	19	24	30
Other Current Assets	10	21	10	93
Total Current Assets	**503**	**2,392**	**1,503**	**2,416**
Net Property, Plant & Equipment	3,202	8,456	9,446	9,577
Long-term Investments	929	163	372	340
Other Long-Term Assets	1,948	2,744	2,574	2,512
Total Assets	**6,582**	**13,754**	**13,893**	**14,568**
Accounts Payable	221	602	543	1,016
Current Portion of Long Term Debt	50	621	1,105	570
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	14	-
Other Current Liabilities	700	2,493	1,974	1,131
Total Current Liabilities	**970**	**3,716**	**3,636**	**3,011**
Long-Term Debt	2,835	5,777	5,309	7,051
Capital Leases	-	-	75	-
Other Non-Current Liabilities	211	(90)	(78)	(31)
Total Liabilities	**4,017**	**9,794**	**9,251**	**10,432**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	1	301	310	305
Total Common Equity	2,563	3,448	4,022	3,831
Total Liabilities And Equity	**6,582**	**13,754**	**13,893**	**14,568**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	1.0%	139.4%	15.9%	(8.2%)
EBITDA	3.9%	130.2%	22.4%	(1.2%)
Net Income	16.0%	34.9%	(2.8%)	(2.7%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(8.0%)	19.7%	23.3%	23.8%
EBITDA	(5.0%)	20.3%	25.8%	25.8%
Net Income	6.1%	9.9%	10.3%	9.3%
Profitability				
Return on Assets	2.2%	3.6%	2.9%	2.7%
Return on Capital	2.6%	4.5%	3.8%	3.4%
Return on Equity	8.2%	9.7%	7.7%	7.2%
Margin Analysis				
Gross Margin	56.2%	49.0%	51.7%	52.8%
EBITDA Margin	42.8%	41.2%	43.6%	44.0%
Net Income Margin	25.8%	14.5%	12.2%	12.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Revenues	808	1,935	2,242	2,234
Cost Of Revenues	354	987	1,084	1,061
Gross Profit	**454**	**948**	**1,158**	**1,174**
Selling General & Admin Exp.	147	229	283	296
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	85	156	230	259
Operating Income	**222**	**562**	**645**	**620**
Net Interest Exp.	(74)	(93)	(114)	(115)
EBT Excl. Unusual Items	255	528	514	489
Total Unusual Items	(7)	(119)	(84)	(67)
EBT Incl. Unusual Items	248	409	430	422
Income Tax Expense	40	102	121	103
Earnings from Cont. Ops.	209	307	309	319
Net Income	**209**	**281**	**274**	**260**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

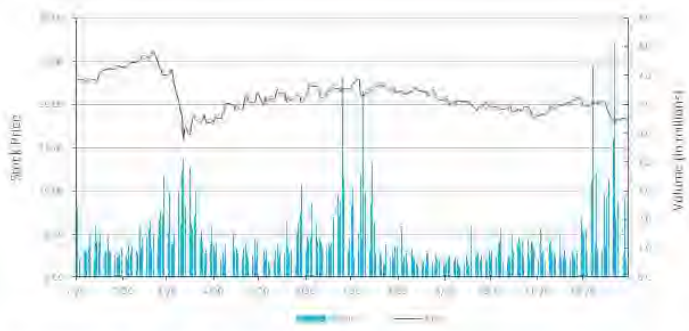
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Enagás, S.A. (BME:ENG) - Business Description

Enagás, S.A. engages in the development, operation, and maintenance of gas infrastructures in Spain, Mexico, Chile, Peru, Albania, Greece, Italy, and the United States. It operates through Gas transmission, Regasification, and Storage of Gas segments. The company provides gas transmission services through primary and secondary transmission pipelines; natural gas regasification services; and operates underground storage facilities. It is also involved in the operation and technical management of the basic network and secondary transportation network for natural gas. In addition, the company engages in the financial management activities; development of industrial projects and activities relating to LNG terminals; and hydrogen production and transport infrastructures; development and implementation of facilities for the supply of natural gas as fuel for vehicles, including its design, construction, and maintenance; and provision of commercial services for the purpose of enhancing the daily operational management of gas shippers. Further, it is involved in the development and integrated management of energy projects for the production of renewable gases from organic matter; development of projects to promote the role of renewable gases in the energy transition; and production of solar electric energy. The company operates

Stock Exchange	BME	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.enagas.es	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	1,390	**Filing Currency:**	EUR
Primary Industry	Gas Utilities	**S&P LT Rating**	BBB+



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/21/20)	26.26
52-Week Low (3/16/20)	13.46
Daily Volume	1.8
Current Price (12/31/20)	17.97
% of 52-Week High	68.4%
% of 52-Week Low	116.2%
% of 52-Week Range	23.2%
Total Basic Common Shares	261
Market Capitalization	4,698
Plus: Total Debt	4,864
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	16
Less: Cash and ST Investments	(322)
Enterprise Value	8,566

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	628	1,175	1,107	322
Total Receivables	492	411	266	310
Inventory	24	25	20	20
Other Current Assets	-	-	5	6
Total Current Assets	**1,144**	**1,611**	**1,398**	**1,158**
Net Property, Plant & Equipment	4,980	4,747	4,184	4,473
Long-term Investments	1,415	1,446	2,528	2,359
Other Long-Term Assets	2,034	1,723	734	56
Total Assets	**9,573**	**9,526**	**8,844**	**8,881**
Accounts Payable	156	145	160	150
Current Portion of Long Term Debt	230	364	224	431
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	10	-
Other Current Liabilities	70	67	76	56
Total Current Liabilities	**457**	**576**	**470**	**637**
Long-Term Debt	5,469	5,189	4,398	4,232
Capital Leases	-	-	346	-
Other Non-Current Liabilities	(32)	(25)	429	430
Total Liabilities	**6,262**	**6,113**	**5,659**	**5,859**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	369	374	16	16
Total Common Equity	2,572	2,666	3,153	3,116
Total Liabilities And Equity	**9,573**	**9,526**	**8,844**	**9,881**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	14.5%	(4.8%)	(10.9%)	(14.7%)
EBITDA	15.4%	(4.2%)	(14.1%)	(17.1%)
Net Income	17.6%	(9.8%)	(4.5%)	(7.9%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	2.9%	1.0%	(0.9%)	(1.0%)
EBITDA	1.6%	(0.3%)	(2.1%)	(2.1%)
Net Income	5.3%	1.9%	0.8%	1.3%
Profitability				
Return on Assets	4.6%	4.3%	4.0%	4.0%
Return on Capital	5.0%	4.8%	4.4%	4.7%
Return on Equity	18.7%	15.5%	13.8%	15.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	96.3%	96.2%	95.8%	95.8%
EBITDA Margin	73.1%	73.6%	71.0%	69.4%
Net Income Margin	36.1%	34.2%	36.7%	34.5%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,360	1,296	1,153	1,100
Cost Of Revenues	50	49	48	44
Gross Profit	**1,310**	**1,246**	**1,105**	**1,056**
Selling General & Admin Exp.	134	137	130	102
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	482	451	390	387
Operating Income	**694**	**659**	**585**	**567**
Net Interest Exp.	(52)	(99)	(105)	(99)
EBT Excl. Unusual Items	666	625	508	507
Total Unusual Items	(35)	(39)	(48)	(48)
EBT Incl. Unusual Items	631	586	540	510
Income Tax Expense	126	123	112	99
Earnings from Cont. Ops.	505	463	428	411
Net Income	**491**	**443**	**423**	**332**

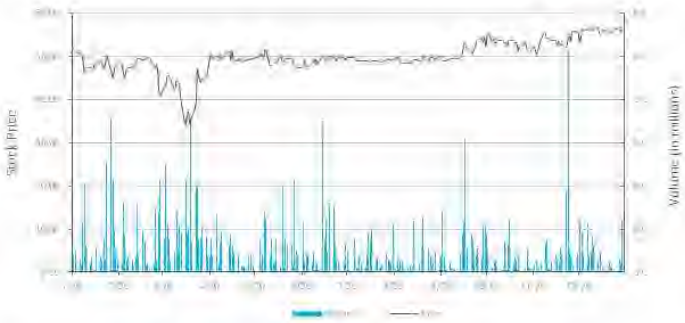
Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

EnBW Energie Baden-Wuntemberg AG (XTRA:EBK) - Business Description

EnBW Energie Baden-Württemberg AG operates as an integrated energy company in Germany, rest of Europe, and internationally. It operates through four segments: Sales, Grids, Renewable Energies, and Generation and Trading. The Sales segment sells electricity and gas; and provides energy industry services, such as billing services, energy supply and energy saving contracting, and new energy solutions. The Grids segment transmits and distributes electricity and gas, offers grid-related services; and supplies water. The Renewable Energies segment generates power from renewable energy sources consisting of hydro, wind, biogas, and solar power plants. The Generation and Trading segment advises, constructs, operates, and dismantles thermal power plants; stores gas; provides system services for the operators of transmission grids and waste management/environmental services; and operates reserve power plants. It generates electricity and heat through coal, gas, pumped storage, and nuclear power plants. This segment is also involved in the electricity and gas trading, gas midstream, and district heating businesses, and direct distribution of renewable energy power plants. The company supplies energy solutions and energy industry services to approximately 5.5 million customers. It primarily operates under the EnBW, Yello, NaturEnergiePlus.



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/09/20)	59.00
52-Week Low (3/16/20)	33.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	**58.00**
% of 52-Week High	98.3%
% of 52-Week Low	175.0%
% of 52-Week Range	92.3%
Total Basic Common Shares	271
Market Capitalization	**15,168**
Plus: Total Debt	11,654
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	3,754
Less: Cash and ST Investments	(1,568)
Enterprise Value	**26,959**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	13.5%	(5.4%)	(9.6%)	(7.8%)
EBITDA	485.7%	(41.4%)	8.9%	14.1%
Net Income	(214.3%)	(83.7%)	119.7%	352.7%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	2.7%	0.3%	(2.1%)	(3.3%)
EBITDA	9.3%	1.6%	6.9%	12.4%
Net Income	33.5%	45.6%	NM	(7.3%)
Profitability				
Return on Assets	3.4%	1.1%	1.0%	1.8%
Return on Capital	10.9%	3.3%	2.9%	4.7%
Return on Equity	47.9%	7.7%	13.2%	16.4%
Margin Analysis				
Gross Margin	17.8%	19.5%	21.6%	21.4%
EBITDA Margin	14.6%	9.0%	10.9%	13.6%
Net Income Margin	9.3%	1.6%	3.9%	3.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	22,109	20,918	18,913	18,260
Cost Of Revenues	18,167	16,823	14,823	14,326
Gross Profit	**3,942**	**4,095**	**4,090**	**3,934**
Selling General & Admin Exp.	2,028	2,136	2,261	2,401
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(201)	1,264	1,139	1,362
Operating Income	**2,115**	**695**	**690**	**1,171**
Net Interest Exp.	206	(94)	70	(39)
EBT Excl Unusual Items	2,375	495	1,023	1,108
Total Unusual Items	483	101	(121)	(126)
EBT Incl Unusual Items	2,858	596	902	1,087
Income Tax Expense	682	129	(2)	155
Earnings from Cont. Ops.	2,176	468	904	932
Net Income	**2,054**	**334**	**734**	**596**

Stock Exchange	XTRA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.enbw.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	20,624	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	A-

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,601	3,024	1,812	1,568
Total Receivables	4,643	4,749	4,271	4,673
Inventory	958	1,192	1,066	1,084
Other Current Assets	2,816	3,898	4,517	4,807
Total Current Assets	**12,018**	**12,863**	**11,666**	**12,132**
Net Property, Plant & Equipment	15,597	15,858	18,553	19,429
Long-term Investments	7,177	6,857	7,206	6,943
Other Long-Term Assets	3,992	4,022	5,864	5,861
Total Assets	**38,785**	**39,609**	**43,288**	**44,164**
Accounts Payable	4,838	5,040	4,055	3,831
Current Portion of Long Term Debt	1,303	401	830	1,826
Curr. Port. of Cap. Leases	4	4	117	-
Other Current Liabilities	4,857	5,854	6,101	5,651
Total Current Liabilities	**11,002**	**11,299**	**11,103**	**11,308**
Long-Term Debt	5,852	6,246	7,361	7,617
Capital Leases	100	96	582	617
Other Non-Current Liabilities	11,337	11,105	9,801	9,577
Total Liabilities	**30,607**	**31,040**	**32,345**	**30,919**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	2,316	2,295	3,498	3,731
Total Common Equity	3,547	3,978	3,947	3,829
Total Liabilities And Equity	**38,785**	**39,609**	**43,288**	**42,164**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Encavis AG (XTRA:ECV) - Business Description

Encavis AG, an independent power producer, acquires and operates solar and onshore wind parks. It operates through PV Parks, Wind Parks, PV Service, and Asset Management segments. The company operates 187 solar parks and 82 wind parks with an installed capacity of approximately 2.4 gigawatt in Germany, Italy, France, Austria, Finland, the United Kingdom, Sweden, Denmark, the Netherlands, and Spain. It also provides advisory and asset management services to institutional investors in the renewable energy sector; and commercial, technical, and other services. The company is headquartered in Hamburg, Germany.

Stock Exchange	XTRA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.encavis.co	LTM as of	30/09/2020
Employees	127	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	27.40
52-Week Low (3/16/20)	8.76
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	27.35
% of 52-Week High	99.8%
% of 52-Week Low	315.8%
% of 52-Week Range	99.7%
Total Basic Common Shares	138
Market Capitalization	2,956
Plus: Total Debt	1,605
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	5
Less: Cash and ST Investments	(170)
Enterprise Value	4,597

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	124	176	165	170
Total Receivables	71	77	72	77
Inventory	0	0	0	0
Other Current Assets	82	88	65	55
Total Current Assets	**277**	**342**	**302**	**302**
Net Property, Plant & Equipment	1,455	1,549	1,750	1,807
Long-term Investments	7	20	14	17
Other Long-Term Assets	780	739	795	825
Total Assets	**2,520**	**2,649**	**2,860**	**2,950**
Accounts Payable	20	17	11	9
Current Portion of Long Term Debt	118	164	189	184
Curr. Port. of Cap. Leases	7	7	11	11
Other Current Liabilities	38	61	35	20
Total Current Liabilities	**183**	**248**	**245**	**174**
Long-Term Debt	1,284	1,182	1,208	1,401
Capital Leases	81	74	178	180
Other Non-Current Liabilities	268	440	485	513
Total Liabilities	**1,815**	**1,953**	**2,127**	**2,272**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	7	9	10	5
Total Common Equity	692	678	713	654
Total Liabilities And Equity	**2,520**	**2,649**	**2,860**	**2,930**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	47.1%	4.4%	7.9%	5.3%
EBITDA	53.0%	2.1%	6.0%	(2.0%)
Net Income	138.8%	(52.5%)	175.1%	47.3%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Income	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability				
Return on Assets	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%
Return on Capital	2.5%	2.4%	2.5%	2.1%
Return on Equity	4.2%	1.6%	4.2%	1.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	97.0%	97.1%	95.4%	95.4%
EBITDA Margin	75.0%	73.3%	72.0%	70.3%
Net Income Margin	10.9%	3.9%	10.0%	4.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	250	261	282	294
Cost Of Revenues	7	7	13	13
Gross Profit	**243**	**254**	**269**	**280**
Selling General & Admin Exp.	19	22	18	20
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	139	149	164	175
Operating Income	**85**	**82**	**87**	**83**
Net Interest Exp.	(45)	(54)	(46)	(51)
EBT Excl. Unusual Items	42	32	50	34
Total Unusual Items	(1)	(12)	0	0
EBT Incl. Unusual Items	41	20	51	34
Income Tax Expense	13	9	21	20
Earnings from Cont. Ops.	28	11	29	14
Net Income	**27**	**10**	**28**	**14**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Endesa, S.A. (BME:ELE) - Business Description

Endesa S.A. engages in the generation, distribution, and sale of electricity primarily in Spain and Portugal. The company generates electricity from various energy sources, such as hydroelectric, nuclear, thermal, wind, and solar. As of December 31, 2019, it distributed electricity to approximately 21 million populations covering a total area of approximately 195,500 square kilometers. The company also sells energy, as well as provides energy related commercial services. In addition, it is also involved in the supply of electricity and gas to other European markets, including Germany, France, Belgium, France, and the Netherlands. Its distribution and transmission networks comprise 316,320 kilometers. Further, the company is involved in the electric mobility, demand management, distributed generation, energy storage, exploitation of primary energy resources, provision of energy related industrial services; electricity transmission business management, operation, and administration of nuclear plants; issuance of debt instruments consultancy and civil engineering services; and management real estate properties. The company was formerly known as Empresa Nacional de Electricidad, S.A. and changed its name to Endesa, S.A. in June 1997. Endesa, S.A. was founded in 1944 and is based in Madrid, Spain. Endesa, S.A. is a subsidiary of

Stock Exchange	BME	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.endesa.es	LTM as of	30/09/2020
Employees	9,693	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	26.26
52-Week Low (3/18/20)	14.77
Daily Volume	1.7
Current Price (12/31/20)	22.35
% of 52-Week High	85.1%
% of 52-Week Low	151.3%
% of 52-Week Range	66.0%
Total Basic Common Shares	1,059
Market Capitalization	23,663
Plus: Total Debt	7,614
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	154
Less: Cash and ST Investments	(332)
Enterprise Value	31,153

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	550	295	371	332
Total Receivables	3,482	3,576	3,871	4,619
Inventory	1,267	1,473	1,177	917
Other Current Assets	231	311	741	227
Total Current Assets	**5,530**	**5,655**	**6,100**	**6,095**
Net Property, Plant & Equipment	21,727	21,840	21,329	21,282
Long-term Investments	322	345	291	1,231
Other Long-Term Assets	3,458	3,816	4,261	3,137
Total Assets	**31,037**	**31,656**	**31,981**	**31,651**
Accounts Payable	4,071	3,644	3,884	5,587
Current Portion of Long Term Debt	955	1,024	891	1,741
Curr. Port. of Cap. Leases	23	22	64	-
Other Current Liabilities	2,486	3,004	3,626	359
Total Current Liabilities	**7,535**	**7,694**	**8,465**	**7,765**
Long-Term Debt	3,962	4,543	5,006	4,978
Capital Leases	452	432	646	-
Other Non-Current Liabilities	9,581	9,518	9,729	9,749
Total Liabilities	**21,667**	**22,331**	**23,995**	**22,973**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	137	144	149	154
Total Common Equity	9,096	9,037	7,688	8,524
Total Liabilities And Equity	**31,037**	**31,656**	**31,981**	**31,651**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	7.0%	(0.0%)	(1.5%)	(6.8%)
EBITDA	(6.0%)	1.2%	2.8%	5.0%
Net Income	3.7%	(3.1%)	(87.9%)	279.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(9.5%)	(1.0%)	(1.2%)	(3.0%)
EBITDA	(14.6%)	1.5%	0.5%	2.6%
Net Income	(6.4%)	(5.5%)	(44.8%)	(14.7%)
Profitability				
Return on Assets	3.9%	3.7%	3.9%	4.5%
Return on Capital	8.4%	7.8%	8.3%	9.3%
Return on Equity	16.1%	15.5%	2.1%	17.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	25.1%	25.5%	26.4%	28.8%
EBITDA Margin	16.3%	16.5%	17.2%	20.4%
Net Income Margin	7.5%	7.2%	0.5%	8.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	19,611	19,603	19,318	17,337
Cost Of Revenues	14,696	14,600	14,227	12,351
Gross Profit	**4,916**	**5,003**	**5,091**	**4,986**
Selling General & Admin Exp.	978	958	1,045	862
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	1,994	2,177	2,078	1,910
Operating Income	**1,944**	**1,868**	**1,968**	**2,214**
Net Interest Exp.	(106)	(126)	(125)	(110)
EBT Excl. Unusual Items	1,868	1,972	2,011	2,160
Total Unusual Items	32	(154)	(1,783)	(1,989)
EBT Incl. Unusual Items	1,900	1,818	230	171
Income Tax Expense	427	392	50	501
Earnings from Cont. Ops.	1,473	1,426	180	1,671
Net Income	**1,463**	**1,417**	**171**	**1,300**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

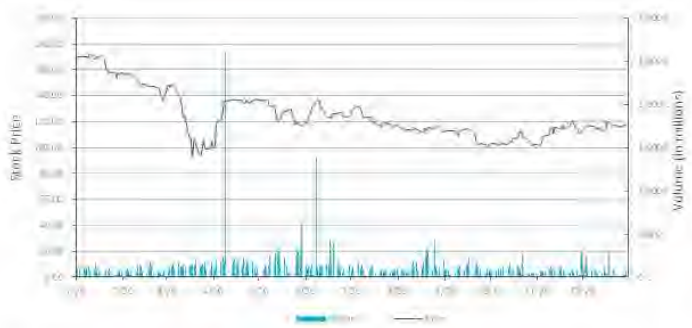
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Enel Américas S.A. (SNSE:ENELAM) - Business Description

Enel Americas S.A., through its subsidiaries, operates as an electricity utility company in Argentina, Brazil, Colombia, and Peru. The company generates, transmits, and distributes electricity using hydroelectric and thermal energy sources. As of December 31, 2019, it had 11,267 megawatts of installed generation capacity and 24.7 million distribution customers. The company was formerly known as Enersis Americas S.A. and changed its name to Enel Américas S.A. in December 2016. Enel Américas S.A. was founded in 1899 and is headquartered in Santiago, Chile. Enel Américas S.A. is a subsidiary of Enel S.p.A.

Stock Exchange	[illegible]	Latest Fiscal Year	[illegible]
Website	[illegible]	LTM as of	[illegible]
Employees	[illegible]	Filing Currency:	[illegible]
Primary Industry	[illegible]	S&P LT Rating	[illegible]



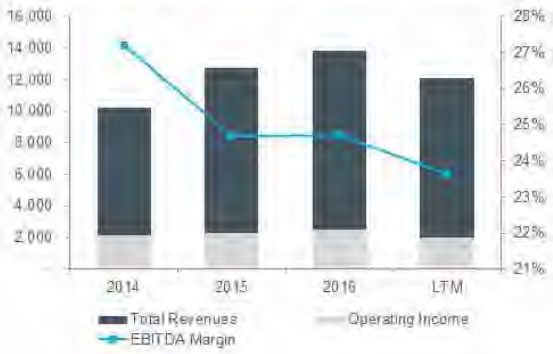
VALUATION	
LTM as of	[illegible]
52-Week High (01/10/20)	[illegible]
52-Week Low (3/18/20)	[illegible]
Daily Volume	[illegible]
Current Price (12/31/20)	[illegible]
% of 52-Week High	67.1%
% of 52-Week Low	128.9%
% of 52-Week Range	31.3%
Total Basic Common Shares	[illegible]
Market Capitalization	8,826,773
Plus: Total Debt	[illegible]
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	[illegible]
Less: Cash and ST Investments	[illegible]
Enterprise Value	8,833,153

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM [illegible]
Total Cash & ST Investments	1,581	2,047	2,039	[illegible]
Total Receivables	2,389	3,613	3,757	[illegible]
Inventory	246	339	396	[illegible]
Other Current Assets	329	384	389	[illegible]
Total Current Assets	**4,545**	**6,383**	**6,581**	[illegible]
Net Property, Plant & Equipment	8,092	8,687	9,019	[illegible]
Long-term Investments	1,730	2,729	3,000	[illegible]
Other Long-Term Assets	5,801	9,596	11,176	[illegible]
Total Assets	**20,169**	**27,396**	**29,776**	[illegible]
Accounts Payable	2,254	2,459	2,470	[illegible]
Current Portion of Long Term Debt	644	1,608	1,398	[illegible]
Curr. Port. of Cap. Leases	27	36	82	[illegible]
Other Current Liabilities	2,009	5,548	2,787	[illegible]
Total Current Liabilities	**4,934**	**9,651**	**6,736**	[illegible]
Long-Term Debt	4,255	4,536	4,781	[illegible]
Capital Leases	78	86	109	[illegible]
Other Non-Current Liabilities	(973)	76	1,345	[illegible]
Total Liabilities	**10,092**	**16,457**	**15,250**	[illegible]
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	1,798	2,108	2,280	[illegible]
Total Common Equity	8,480	8,724	9,966	[illegible]
Total Liabilities And Equity	**20,169**	**27,396**	**29,776**	[illegible]

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	38.3%	24.6%	8.4%	[illegible]
EBITDA	16.0%	13.1%	8.5%	[illegible]
Net Income	25.2%	69.4%	34.4%	[illegible]
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(0.2%)	16.3%	15.6%	[illegible]
EBITDA	(2.3%)	3.6%	6.5%	[illegible]
Net Income	3.0%	4.8%	16.2%	[illegible]
Profitability				
Return on Assets	7.2%	6.0%	5.5%	[illegible]
Return on Capital	10.5%	9.3%	8.7%	[illegible]
Return on Equity	13.9%	19.5%	20.6%	[illegible]
Margin Analysis				
Gross Margin	41.9%	37.5%	37.7%	[illegible]
EBITDA Margin	27.2%	24.7%	24.7%	[illegible]
Net Income Margin	6.9%	9.4%	11.7%	[illegible]

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	10,243	12,758	13,824	[illegible]
Cost Of Revenues	5,947	7,974	8,612	[illegible]
Gross Profit	**4,296**	**4,784**	**5,211**	[illegible]
Selling General & Admin Exp.	1,032	1,079	1,100	[illegible]
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	1,127	1,408	1,595	[illegible]
Operating Income	**2,137**	**2,297**	**2,517**	[illegible]
Net Interest Exp.	(279)	(454)	(410)	[illegible]
EBT Excl. Unusual Items	1,640	2,112	2,506	[illegible]
Total Unusual Items	5	(7)	(100)	[illegible]
EBT Incl. Unusual Items	1,646	2,105	2,406	[illegible]
Income Tax Expense	519	438	236	[illegible]
Earnings from Cont. Ops.	1,127	1,667	2,170	[illegible]
Net Income	**709**	**1,201**	**1,614**	[illegible]

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution



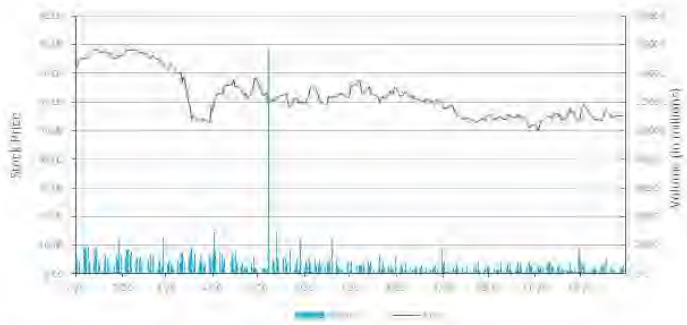
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Enel Chile S.A. (SNSE:ENELCHILE) - Business Description

Enel Chile S.A., an electricity utility company, engages in the generation, transmission, and distribution of electricity in Chile. The company operates through Generation Business and Distribution Business segments. It transmits and distributes electricity in 33 municipalities of the Santiago metropolitan region. As of December 31, 2019, the company had 7,303 megawatts of installed capacity with 129 generation units, including 40 hydroelectric, 21 thermal, 59 wind powered, 8 solar, and 1 geothermal generation units, as well as distributed electricity to approximately 1.97 million customers. The company also engages in transportation of natural gas and other fuels; provides construction of works and engineering, and consulting services; and develops real estate projects. It serves residential, commercial, industrial, governmental, and toll customers. The company was formerly known as Enersis Chile S.A. and changed its name to Enel Chile S.A. in October 2016. The company was founded in 2016 and is headquartered in Santiago, Chile. Enel Chile S.A. is a subsidiary of Enel S.p.A.

Stock Exchange	ENSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.enel.cl	LTM as of	30/09/2020
Employees	3,201	Filing Currency:	CLP
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+



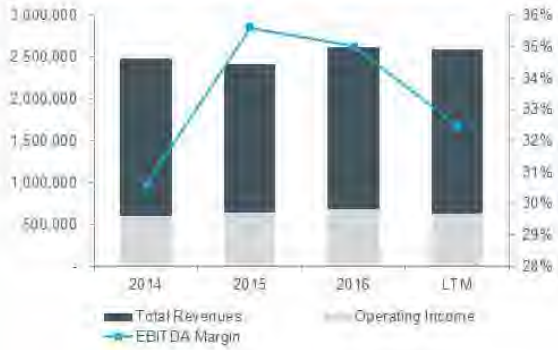
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/15/20)	69.99
52-Week Low (11/03/20)	49.58
Daily Volume	81.0
Current Price (12/31/20)	**56.20**
% of 52-Week High	69.9%
% of 52-Week Low	111.3%
% of 52-Week Range	19.1%
Total Basic Common Shares	60,107
Market Capitalization	**3,817,994**
Plus: Total Debt	3,279,721
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	338,506
Less: Cash and ST Investments	(242,856)
Enterprise Value	**6,933,364**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(2.0%)	(3.0%)	8.9%	(0.6%)
EBITDA	(2.9%)	12.9%	7.1%	(11.8%)
Net Income	(8.3%)	3.5%	(18.1%)	(37.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	7.0%	5.4%	2.5%
EBITDA	0.0%	11.6%	13.0%	6.3%
Net Income	0.0%	9.5%	12.8%	(0)
Profitability				
Return on Assets	5.8%	6.2%	5.6%	5.0%
Return on Capital	8.6%	7.5%	6.9%	5.0%
Return on Equity	14.4%	11.1%	8.5%	(4.1%)
Margin Analysis				
Gross Margin	38.9%	45.3%	44.6%	43.0%
EBITDA Margin	30.6%	35.6%	35.0%	32.5%
Net Income Margin	14.1%	15.0%	11.3%	(5.2%)

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	3,484,102	2,410,386	2,624,576	1,760,790
Cost Of Revenues	1,518,304	1,317,298	1,454,441	1,061,954
Gross Profit	**965,797**	**1,093,065**	**1,170,135**	**1,698,836**
Selling General & Admin Exp.	126,833	132,086	139,344	140,861
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	231,418	310,215	338,040	343,815
Operating Income	**607,697**	**650,754**	**691,751**	**524,660**
Net Interest Exp.	(22,520)	(60,507)	(71,783)	(66,756)
EBT Excl. Unusual Items	585,263	667,808	548,245	447,585
Total Unusual Items	81,497	(1,477)	(170,924)	(72,640)
EBT Incl. Unusual Items	666,760	666,330	377,321	(215,145)
Income Tax Expense	143,342	153,483	61,233	(31,872)
Earnings from Cont. Ops.	523,418	512,848	316,093	(183,265)
Net Income	**349,383**	**361,710**	**296,154**	**(136,123)**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	419,642	247,264	236,995	242,856
Total Receivables	465,821	552,881	634,020	516,548
Inventory	58,480	71,628	70,697	58,781
Other Current Assets	111,194	125,194	76,501	95,631
Total Current Assets	**1,055,137**	**996,948**	**1,018,213**	**1,424,504**
Net Property, Plant & Equipment	3,585,687	5,308,648	5,360,320	5,749,558
Long-term Investments	19,541	20,107	10,286	17,903
Other Long-Term Assets	1,034,408	1,162,316	1,469,170	1,347,852
Total Assets	**5,694,773**	**7,488,020**	**7,857,988**	**7,525,217**
Accounts Payable	386,218	430,717	512,683	472,011
Current Portion of Long Term Debt	15,496	327,096	166,562	167,087
Curr. Port. of Cap. Leases	1,800	2,166	5,842	5,830
Other Current Liabilities	413,243	457,485	364,233	290,260
Total Current Liabilities	**816,817**	**1,217,464**	**1,041,360**	**935,454**
Long-Term Debt	748,124	2,157,926	2,456,691	2,779,512
Capital Leases	12,809	12,310	47,566	45,275
Other Non-Current Liabilities	11,277,664	(59,716)	39,777	(58,715)
Total Liabilities	**1,304,234**	**3,560,921**	**3,846,118**	**3,801,476**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	302,578	252,935	262,588	238,106
Total Common Equity	2,983,384	3,421,229	3,464,896	3,485,787
Total Liabilities And Equity	**5,694,773**	**7,488,020**	**7,857,988**	**7,525,217**

Sales, Operating Income (mCLP) and EBITDA Margin (%) Evolution



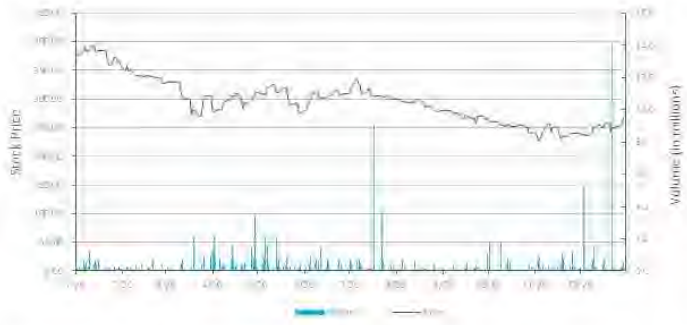
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Enel Generación Chile S.A. (SNSE:ENELGXCH) - Business Description

Enel Generación Chile S.A., an electric utility company, engages in the generation, transmission, and distribution of electricity in Chile. The company generates electricity through hydro, thermal, and wind power sources. As of December 31, 2019, it had 6,114 megawatts of installed capacity with 28 generation facilities and a total of 110 generation units. The company also supplies its electricity to regulated electricity distribution companies, unregulated industrial firms primarily in the mining, pulp, and steel sectors, and the pool market. Further it provides engineering consulting services. The company was formerly known as Empresa Nacional de Electricidad S.A. and changed its name to Enel Generación Chile S.A. in November 2016. The company was founded in 1943 and is headquartered in Santiago, Chile. Enel Generación Chile S.A. is a subsidiary of Enel Chile S.A.

Stock Exchange	SNSE	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.enelgeneracion	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	677	**Filing Currency:**	CLP
Primary Industry	Independent Pow	**S&P LT Rating**	BBB+



VALUATION

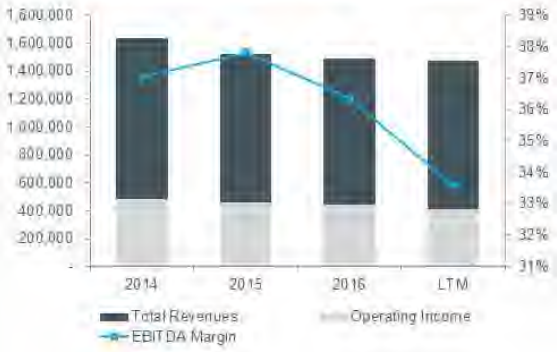
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/14/20)	309.00
52-Week Low (3/18/20)	170.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	266.86
% of 52-Week High	86.9%
% of 52-Week Low	133.4%
% of 52-Week Range	33.6%
Total Basic Common Shares	8,202
Market Capitalization	2,188,720
Plus: Total Debt	877,235
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	9,750
Less: Cash and ST Investments	(5,532)
Enterprise Value	3,070,173

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Cash & ST Investments	211,109	152,344	13,852	5,532
Total Receivables	287,645	383,265	476,144	354,947
Inventory	31,741	45,412	29,674	17,401
Other Current Assets	128,104	111,447	69,816	89,937
Total Current Assets	658,599	672,467	591,085	467,818
Net Property, Plant & Equipment	2,788,205	2,915,093	2,747,644	2,485,196
Long-term Investments	19,514	15,153	10,238	11,971
Other Long-Term Assets	88,144	62,509	238,232	411,190
Total Assets	3,554,462	3,669,228	3,587,199	3,443,804
Accounts Payable	187,730	182,105	185,422	158,222
Current Portion of Long Term Debt	15,496	41,781	43,089	48,401
Curr. Port. of Cap. Leases	1,800	2,166	2,695	2,959
Other Current Liabilities	338,371	357,839	256,678	157,278
Total Current Liabilities	543,357	583,891	488,184	344,821
Long-Term Debt	748,124	784,714	809,779	871,190
Capital Leases	12,809	12,310	11,515	10,375
Other Non-Current Liabilities	205,166	226,891	292,814	238,766
Total Liabilities	1,537,952	1,644,767	1,603,265	1,439,151
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	27,499	28,970	10,079	9,750
Total Common Equity	1,981,516	1,970,521	1,983,775	1,994,542
Total Liabilities And Equity	3,554,462	3,669,228	3,587,199	3,443,804

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(1.5%)	(7.0%)	(1.8%)	(6.7%)
EBITDA	(4.0%)	(5.0%)	(5.6%)	(15.5%)
Net Income	(11.4%)	(25.1%)	(36.6%)	(491.2%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(6.2%)	9.5%	4.3%	21.5%
EBITDA	(5.5%)	4.7%	3.0%	46.0%
Net Income	12.3%	(2.7%)	(6.6%)	NM
Profitability				
Return on Assets	8.8%	8.0%	7.6%	7.9%
Return on Capital	11.5%	10.3%	9.7%	9.8%
Return on Equity	22.9%	16.0%	10.1%	(13.0%)
Margin Analysis				
Gross Margin	44.6%	46.0%	43.1%	40.4%
EBITDA Margin	37.0%	37.8%	36.4%	33.8%
Net Income Margin	25.6%	20.3%	13.1%	(15.7%)

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,634,937	1,521,054	1,494,126	1,475,061
Cost Of Revenues	906,162	821,749	849,785	887,137
Gross Profit	728,775	699,305	644,334	588,924
Selling General & Admin Exp.	58,853	56,869	52,693	51,445
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	181,647	178,748	151,730	136,457
Operating Income	488,275	463,687	439,911	401,022
Net Interest Exp.	(36,864)	(32,676)	(30,577)	(27,482)
EBT Excl Unusual Items	449,810	420,127	383,366	362,707
Total Unusual Items	87,832	3,025	(156,209)	(68,817)
EBT Incl Unusual Items	537,642	423,152	224,784	293,890
Income Tax Expense	112,100	104,947	23,453	73,149
Earnings from Cont. Ops.	425,542	318,205	201,326	220,741
Net Income	418,454	309,029	196,343	(22,452)

Sales, Operating Income (mCLP) and EBITDA Margin (%) Evolution



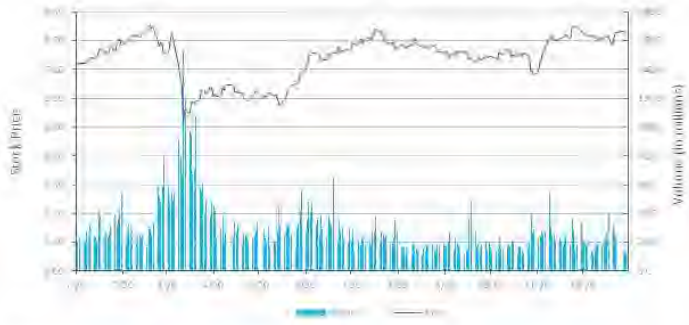
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Enel SpA (BIT:ENEL) - Business Description

Enel SpA operates as an integrated electricity and gas operator worldwide. The company generates, transmits, distributes, purchases, transports, and sells electricity; transports and markets natural gas; supplies LNG; designs, develops, constructs, operates, manages, and maintains generation plants and distribution grids; and designs, constructs, and operates merchant lines. It is also involved in energy and infrastructure engineering; research and development in sciences and engineering; the cogeneration of electricity and heat; the construction and management of manages port infrastructure; product, plant, and equipment certification; mining, finance, energy products marketing, trading; and fuel trading and logistics operations. In addition, the company engages in construction and management of LNG regasification infrastructure; desalinization and water supply; electricity system monitoring; and optical fiber network operation activities. Further, it provides testing, inspection, and certification; engineering and consulting; legal; metering; remote control; and connectivity through power line communication; business consulting; administrative, management consulting; and corporate planning; civil, mechanical, and electrical engineering; personnel administration; information technology; real estate; and business, electronic

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.enel.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	66,775	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	8.80
52-Week Low (3/16/20)	5.15
Daily Volume	39.6
Current Price (12/31/20)	8.48
% of 52-Week High	96.1%
% of 52-Week Low	160.7%
% of 52-Week Range	90.4%
Total Basic Common Shares	10,163
Market Capitalization	84,112
Plus: Total Debt	82,195
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	13,568
Less: Cash and ST Investments	(25,506)
Enterprise Value	154,469

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	9,818	10,874	12,682	9,864
Total Receivables	21,384	21,147	20,197	21,190
Inventory	2,722	2,818	2,531	2,541
Other Current Assets	2,513	1,736	1,394	1,197
Total Current Assets	**36,437**	**36,575**	**36,804**	**35,792**
Net Property, Plant & Equipment	74,937	76,631	79,809	85,151
Long-term Investments	2,083	2,571	2,232	6,719
Other Long-Term Assets	42,184	49,647	52,581	29,135
Total Assets	**155,641**	**165,424**	**171,426**	**163,449**
Accounts Payable	12,671	13,387	12,960	10,601
Current Portion of Long Term Debt	7,066	3,369	3,214	3,431
Curr. Port. of Cap. Leases	-	66	275	-
Other Current Liabilities	20,727	23,934	24,042	24,909
Total Current Liabilities	**40,464**	**40,755**	**40,491**	**40,196**
Long-Term Debt	43,004	49,013	53,270	51,873
Capital Leases	-	592	1,689	-
Other Non-Current Liabilities	(14,720)	(5,052)	(4,084)	320
Total Liabilities	**86,114**	**101,440**	**107,927**	**105,757**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	17,366	16,132	16,561	13,904
Total Common Equity	34,795	31,720	30,377	29,436
Total Liabilities And Equity	**155,641**	**165,424**	**171,426**	**163,449**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	5.2%	0.4%	5.9%	(14.7%)
EBITDA	1.0%	5.0%	6.6%	(1.1%)
Net Income	47.0%	26.7%	(54.6%)	68.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(2.7%)	(0.9%)	0.8%	(1.8%)
EBITDA	(0.7%)	0.3%	1.6%	0.7%
Net Income	73.8%	8.2%	33.3%	15.4%
Profitability				
Return on Assets	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%
Return on Capital	5.6%	5.9%	6.2%	6.3%
Return on Equity	10.2%	12.7%	7.3%	12.3%
Margin Analysis				
Gross Margin	29.0%	26.9%	35.5%	32.2%
EBITDA Margin	19.6%	20.5%	20.8%	34.0%
Net Income Margin	5.2%	6.5%	2.8%	6.5%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	72,756	73,037	77,366	66,004
Cost Of Revenues	51,649	53,406	49,917	43,952
Gross Profit	**21,107**	**19,631**	**27,449**	**23,232**
Selling General & Admin Exp.	5,025	5,536	5,768	4,430
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	6,739	4,222	11,151	7,946
Operating Income	**9,343**	**9,773**	**10,530**	**10,855**
Net Interest Exp.	(2,255)	(2,232)	(2,311)	(2,427)
EBT Excl. Unusual Items	6,960	8,014	7,920	5,538
Total Unusual Items	251	187	(3,608)	(1,158)
EBT Incl. Unusual Items	7,211	8,201	4,312	3,971
Income Tax Expense	1,882	1,851	836	1,705
Earnings from Cont. Ops.	5,329	6,350	3,476	2,912
Net Income	**3,779**	**4,789**	**2,174**	**6,703**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Energiekontor AG (XTRA:EKT) - Business Description

Energiekontor AG, a project developer, engages in the planning, construction, and operation of wind and solar parks in Germany, Portugal, and Great Britain. As of December 31, 2019, it owned and operated 34 wind farms and 1 solar park with a total rated power of approximately 287 megawatts. The company was founded in 1990 and is headquartered in Bremen, Germany.

Stock Exchange	XTRA	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.energiekon	**LTM as of**	30/06/2020
Employees	160	**Filing Currency:**	EUR
Primary Industry	Heavy Electrical	**S&P LT Rating**	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (12/30/20)	59.80
52-Week Low (3/16/20)	14.05
Daily Volume	6.0
Current Price (12/31/20)	**58.00**
% of 52-Week High	97.3%
% of 52-Week Low	412.8%
% of 52-Week Range	96.5%
Total Basic Common Shares	14
Market Capitalization	**823**
Plus: Total Debt	286
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(67)
Enterprise Value	**1,037**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Cash & ST Investments	79	78	67	67
Total Receivables	34	21	16	16
Inventory	47	38	71	87
Other Current Assets	-	(0)	-	-
Total Current Assets	**161**	**138**	**154**	**170**
Net Property, Plant & Equipment	195	205	227	216
Long-term Investments	0	0	0	0
Other Long-Term Assets	7	6	9	9
Total Assets	**362**	**348**	**390**	**395**
Accounts Payable	8	5	10	9
Current Portion of Long Term Debt	24	21	34	53
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	2	-
Other Current Liabilities	25	18	18	17
Total Current Liabilities	**57**	**44**	**64**	**79**
Long-Term Debt	207	205	206	227
Capital Leases	-	-	33	-
Other Non-Current Liabilities	23	28	28	30
Total Liabilities	**288**	**278**	**331**	**336**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	2	1	1	-
Total Common Equity	70	68	56	59
Total Liabilities And Equity	**362**	**348**	**390**	**395**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(25.7%)	(26.5%)	(42.2%)	(16.7%)
EBITDA	(33.6%)	(13.6%)	(1.8%)	12.9%
Net Income	(53.1%)	(43.8%)	(96.3%)	18.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	30.0%	(1.3%)	(16.1%)	(5.4%)
EBITDA	23.6%	(2.1%)	(5.8%)	(1.0%)
Net Income	209.3%	(13.2%)	(55.6%)	(8.8%)
Profitability				
Return on Assets	5.2%	3.9%	2.9%	4.9%
Return on Capital	6.3%	4.6%	3.4%	5.7%
Return on Equity	16.6%	9.5%	0.4%	12.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	44.1%	56.0%	92.3%	78.0%
EBITDA Margin	31.3%	36.7%	62.4%	55.8%
Net Income Margin	7.9%	6.1%	0.4%	3.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Revenues	150	110	64	92
Cost Of Revenues	84	49	5	20
Gross Profit	**66**	**62**	**59**	**72**
Selling General & Admin Exp.	15	17	15	16
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	21	22	26	27
Operating Income	**30**	**22**	**17**	**29**
Net Interest Exp.	(16)	(12)	(16)	(15)
EBT Excl. Unusual Items	17	10	1	17
Total Unusual Items	0	0	0	0
EBT Incl. Unusual Items	17	10	1	17
Income Tax Expense	5	3	1	1
Earnings from Cont. Ops.	12	7	0	8
Net Income	**12**	**7**	**0**	**8**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Energisa S.A. (BOVESPA:ENGI3) - Business Description

Energisa S.A., through its subsidiaries, operates as an energy distribution company in Brazil. The company also provides operating and maintenance services related to electricity distribution, generation, commission, preparation, and remote and local operations. It also offers electrical and mechanical maintenance of plants, substations, transmission lines, and facilities. In addition, the company provides construction, operation, maintenance, and services related to electricity generation and distribution, tele-services, and personal services for electricity consumers; and aerial surveying services for supporting companies, oil pipelines, and reforestation engineering works. Further, it engages in wind and solar energy generation and distribution, insurance brokerage services, and securitization of credits. The company serves customers in residential, industrial, commercial, and rural markets. It serves approximately 6.7 million clients in nine Brazilian states. Energisa S.A. was founded in 1905 and is headquartered in Cataguases, Brazil.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.energisa.c	LTM as of	30/09/2020
Employees	14,757	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BB-

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/16/20)	19.42
52-Week Low (3/23/20)	10.35
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	17.01
% of 52-Week High	92.8%
% of 52-Week Low	166.0%
% of 52-Week Range	83.8%
Total Basic Common Shares	1,815
Market Capitalization	30,866
Plus: Total Debt	15,295
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	635
Less: Cash and ST Investments	(5,100)
Enterprise Value	45,929

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	2,680	4,245	2,680	5,100
Total Receivables	3,524	4,888	5,678	5,475
Inventory	57	71	123	146
Other Current Assets	837	1,833	1,378	1,110
Total Current Assets	**7,099**	**11,037**	**9,858**	**11,842**
Net Property, Plant & Equipment	178	210	335	387
Long-term Investments	187	157	444	446
Other Long-Term Assets	14,584	25,014	28,683	30,592
Total Assets	**22,048**	**36,418**	**39,320**	**43,267**
Accounts Payable	1,418	1,653	1,988	2,175
Current Portion of Long Term Debt	1,936	2,087	2,510	3,825
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	22	18
Other Current Liabilities	2,391	3,798	3,014	3,160
Total Current Liabilities	**5,745**	**7,538**	**7,534**	**10,578**
Long-Term Debt	6,955	13,612	14,608	13,470
Capital Leases	-	-	30	33
Other Non-Current Liabilities	2,681	7,902	9,157	9,952
Total Liabilities	**16,323**	**29,711**	**32,094**	**34,762**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	941	659	764	835
Total Common Equity	3,843	5,388	5,698	6,854
Total Liabilities And Equity	**22,048**	**36,418**	**39,320**	**43,267**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	15.5%	15.8%	26.1%	4.2%
EBITDA	12.4%	29.4%	25.1%	17.5%
Net Income	261.1%	105.6%	(60.3%)	110.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	36.1%	41.3%	19.2%	10.5%
EBITDA	26.8%	37.5%	16.8%	17.6%
Net Income	14.0%	41.7%	10.2%	10.2%
Profitability				
Return on Assets	3.8%	3.8%	3.6%	4.1%
Return on Capital	6.2%	6.2%	6.1%	6.7%
Return on Equity	12.0%	21.8%	8.4%	25.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	13.8%	9.8%	11.3%	13.4%
EBITDA Margin	15.4%	17.2%	16.8%	19.4%
Net Income Margin	4.1%	7.3%	2.3%	3.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	13,637	15,788	19,903	19,445
Cost Of Revenues	11,749	14,247	17,658	16,834
Gross Profit	**1,888**	**1,541**	**2,245**	**2,611**
Selling General & Admin Exp.	593	743	1,084	926
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	3	(968)	(1,039)	(977)
Operating Income	**1,291**	**1,766**	**2,201**	**2,662**
Net Interest Exp.	(638)	(667)	(819)	(710)
EBT Excl. Unusual Items	653	824	850	2,205
Total Unusual Items	(46)	1,093	132	(67)
EBT Incl. Unusual Items	607	1,917	982	2,201
Income Tax Expense	34	738	454	493
Earnings from Cont. Ops.	573	1,180	527	1,708
Net Income	**559**	**1,148**	**455**	**1,668**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

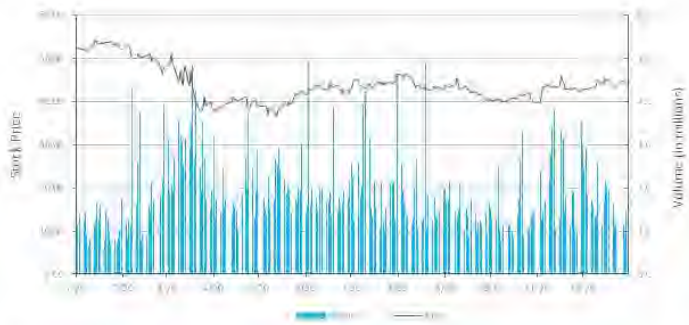
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Engie Brasil Energia S.A. (BOVESPA:EGIE3) - Business Description

Engie Brasil Energia S.A., together with its subsidiaries, generates, sells, and trades in electrical energy in Brazil. The company operates 60 plants, including 11 hydroelectric power plants, 4 thermal power plants, and 45 complementary plants, which comprise 3 biomass, 38 wind farms, 2 photovoltaic solar power plants, and 2 small hydroelectric plants in the 21 states of Brazil. As of December 31, 2019, it had an installed capacity of 10,431.2 megawatts. The company also transports natural gas through 4,500 km of gas pipelines in the Southeast, Northeast, and North regions of Brazil. In addition, it engages in manufacture, wholesale, retail sale, operation, and maintenance of solar panels. The company was formerly known as Tractebel Energia S.A. and changed its name to Engie Brasil Energia S.A. in July 2016. The company was incorporated in 2005 and is headquartered in Florianópolis, Brazil. Engie Brasil Energia S.A. operates as a subsidiary of ENGIE SA.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.engieenergy	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,286	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/22/20)	54.23
52-Week Low (5/14/20)	33.60
Daily Volume	1.0
Current Price (12/31/20)	43.94
% of 52-Week High	80.9%
% of 52-Week Low	130.8%
% of 52-Week Range	44.6%
Total Basic Common Shares	816
Market Capitalization	35,852
Plus: Total Debt	15,735
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	4
Less: Cash and ST Investments	(2,994)
Enterprise Value	48,597

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	2,232	2,693	4,166	5,997
Total Receivables	1,093	1,355	1,629	1,845
Inventory	98	126	221	259
Other Current Assets	313	383	729	1,001
Total Current Assets	**3,736**	**4,557**	**6,746**	**9,105**
Net Property, Plant & Equipment	11,678	14,635	15,492	15,881
Long-term Investments	2,264	2,318	5,287	4,634
Other Long-Term Assets	1,890	2,226	2,611	3,017
Total Assets	**19,569**	**23,736**	**30,136**	**34,598**
Accounts Payable	498	588	765	681
Current Portion of Long Term Debt	3,078	671	2,851	3,384
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	29	29
Other Current Liabilities	2,101	2,911	2,344	1,781
Total Current Liabilities	**5,676**	**4,170**	**5,980**	**5,881**
Long-Term Debt	3,680	9,068	12,012	15,205
Capital Leases	-	-	114	110
Other Non-Current Liabilities	3,369	4,148	5,023	6,051
Total Liabilities	**12,730**	**17,411**	**23,133**	**27,244**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	4	4	4	4
Total Common Equity	6,831	6,316	6,995	7,351
Total Liabilities And Equity	**19,569**	**23,736**	**30,136**	**34,598**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	8.8%	25.5%	11.5%	21.0%
EBITDA	9.3%	26.5%	16.3%	10.9%
Net Income	29.5%	15.5%	(0.2%)	(2.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	7.4%	9.6%	8.7%	11.5%
EBITDA	1.9%	7.5%	12.0%	12.9%
Net Income	5.1%	10.0%	10.8%	11.5%
Profitability				
Return on Assets	10.2%	10.6%	9.7%	8.9%
Return on Capital	14.9%	15.5%	13.8%	11.8%
Return on Equity	29.8%	35.2%	34.7%	29.4%
Margin Analysis				
Gross Margin	42.9%	44.6%	42.3%	38.9%
EBITDA Margin	48.9%	49.3%	51.5%	47.4%
Net Income Margin	28.6%	26.3%	23.6%	21.1%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	7,010	8,795	9,804	11,865
Cost Of Revenues	4,004	4,876	5,653	6,834
Gross Profit	**3,006**	**3,919**	**4,152**	**5,032**
Selling General & Admin Exp.	227	236	282	305
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(3)	4	(320)	(326)
Operating Income	**2,782**	**3,680**	**4,190**	**5,424**
Net Interest Exp.	(196)	(654)	(1,166)	(1,642)
EBT Excl. Unusual Items	2,585	3,007	3,093	3,795
Total Unusual Items	38	(39)	(5)	(254)
EBT Incl. Unusual Items	2,623	2,968	3,088	3,542
Income Tax Expense	619	652	777	927
Earnings from Cont. Ops.	2,005	2,315	2,311	2,615
Net Income	**2,003**	**2,314**	**2,310**	**2,614**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

ENGIE SA (ENXTPA:ENGI) - Business Description

ENGIE SA engages in the power, natural gas, and energy services businesses. The company operates through USA & Canada, France Excluding Infrastructures, France Infrastructures, Rest of Europe, Latin America, Middle East, Asia, & Africa, and Others segments. It engages in the generation and sale of power through nuclear, thermal, solar, wind, biogas, and biomass resources, and seawater desalination activities, as well as offers engineering services in the areas of energy, hydraulics, and infrastructure. The company also provides energy sales and services for buildings and industry, cities and regions, and infrastructures, as well as to individual and professional customers; and operates natural gas transportation, storage, and distribution networks and facilities, and LNG terminals primarily in France, as well as sells access rights to these terminals. In addition, it is involved in the development, construction, financing, operation, and maintenance of various renewable power generation assets, including hydraulic, wind, and photovoltaic; design, financing, building, and operation of decentralized energy production and distribution facilities; and design of cryogenic membrane containment systems for sea transportation and storage of LNG onshore and offshore. The company was formerly known as GDF SUEZ S.A. and changed its name to

Stock Exchange	ENXTPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.engie.com	LTM as of	30/06/2020
Employees	171,000	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	BBB+

VALUATION

LTM as of	30/06/2020
52-Week High (02/19/20)	16.80
52-Week Low (4/03/20)	9.63
Daily Volume	1.4
Current Price (12/31/20)	**12.52**
% of 52-Week High	74.5%
% of 52-Week Low	145.1%
% of 52-Week Range	47.7%
Total Basic Common Shares	2,413
Market Capitalization	**30,212**
Plus: Total Debt	31,059
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	4,754
Less: Cash and ST Investments	(15,953)
Enterprise Value	**60,072**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Cash & ST Investments	16,907	19,757	20,072	15,953
Total Receivables	26,977	31,324	32,114	19,464
Inventory	4,161	4,158	3,617	3,401
Other Current Assets	9,684	6,747	4,693	20,556
Total Current Assets	**57,729**	**61,986**	**60,496**	**59,493**
Net Property, Plant & Equipment	51,061	48,917	51,958	50,010
Long-term Investments	10,833	11,339	13,161	11,602
Other Long-Term Assets	30,518	31,460	34,178	29,168
Total Assets	**150,141**	**153,702**	**159,793**	**150,173**
Accounts Payable	15,983	19,192	18,683	15,992
Current Portion of Long Term Debt	3,727	2,335	4,525	3,201
Curr. Port. of Cap. Leases	152	118	578	578
Other Current Liabilities	34,938	36,246	34,088	36,716
Total Current Liabilities	**54,800**	**57,891**	**57,874**	**56,393**
Long-Term Debt	25,255	26,431	26,250	28,467
Capital Leases	330	262	1,935	1,892
Other Non-Current Liabilities	15,953	17,394	23,797	28,328
Total Liabilities	**102,178**	**107,369**	**116,806**	**114,810**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	5,840	5,391	4,950	4,785
Total Common Equity	36,283	35,551	33,087	30,745
Total Liabilities And Equity	**150,141**	**153,702**	**159,793**	**150,173**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(8.1%)	(4.4%)	5.4%	4.4%
EBITDA	0.4%	(10.3%)	24.8%	10.9%
Net Income	(418.1%)	(21.7%)	(8.7%)	(143.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(9.3%)	(8.3%)	(4.3%)	(3.8%)
EBITDA	(12.0%)	(10.2%)	(3.1%)	(2.4%)
Net Income	(3.1%)	NM	(16.6%)	NM
Profitability				
Return on Assets	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%
Return on Capital	3.6%	3.7%	3.9%	3.9%
Return on Equity	4.0%	1.3%	4.2%	(1.8%)
Margin Analysis				
Gross Margin	47.2%	32.1%	33.5%	32.2%
EBITDA Margin	14.4%	13.6%	16.0%	16.5%
Net Income Margin	2.2%	1.8%	1.6%	(1.0%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Revenues	59,576	56,957	60,058	57,340
Cost Of Revenues	31,465	38,650	39,950	37,072
Gross Profit	**28,111**	**18,307**	**20,108**	**20,174**
Selling General & Admin Exp.	10,169	10,736	11,599	11,580
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	13,310	3,141	3,831	3,708
Operating Income	**4,632**	**4,430**	**4,678**	**4,886**
Net Interest Exp.	(679)	(599)	(667)	(611)
EBT Excl. Unusual Items	3,770	3,401	3,937	3,918
Total Unusual Items	(2,423)	(2,137)	(1,649)	(2,949)
EBT Incl. Unusual Items	1,347	1,264	2,288	971
Income Tax Expense	(395)	704	640	810
Earnings from Cont. Ops.	1,742	560	1,648	(483)
Net Income	**1,320**	**1,033**	**984**	**(1,076)**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

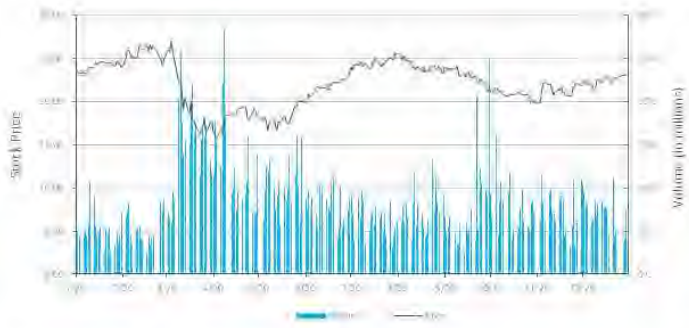
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Equatorial Energia S.A. (BOVESPA:EQTL3) - Business Description

Equatorial Energia S.A., through its subsidiaries, generates, transmits, and distributes electricity in Brazil. It primarily distributes electric energy in the 217 municipalities of Maranhão State with a concession area of approximately 331,937 square kilometers serving approximately 6.9 million clients. The company also distributes electric in a concession area covering 1,247,955 square kilometers serving approximately 8.3 million consumers in 144 municipalities of Pará State. In addition, it is involved in the electricity trading business. The company was founded in 1958 and is based in Brasilia, Brazil.

Stock Exchange	BOVESPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.equatorial.e	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,166	Filing Currency:	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	NR



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (03/04/20)	28.92
52-Week Low (3/23/20)	13.73
Daily Volume	1.2
Current Price (12/31/20)	23.16
% of 52-Week High	80.0%
% of 52-Week Low	153.1%
% of 52-Week Range	66.1%
Total Basic Common Shares	1,011
Market Capitalization	23,403
Plus: Total Debt	17,274
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	1,833
Less: Cash and ST Investments	(7,910)
Enterprise Value	35,552

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	4,173	4,744	5,606	7,910
Total Receivables	2,980	3,873	5,247	6,155
Inventory	16	25	32	32
Other Current Assets	325	787	534	913
Total Current Assets	**7,494**	**9,430**	**11,419**	**15,010**
Net Property, Plant & Equipment	11	14	47	46
Long-term Investments	471	261	165	687
Other Long-Term Assets	9,513	15,802	25,899	27,393
Total Assets	**17,488**	**25,506**	**37,530**	**43,136**
Accounts Payable	1,156	1,473	1,867	1,510
Current Portion of Long Term Debt	1,218	2,819	1,887	2,157
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	11	10
Other Current Liabilities	1,700	2,150	2,391	1,994
Total Current Liabilities	**4,074**	**6,442**	**6,154**	**7,669**
Long-Term Debt	5,772	8,732	14,922	15,089
Capital Leases	-	-	19	19
Other Non-Current Liabilities	(30)	1,865	3,336	3,962
Total Liabilities	**10,778**	**17,996**	**26,094**	**28,633**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	962	957	1,662	1,870
Total Common Equity	4,786	5,596	8,111	9,772
Total Liabilities And Equity	**17,488**	**25,506**	**37,530**	**42,136**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	14.1%	24.0%	67.0%	39.7%
EBITDA	13.6%	47.1%	101.1%	36.8%
Net Income	40.0%	(8.0%)	163.2%	86.7%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	25.8%	19.0%	22.6%	18.7%
EBITDA	30.0%	37.0%	32.1%	29.8%
Net Income	48.9%	68.0%	30.5%	15.3%
Profitability				
Return on Assets	5.5%	6.3%	9.1%	9.1%
Return on Capital	7.7%	8.8%	12.9%	11.5%
Return on Equity	22.7%	18.9%	33.3%	33.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	24.5%	21.0%	27.1%	31.0%
EBITDA Margin	19.6%	23.2%	28.0%	31.4%
Net Income Margin	11.0%	8.2%	12.9%	16.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	9,071	11,253	18,796	19,082
Cost Of Revenues	6,849	8,895	13,708	13,181
Gross Profit	**2,223**	**2,358**	**5,088**	**5,599**
Selling General & Admin Exp.	1,117	640	1,062	1,310
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(285)	(460)	(587)	(913)
Operating Income	**1,391**	**2,178**	**4,613**	**5,201**
Net Interest Exp.	(428)	(924)	(856)	(807)
EBT Excl. Unusual Items	1,278	1,657	4,175	5,450
Total Unusual Items	(37)	(361)	(495)	(669)
EBT Incl. Unusual Items	1,241	1,296	3,680	4,781
Income Tax Expense	36	134	964	1,017
Earnings from Cont. Ops.	1,205	1,161	2,716	3,765
Net Income	**997**	**918**	**2,416**	**2,886**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

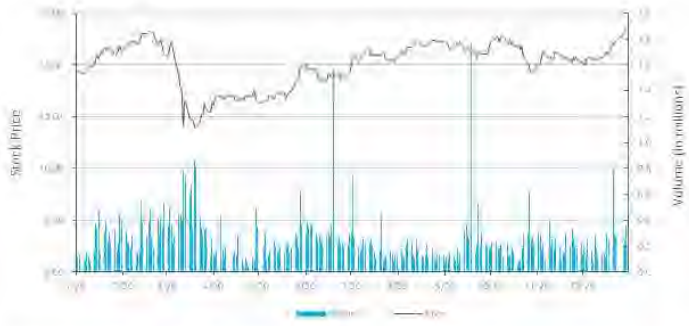
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

ERG S.p.A. (BIT:ERG) - Business Description

ERG S.p.A., through its subsidiaries, produces energy through renewable sources in Italy, France, Germany, Poland, Bulgaria, Romania, and the United Kingdom. The company generates electricity through wind, solar, hydroelectric, and thermoelectric power plants, as well as natural gas cogeneration plants. As of December 31, 2019, it had wind farms installed capacity of 1,929 MW; solar plants installed capacity of 141 MW; hydroelectric plants installed capacity of 527 MW; and thermoelectric plants installed capacity of 480 MW. The company was founded in 1938 and is headquartered in Genoa, Italy. ERG S.p.A. is a subsidiary of San Quirico S.p.A.

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.erg.eu	LTM as of	30/09/2020
Employees	773	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Independent Pol	S&P LT Rating	n/a



VALUATION

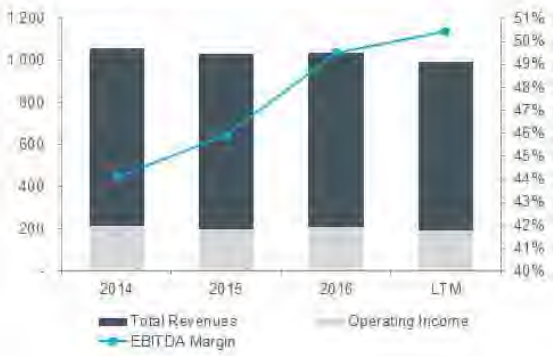
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/30/20)	25.72
52-Week Low (3/23/20)	13.17
Daily Volume	0.3
Current Price (12/31/20)	23.40
% of 52-Week High	90.7%
% of 52-Week Low	177.7%
% of 52-Week Range	97.0%
Total Basic Common Shares	149
Market Capitalization	3,484
Plus: Total Debt	2,099
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	11
Less: Cash and ST Investments	(678)
Enterprise Value	4,916

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	813	774	654	678
Total Receivables	285	364	292	185
Inventory	21	22	22	23
Other Current Assets	359	57	48	-
Total Current Assets	**1,477**	**1,217**	**1,015**	**1,166**
Net Property, Plant & Equipment	2,182	2,288	2,336	2,372
Long-term Investments	62	91	23	63
Other Long-Term Assets	941	1,102	1,228	1,283
Total Assets	**4,661**	**4,698**	**4,603**	**4,884**
Accounts Payable	127	92	88	92
Current Portion of Long Term Debt	203	311	119	288
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	7	-
Other Current Liabilities	224	125	111	135
Total Current Liabilities	**555**	**528**	**326**	**515**
Long-Term Debt	1,789	1,868	2,033	2,099
Capital Leases	-	-	70	-
Other Non-Current Liabilities	440	473	365	351
Total Liabilities	**2,784**	**2,869**	**2,805**	**2,935**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	12	11
Total Common Equity	1,877	1,829	1,775	1,724
Total Liabilities And Equity	**4,661**	**4,698**	**4,603**	**4,884**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	2.1%	(2.5%)	0.4%	(2.5%)
EBITDA	3.8%	1.5%	8.2%	3.0%
Net Income	68.9%	(35.9%)	(76.2%)	663.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(27.4%)	(26.6%)	0.4%	(25.8%)
EBITDA	1.3%	4.7%	9.3%	3.6%
Net Income	6.5%	36.1%	(8.0%)	NM
Profitability				
Return on Assets	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%
Return on Capital	3.5%	3.1%	3.2%	3.0%
Return on Equity	5.9%	5.6%	1.8%	2.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	54.0%	56.2%	59.5%	59.7%
EBITDA Margin	44.1%	45.9%	49.8%	49.4%
Net Income Margin	19.6%	12.9%	3.0%	5.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,058	1,031	1,036	980
Cost Of Revenues	487	451	419	390
Gross Profit	**571**	**580**	**616**	**590**
Selling General & Admin Exp.	95	97	92	90
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	261	284	318	310
Operating Income	**216**	**199**	**207**	**190**
Net Interest Exp.	(24)	(27)	(40)	(41)
EBT Excl. Unusual Items	155	134	76	72
Total Unusual Items	(14)	10	(24)	(30)
EBT Incl. Unusual Items	140	144	52	44
Income Tax Expense	33	40	20	8
Earnings from Cont. Ops.	107	104	33	37
Net Income	**207**	**133**	**32**	**36**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution



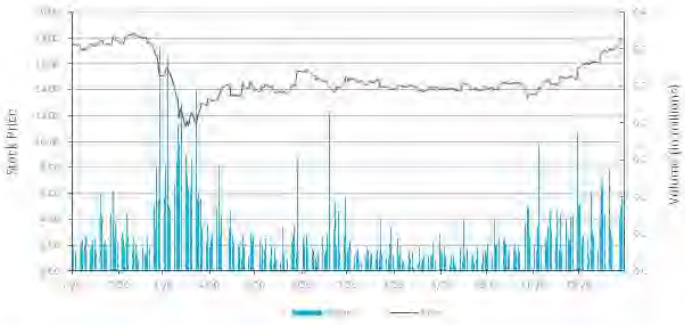
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

EVN AG (WBAG:EVN) - Business Description

EVN AG provides energy and environmental services for household, commercial, and industrial customers, as well as municipalities in Austria, Bulgaria, North Macedonia, Croatia, Germany, and Albania. The company operates through Energy, Generation, Networks, South East Europe, Environmental, and Other segments. It generates electricity from thermal sources and renewable energies, and procures, trades, and sells electricity and natural gas to end customers and on wholesale markets, as well as generates and sells heat. The company also operates regional electricity and natural gas networks, as well as cable TV and telecommunications networks. In addition, it is involved in drinking water supply, wastewater disposal and treatment, thermal waste utilisation, and international project business activities. The company was founded in 1922 and is headquartered in Maria Enzersdorf, Austria. EVN AG is a subsidiary of NÖ Landes-Beteiligungsholding GmbH.

Stock Exchange	WBAG	Latest Fiscal Year	[illegible]
Website	www.evn.at	LTM as of	[illegible]
Employees	7,426	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	[illegible]



VALUATION	
LTM as of	[illegible]
52-Week High (02/11/20)	[illegible]
52-Week Low (3/16/20)	[illegible]
Daily Volume	[illegible]
Current Price (12/31/20)	17.88
% of 52-Week High	97.4%
% of 52-Week Low	162.5%
% of 52-Week Range	93.5%
Total Basic Common Shares	178
Market Capitalization	3,185
Plus: Total Debt	1,275
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	251
Less: Cash and ST Investments	(468)
Enterprise Value	4,211

(in millions)	Fiscal Year Ending, 9/30/18	9/30/19	9/30/20	LTM [illegible]
Total Cash & ST Investments	354	336	468	[illegible]
Total Receivables	451	365	397	[illegible]
Inventory	95	104	67	[illegible]
Other Current Assets	49	52	97	[illegible]
Total Current Assets	949	858	936	[illegible]
Net Property, Plant & Equipment	3,439	3,580	3,703	[illegible]
Long-term Investments	3,075	3,396	3,243	[illegible]
Other Long-Term Assets	368	356	481	[illegible]
Total Assets	7,831	8,189	8,366	[illegible]
Accounts Payable	337	301	293	[illegible]
Current Portion of Long Term Debt	89	69	35	[illegible]
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	5	[illegible]
Other Current Liabilities	642	534	685	[illegible]
Total Current Liabilities	1,068	903	1,024	[illegible]
Long-Term Debt	1,041	990	1,046	[illegible]
Capital Leases	5	4	73	[illegible]
Other Non-Current Liabilities	1,105	1,226	1,158	[illegible]
Total Liabilities	3,479	3,380	3,561	[illegible]
Total Pref. Equity	-	-	-	[illegible]
Minority Interest	260	257	261	[illegible]
Total Common Equity	3,833	4,296	4,282	[illegible]
Total Liabilities And Equity	7,831	8,189	8,366	[illegible]

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 9/30/18	9/30/19	9/30/20	LTM [illegible]
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(6.1%)	6.1%	(4.4%)	[illegible]
EBITDA	(11.0%)	2.2%	(0.0%)	[illegible]
Net Income	1.4%	18.8%	(33.9%)	[illegible]
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(0.2%)	2.3%	(0.2%)	[illegible]
EBITDA	0.0%	35.0%	2.5%	[illegible]
Net Income	18.4%	NM	6.2%	[illegible]
Profitability				
Return on Assets	1.9%	1.7%	1.4%	[illegible]
Return on Capital	2.8%	2.5%	2.1%	[illegible]
Return on Equity	7.7%	7.6%	5.0%	[illegible]
Margin Analysis				
Gross Margin	40.7%	38.4%	43.0%	[illegible]
EBITDA Margin	22.5%	21.7%	22.7%	[illegible]
Net Income Margin	12.1%	13.8%	9.4%	[illegible]

(in millions)	Fiscal Year Ending, 9/30/18	9/30/19	9/30/20	LTM [illegible]
Total Revenues	2,100	2,229	2,131	[illegible]
Cost Of Revenues	1,246	1,372	1,214	[illegible]
Gross Profit	854	856	917	[illegible]
Selling General & Admin Exp.	367	366	367	[illegible]
R & D Exp.	-	-	-	[illegible]
Other Operating Expenses	273	277	359	[illegible]
Operating Income	214	213	192	[illegible]
Net Interest Exp.	(16)	(13)	(6)	[illegible]
EBT Excl. Unusual Items	376	329	276	[illegible]
Total Unusual Items	(20)	45	(19)	[illegible]
EBT Incl. Unusual Items	356	374	257	[illegible]
Income Tax Expense	76	47	29	[illegible]
Earnings from Cont. Ops.	280	327	229	[illegible]
Net Income	255	302	200	[illegible]

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

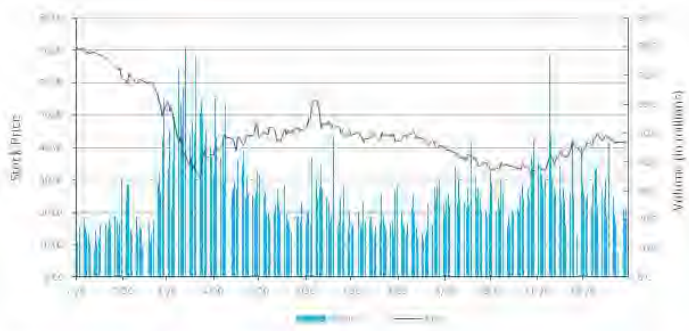
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Exxon Mobil Corporation (NYSE:XOM) - Business Description

Exxon Mobil Corporation explores for and produces crude oil and natural gas in the United States, Canada/other Americas, Europe, Africa, Asia, and Australia/Oceania. It operates through Upstream, Downstream, and Chemical segments. The company is also involved in the manufacture, trade, transport, and sale of crude oil, petroleum products, and other specialty products, and manufactures and markets petrochemicals, including olefins, polyolefins, aromatics, and various other petrochemicals. As of December 31, 2019, it had approximately 23,857 net operated wells with proved reserves of 22.4 billion oil-equivalent barrels. In addition, the company produces raw materials, such as polypropylene and isopropyl alcohol for medical masks, gowns, and hand sanitizer. The company was founded in 1870 and is based in Irving, Texas.

Stock Exchange	NYSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	corporate.exxon	LTM as of	30/09/2020
Employees	74,900	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Integrated Oil &	S&P LT Rating	AA



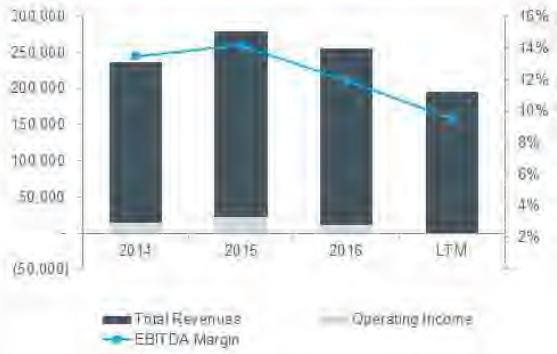
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/03/20)	71.45
52-Week Low (3/23/20)	30.11
Daily Volume	20.8
Current Price (12/31/20)	41.22
% of 52-Week High	57.8%
% of 52-Week Low	136.9%
% of 52-Week Range	29.9%
Total Basic Common Shares	4,278
Market Capitalization	174,288
Plus: Total Debt	68,799
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	7,218
Less: Cash and ST Investments	(8,838)
Enterprise Value	241,467

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,177	3,042	3,089	8,838
Total Receivables	25,597	24,701	26,966	19,474
Inventory	16,992	18,958	18,928	17,808
Other Current Assets	1,368	1,272	1,469	2,607
Total Current Assets	**47,134**	**47,973**	**50,052**	**48,693**
Net Property, Plant & Equipment	252,630	247,101	259,651	263,426
Long-term Investments	24,528	26,592	29,481	34,469
Other Long-Term Assets	24,399	24,530	23,413	24,285
Total Assets	**348,691**	**346,196**	**362,597**	**356,043**
Accounts Payable	21,701	21,063	24,694	23,344
Current Portion of Long Term Debt	4,766	4,070	1,617	-
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	1,310	-
Other Current Liabilities	31,304	32,005	36,368	23,125
Total Current Liabilities	**57,771**	**57,138**	**63,989**	**56,468**
Long-Term Debt	23,079	19,235	24,672	40,631
Capital Leases	1,327	1,303	6,291	-
Other Non-Current Liabilities	58,390	56,524	54,151	53,551
Total Liabilities	**147,379**	**140,934**	**156,371**	**156,219**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	6,812	6,734	7,288	7,324
Total Common Equity	187,688	191,794	191,650	177,460
Total Liabilities And Equity	**348,691**	**346,196**	**362,597**	**356,043**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	18.2%	17.8%	(8.5%)	(24.8%)
EBITDA	37.5%	23.8%	(22.9%)	(43.2%)
Net Income	151.4%	5.7%	(31.2%)	(77.7%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(10.8%)	(6.5%)	(6.9%)	(7.6%)
EBITDA	(13.4%)	(7.2%)	(9.9%)	(12.1%)
Net Income	(15.2%)	(8.5%)	(15.1%)	(20.1%)
Profitability				
Return on Assets	2.6%	3.9%	2.1%	(0.2%)
Return on Capital	3.9%	5.7%	3.0%	(0.2%)
Return on Equity	10.8%	10.9%	7.4%	1.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	32.9%	31.7%	30.2%	31.4%
EBITDA Margin	13.6%	14.2%	11.9%	9.6%
Net Income Margin	8.3%	7.5%	5.6%	1.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	237,162	279,332	255,583	195,900
Cost Of Revenues	159,053	190,752	178,431	134,955
Gross Profit	**78,109**	**88,580**	**77,152**	**61,945**
Selling General & Admin Exp.	13,583	13,766	13,437	12,081
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	50,352	53,275	52,084	50,309
Operating Income	**14,074**	**21,539**	**11,631**	**(985)**
Net Interest Exp.	(601)	(766)	(830)	(1,046)
EBT Excl. Unusual Items	20,340	29,660	17,456	1,544
Total Unusual Items	(1,666)	1,293	2,600	2,600
EBT Incl. Unusual Items	18,674	30,953	20,056	4,144
Income Tax Expense	(1,174)	9,532	5,282	1,092
Earnings from Cont. Ops.	19,848	21,421	14,774	3,052
Net Income	**19,710**	**20,840**	**14,340**	**3,320**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution



Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Falck Renewables S.p.A. (BIT:FKR) - Business Description

Falck Renewables S.p.A., together with its subsidiaries, develops, designs, builds, and manages plants that generate clean energy. The company operates wind energy, biomass energy, waste-to-energy, and photovoltaic energy plants, as well as storage systems. It also provides renewable energy production facilities management services; and engineering and consulting services to develop projects for electricity generation primarily in solar and wind energy sectors. As of December 31, 2019, the company had an installed capacity of approximately 1086.3 MW. It operates in Italy, the United Kingdom, Germany, France, Spain, the United States, Japan, Sweden, Mexico, and internationally. The company was formerly known as Actelios SpA and changed its name to Falck Renewables S.p.A. in August 2010. Falck Renewables S.p.A. was founded in 2002 and is based in Milan, Italy. Falck Renewables S.p.A. is a subsidiary of Falck SpA.

Stock Exchange	BIT	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.falckrenew	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	499	**Filing Currency:**	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	**S&P LT Rating**	n/a

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/30/20)	6.50
52-Week Low (3/16/20)	3.13
Daily Volume	1.1
Current Price (12/31/20)	6.59
% of 52-Week High	100.0%
% of 52-Week Low	210.7%
% of 52-Week Range	100.0%
Total Basic Common Shares	289
Market Capitalization	1,906
Plus: Total Debt	-
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	-
Enterprise Value	1,906

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	262	220	132	
Total Receivables	130	130	129	
Inventory	5	6	30	
Other Current Assets	1	12	15	
Total Current Assets	**397**	**369**	**306**	
Net Property, Plant & Equipment	1,022	1,043	1,267	
Long-term Investments	23	26	25	
Other Long-Term Assets	147	181	191	
Total Assets	**1,589**	**1,618**	**1,789**	
Accounts Payable	43	48	71	
Current Portion of Long Term Debt	89	78	90	
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	5	
Other Current Liabilities	35	55	40	
Total Current Liabilities	**167**	**181**	**205**	
Long-Term Debt	771	701	698	
Capital Leases	-	-	76	
Other Non-Current Liabilities	57	71	86	
Total Liabilities	**1,043**	**1,008**	**1,123**	
Total Pref. Equity	-	-	-	
Minority Interest	48	55	58	
Total Common Equity	449	501	550	
Total Liabilities And Equity	**1,589**	**1,618**	**1,789**	

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	15.6%	16.4%	11.5%	7.5%
EBITDA	10.8%	35.7%	3.3%	(11.5%)
Net Income	(602.9%)	120.6%	10.9%	(15.9%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	1.0%	5.8%	8.6%	8.2%
EBITDA	(2.0%)	4.5%	8.1%	8.4%
Net Income	NM	23.7%	71.1%	16.2%
Profitability				
Return on Assets	3.0%	4.5%	4.2%	3.9%
Return on Capital	3.4%	5.3%	5.1%	5.0%
Return on Equity	6.5%	11.4%	10.9%	9.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	48.8%	50.2%	48.3%	45.8%
EBITDA Margin	45.9%	53.6%	49.6%	46.6%
Net Income Margin	6.9%	13.0%	12.9%	10.4%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	289	336	374	382
Cost Of Revenues	148	167	193	207
Gross Profit	**141**	**169**	**181**	**175**
Selling General & Admin Exp.	69	63	70	70
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(2)	(9)	(4)	(4)
Operating Income	**73**	**114**	**115**	**109**
Net Interest Exp.	(36)	(41)	(42)	(40)
EBT Excl. Unusual Items	40	76	78	81
Total Unusual Items	2	0	(0)	6
EBT Incl. Unusual Items	42	77	78	89
Income Tax Expense	11	17	15	15
Earnings from Cont. Ops.	31	60	63	74
Net Income	**20**	**44**	**48**	**60**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

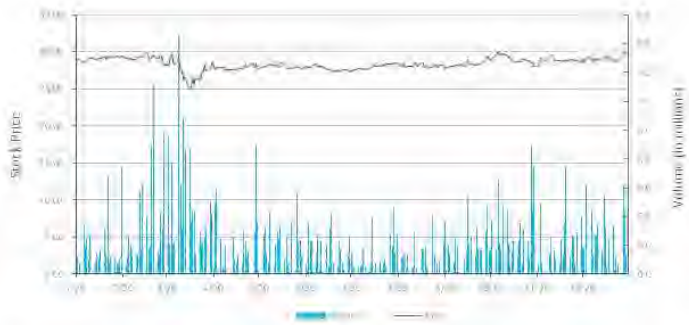
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Fluxys Belgium SA (ENXTBR:FLUX) - Business Description

Fluxys Belgium SA engages in the transmission and storage of natural gas in Belgium. The company sells capacity to its customers to transport natural gas for distribution system operators, power plants, and industrial end-users in Belgium, as well as to send natural gas to border points for transmission to other end-user markets in Europe. It also provides a package of gas trading services that allow its customers to buy and sell gas on Belgian gas trading places, and storage services enabling customers to use buffer capacity. The company, through Zeebrugge terminal, sells capacity for loading and unloading liquefied natural gas (LNG) carriers, storing LNG, and regasifying it for transmission on the network; loading of LNG trailers or containers to supply local networks or industrial sites in Europe; and supplies filling stations for LNG-fueled trucks and LNG-powered vessels. In addition, it is involved in the reinsurance business. The company was formerly known as Fluxys SA. The company is based in Brussels, Belgium. Fluxys Belgium SA is a subsidiary of Fluxys SA.

Stock Exchange	ENXTBR	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.fluxys.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	692	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Oil and Gas Exp	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (10/09/20)	30.40
52-Week Low (3/16/20)	23.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	30.00
% of 52-Week High	98.7%
% of 52-Week Low	130.0%
% of 52-Week Range	92.6%
Total Basic Common Shares	70
Market Capitalization	2,108
Plus: Total Debt	1,643
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(207)
Enterprise Value	3,544

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	736	443	427	487
Total Receivables	116	104	94	83
Inventory	28	29	26	26
Other Current Assets	18	17	14	7
Total Current Assets	898	593	562	587
Net Property, Plant & Equipment	2,251	2,182	2,169	2,163
Long-term Investments	81	78	90	85
Other Long-Term Assets	61	62	46	38
Total Assets	3,291	2,915	2,868	2,774
Accounts Payable	37	39	45	41
Current Portion of Long Term Debt	467	158	141	56
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	3	1
Other Current Liabilities	53	53	59	71
Total Current Liabilities	557	251	247	193
Long-Term Debt	1,753	1,724	1,683	1,632
Capital Leases	-	-	36	36
Other Non-Current Liabilities	267	253	239	216
Total Liabilities	2,577	2,228	2,205	2,177
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	714	687	663	597
Total Liabilities And Equity	3,291	2,915	2,868	2,774

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	3.6%	5.7%	0.3%	0.1%
EBITDA	4.8%	(4.3%)	4.2%	0.1%
Net Income	45.0%	(22.5%)	27.6%	24.7%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(1.6%)	(0.3%)	0.5%	0.4%
EBITDA	(2.6%)	(1.4%)	(0.2%)	0.6%
Net Income	(4.5%)	(4.5%)	2.8%	4.2%
Profitability				
Return on Assets	2.6%	2.4%	2.9%	3.1%
Return on Capital	3.0%	2.7%	3.3%	3.6%
Return on Equity	10.0%	7.8%	10.3%	12.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	70.7%	63.6%	65.1%	66.2%
EBITDA Margin	49.8%	44.8%	46.6%	49.0%
Net Income Margin	12.2%	8.9%	11.4%	12.2%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	577	609	611	610
Cost Of Revenues	169	222	213	194
Gross Profit	408	388	398	416
Selling General & Admin Exp.	129	118	112	113
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	149	150	151	152
Operating Income	129	121	135	151
Net Interest Exp.	(46)	(40)	(35)	(37)
EBT Excl. Unusual Items	82	80	98	115
Total Unusual Items	-	-	-	3
EBT Incl. Unusual Items	82	80	98	118
Income Tax Expense	12	25	29	39
Earnings from Cont. Ops.	70	54	69	79
Net Income	70	54	69	79

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

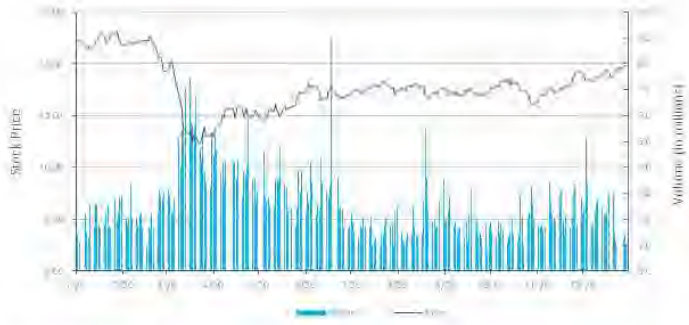
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Fortum Oyj (HLSE:FORTUM) - Business Description

Fortum Oyj, together with its subsidiaries, engages in the generation and sale of electricity and heat in the Nordic countries, Russia, Poland, India, other parts of the Baltic Rim area, and internationally. The company's Generation segment generates power through nuclear, hydro, wind, and thermal resources, and provides power portfolio optimization, trading, and industrial intelligence, as well as nuclear services. Its City Solutions develops solutions in the areas of heating, cooling, waste-to-energy, biomass, and other circular economy solutions, as well as solar power production. The company's Consumer Solutions segment engages in electricity and gas retail businesses, including the provision of invoicing, debt collection, and customer services, and electricity and related value-added products, as well as digital services. This segment serves approximately 2.4 million customers. Its Russia segment generates and sells power and heat. The company was founded in 1998 and is headquartered in Espoo, Finland.

Stock Exchange	HLSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.fortum.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	10,963	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/28/20)	23.45
52-Week Low (3/18/20)	10.35
Daily Volume	2.0
Current Price (12/31/20)	**19.70**
% of 52-Week High	84.0%
% of 52-Week Low	190.8%
% of 52-Week Range	66.5%
Total Basic Common Shares	888
Market Capitalization	**17,499**
Plus: Total Debt	10,201
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	2,724
Less: Cash and ST Investments	(2,340)
Enterprise Value	**27,836**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	4,011	702	1,448	2,340
Total Receivables	1,116	1,230	1,170	1,000
Inventory	216	233	230	1,822
Other Current Assets	575	1,181	945	6,158
Total Current Assets	**5,918**	**3,346**	**3,793**	**10,320**
Net Property, Plant & Equipment	9,883	9,350	9,704	10,772
Long-term Investments	2,205	6,179	6,667	6,344
Other Long-Term Assets	3,747	3,534	3,200	25,808
Total Assets	**21,753**	**22,409**	**23,364**	**53,645**
Accounts Payable	318	334	316	1,877
Current Portion of Long Term Debt	584	849	126	726
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	19	27
Other Current Liabilities	1,176	1,790	1,356	1,817
Total Current Liabilities	**2,078**	**2,973**	**1,817**	**16,017**
Long-Term Debt	4,207	5,051	6,103	7,784
Capital Leases	-	-	89	847
Other Non-Current Liabilities	1,703	1,836	1,617	1,830
Total Liabilities	**8,227**	**10,896**	**9,878**	**26,475**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	239	236	252	2,724
Total Common Equity	13,048	11,841	12,982	12,552
Total Liabilities And Equity	**21,753**	**22,409**	**23,364**	**53,645**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	25.0%	16.8%	3.8%	(40.7)%
EBITDA	25.4%	17.6%	17.2%	4.2%
Net Income	74.6%	(2.7%)	75.8%	55.5%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(6.9%)	(0.0%)	6.0%	15.3%
EBITDA	(12.0%)	(5.4%)	3.8%	8.4%
Net Income	(9.4%)	(5.9%)	(14.0%)	(17.1%)
Profitability				
Return on Assets	2.3%	2.7%	3.2%	1.8%
Return on Capital	2.7%	3.3%	3.9%	2.2%
Return on Equity	6.6%	6.8%	11.9%	13.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	49.6%	47.6%	50.8%	51.1%
EBITDA Margin	27.9%	28.1%	31.8%	6.3%
Net Income Margin	19.0%	15.8%	26.8%	5.2%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	4,567	5,333	5,526	35,045
Cost Of Revenues	2,301	2,795	2,721	28,918
Gross Profit	**2,266**	**2,538**	**2,805**	**6,126**
Selling General & Admin Exp.	456	459	480	824
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	1,001	1,118	1,143	5,177
Operating Income	**809**	**961**	**1,182**	**813**
Net Interest Exp.	(126)	(107)	(133)	(93)
EBT Excl. Unusual Items	762	861	1,801	1,321
Total Unusual Items	349	178	(73)	417
EBT Incl. Unusual Items	1,111	1,039	1,728	2,144
Income Tax Expense	229	181	221	315
Earnings from Cont. Ops.	882	858	1,507	1,829
Net Income	**866**	**843**	**1,482**	**1,701**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Gaztransport & Technigaz SA (ENXTPA:GTT) - Business Description

Gaztransport & Technigaz SA, an engineering company, provides cryogenic membrane containment systems for the maritime transportation and storage of liquefied natural gas (LNG). The company offers bunkering solutions, such as commercial vessel tanks, small and medium-capacity LNG carriers, bunker barges, and floating storage structures and tanks for supplying LNG to merchant vessels other than LNG carriers; and LNG fuel storage solutions and related systems for the merchant vessels that use LNG as a bunker fuel to replace the conventional fuel oils. It also provides membrane technology to LNG as fuel for the propulsion of vessels and the development of small-and medium-sized maritime and river carriers, and logistics chain services comprising onshore storage tanks redistribution terminals used to supply merchant vessels. In addition, the company licenses its technologies to shipyards. Further, it provides engineering support in emergency situations, consultancy, training, production of technical studies, and maintenance support services. The company serves shipyards, ship-owners, terminal operators, and gas companies. Gaztransport & Technigaz SA was founded in 1965 and is headquartered in Saint-Rémy-les-Chevreuse, France.

Stock Exchange	ENXTPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.gtt.fr	LTM as of	30/06/2020
Employees	449	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Oil and Gas Equipment & Services	S&P LT Rating	NR

VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (02/14/20)	102.70
52-Week Low (3/19/20)	48.75
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**79.20**
% of 52-Week High	77.1%
% of 52-Week Low	162.4%
% of 52-Week Range	56.4%
Total Basic Common Shares	37
Market Capitalization	**2,936**
Plus: Total Debt	8
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	(0)
Less: Cash and ST Investments	(199)
Enterprise Value	**2,743**

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Cash & ST Investments	100	173	169	199
Total Receivables	124	136	187	185
Inventory	-	7	11	11
Other Current Assets	1	1	3	2
Total Current Assets	**225**	**317**	**370**	**397**
Net Property, Plant & Equipment	17	17	20	25
Long-term Investments	3	3	5	4
Other Long-Term Assets	3	10	10	15
Total Assets	**248**	**347**	**405**	**441**
Accounts Payable	11	11	17	20
Current Portion of Long Term Debt	0	0	0	1
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	1
Other Current Liabilities	97	149	179	173
Total Current Liabilities	**108**	**161**	**195**	**195**
Long-Term Debt	0	2	2	6
Capital Leases	-	-	-	1
Other Non-Current Liabilities	4	4	5	5
Total Liabilities	**112**	**167**	**203**	**189**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	0	(0)	(0)
Total Common Equity	136	179	202	252
Total Liabilities And Equity	**248**	**347**	**405**	**441**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(1.7%)	6.2%	17.2%	5.1%
EBITDA	3.0%	11.4%	4.0%	11.3%
Net Income	(2.9%)	22.8%	0.4%	43.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	20.9%	2.5%	4.9%	11.4%
EBITDA	31.9%	3.9%	4.8%	12.8%
Net Income	24.0%	3.8%	4.4%	12.8%
Profitability				
Return on Assets	39.4%	54.7%	28.5%	35.1%
Return on Capital	71.6%	64.8%	55.5%	58.7%
Return on Equity	90.6%	90.4%	75.1%	80.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	95.2%	98.8%	97.5%	98.0%
EBITDA Margin	65.4%	68.6%	60.9%	66.2%
Net Income Margin	50.2%	58.1%	49.7%	56.8%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Revenues	232	246	288	303
Cost Of Revenues	2	3	7	7
Gross Profit	**230**	**243**	**281**	**296**
Selling General & Admin Exp.	78	87	106	101
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	4	(9)	4	3
Operating Income	**148**	**165**	**171**	**235**
Net Interest Exp.	0	0	0	0
EBT Excl. Unusual Items	148	166	172	236
Total Unusual Items	(10)	(6)	(1)	(1)
EBT Incl. Unusual Items	139	160	170	235
Income Tax Expense	23	17	27	33
Earnings from Cont. Ops.	116	143	143	202
Net Income	**116**	**143**	**143**	**202**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Grenergy Renovables, S.A. (BME:GRE) - Business Description

Grenergy Renovables, S.A., together with its subsidiaries, operates as an independent energy producer. It operates through Development and Construction, Energy, and Services divisions. The company designs, develops, executes, and operates renewable energy plants, including solar and wind energy plants. Its activities include promotion and commercialization of renewable energy installations, production of electric energy, and management and operation renewable energy installations. It has operations in Chile, Mexico, Peru, Colombia, Argentina, and Spain. The company was founded in 2007 and is headquartered in Madrid, Spain. Grenergy Renovables, S.A. is a subsidiary of Daruan Group Holding, S.L.

Stock Exchange	BME	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.grenergy.e	LTM as of	30/09/2020
Employees	67	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	39.50
52-Week Low (3/23/20)	6.80
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	**38.80**
% of 52-Week High	98.2%
% of 52-Week Low	456.5%
% of 52-Week Range	97.7%
Total Basic Common Shares	24
Market Capitalization	**922**
Plus: Total Debt	147
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(29)
Enterprise Value	**1,040**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3	16	36	29
Total Receivables	21	15	25	29
Inventory	13	12	9	8
Other Current Assets	0	-	-	-
Total Current Assets	**38**	**42**	**70**	**66**
Net Property, Plant & Equipment	17	15	75	142
Long-term Investments	0	0	0	-
Other Long-Term Assets	3	4	13	13
Total Assets	**57**	**61**	**158**	**222**
Accounts Payable	12	11	23	21
Current Portion of Long Term Debt	5	4	8	-
Curr. Port. of Cap. Leases	0	0	1	10
Other Current Liabilities	6	11	15	7
Total Current Liabilities	**24**	**26**	**47**	**37**
Long-Term Debt	17	10	64	121
Capital Leases	0	0	4	3
Other Non-Current Liabilities	0	0	6	6
Total Liabilities	**41**	**35**	**121**	**178**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	0	(0)	(0)	-
Total Common Equity	16	26	37	43
Total Liabilities And Equity	**57**	**61**	**158**	**222**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	125.2%	(12.6%)	143.1%	39.2%
EBITDA	(40.3%)	(618.7%)	33.8%	47.9%
Net Income	(215.7%)	176.9%	17.6%	78.3%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	0.0%	92.6%	83.8%
EBITDA	0.0%	0.0%	46.8%	88.8%
Net Income	0.0%	0.0%	46.0%	32.2%
Profitability				
Return on Assets	(3.1%)	6.3%	5.1%	0.0%
Return on Capital	(4.4%)	9.0%	7.2%	0.0%
Return on Equity	23.8%	46.1%	36.7%	0.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	8.4%	39.2%	22.6%	29.7%
EBITDA Margin	(3.3%)	19.7%	10.9%	17.8%
Net Income Margin	8.8%	28.0%	13.5%	15.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	40	35	85	102
Cost Of Revenues	36	21	65	71
Gross Profit	**3**	**14**	**19**	**30**
Selling General & Admin Exp.	2	4	5	5
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	4	4	5	7
Operating Income	**(3)**	**6**	**9**	**18**
Net Interest Exp.	(2)	(2)	(1)	(2)
EBT Excl. Unusual Items	(3)	2	6	12
Total Unusual Items	8	9	9	9
EBT Incl. Unusual Items	5	11	14	20
Income Tax Expense	1	1	3	5
Earnings from Cont. Ops.	4	10	11	16
Net Income	**4**	**10**	**11**	**16**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Grupo Energia Bogotá S.A. E.S.P. (BVC:GEB) - Business Description

Grupo Energia Bogotá S.A. E.S.P. operates in the electrical power and natural gas sectors in Colombia, Peru, Guatemala, and Brazil. The company engages in the generation, transmission, distribution, and commercialization of electrical power, as well as transportation and distribution of natural gas. It operates a network of 4,288 kilometers (km) of gas pipelines; 14,006 km of transmission lines; and 3,544 megawatt of installed capacity. The company was formerly known as Empresa de Energia de Bogotá S.A. E.S.P. Grupo Energia Bogotá S.A. E.S.P. was founded in 1896 and is headquartered in Bogotá, Colombia.

Stock Exchange	BVC	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.grupoenergia	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	140	**Filing Currency:**	COP
Primary Industry	Gas Utilities	**S&P LT Rating**	nr

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/04/20)	3,735.00
52-Week Low (3/16/20)	1,745.00
Daily Volume	1.0
Current Price (12/31/20)	2,650.00
% of 52-Week High	96.9%
% of 52-Week Low	151.9%
% of 52-Week Range	91.4%
Total Basic Common Shares	9,181
Market Capitalization	24,330,119
Plus: Total Debt	14,777,139
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	517,960
Less: Cash and ST Investments	(2,237,958)
Enterprise Value	37,389,256

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	1,714,581	1,156,310	799,587	2,237,958
Total Receivables	896,559	1,012,020	1,321,777	1,494,223
Inventory	175,416	160,581	283,588	294,120
Other Current Assets	759,075	283,500	277,648	424,298
Total Current Assets	3,545,611	2,612,411	2,583,548	4,950,599
Net Property, Plant & Equipment	9,618,704	10,158,128	11,446,609	12,118,195
Long-term Investments	6,995,729	7,654,648	8,169,422	9,648,668
Other Long-Term Assets	4,456,368	4,700,782	5,468,715	6,452,004
Total Assets	23,788,401	25,125,969	27,721,294	33,669,894
Accounts Payable	423,455	486,161	423,502	517,940
Current Portion of Long Term Debt	126,755	1,430,560	290,339	345,291
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	21,523	21,951
Other Current Liabilities	634,528	585,113	1,885,167	1,905,794
Total Current Liabilities	1,184,738	2,403,834	2,620,531	2,790,985
Long-Term Debt	8,730,150	8,081,926	9,359,319	10,942,909
Capital Leases	-	-	43,440	60,420
Other Non-Current Liabilities	1,135,995	813,755	1,307,654	1,478,201
Total Liabilities	11,436,566	11,736,016	13,700,821	15,514,247
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	925,683	938,604	962,977	977,980
Total Common Equity	11,550,469	12,516,749	13,092,519	17,099,511
Total Liabilities And Equity	23,788,401	25,125,969	27,721,294	33,669,894

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	14.2%	11.8%	22.1%	19.2%
EBITDA	(4.5%)	25.0%	18.6%	3.8%
Net Income	16.4%	16.6%	5.6%	(6.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	17.7%	15.4%	13.5%	11.1%
EBITDA	12.9%	17.1%	17.1%	13.1%
Net Income	16.8%	15.7%	17.7%	NM
Profitability				
Return on Assets	2.9%	3.5%	3.8%	3.4%
Return on Capital	3.3%	3.9%	4.2%	3.8%
Return on Equity	13.5%	14.7%	14.7%	12.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	32.7%	42.4%	43.8%	45.4%
EBITDA Margin	39.0%	43.6%	42.7%	44.9%
Net Income Margin	41.9%	43.7%	37.8%	39.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	3,578,125	4,001,754	4,887,194	5,713,734
Cost Of Revenues	2,408,375	2,304,192	2,747,559	3,119,713
Gross Profit	1,169,750	1,697,562	2,139,635	2,593,911
Selling General & Admin Exp.	91,460	436,844	459,218	487,845
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	9,732	(89,855)	93,446	144,515
Operating Income	1,068,558	1,350,773	1,586,971	1,761,550
Net Interest Exp.	(340,859)	(437,545)	(485,269)	(570,722)
EBT Excl. Unusual Items	1,661,133	2,013,969	2,589,807	3,055,136
Total Unusual Items	41,017	(87,482)	(163,914)	(158,992)
EBT Incl. Unusual Items	1,702,150	1,918,487	2,425,893	2,471,157
Income Tax Expense	133,255	86,294	471,958	575,601
Earnings from Cont. Ops.	1,568,895	1,830,193	1,953,935	1,895,556
Net Income	1,500,121	1,748,718	1,845,659	1,883,531

Sales, Operating Income (mCOP) and EBITDA Margin (%) Evolution

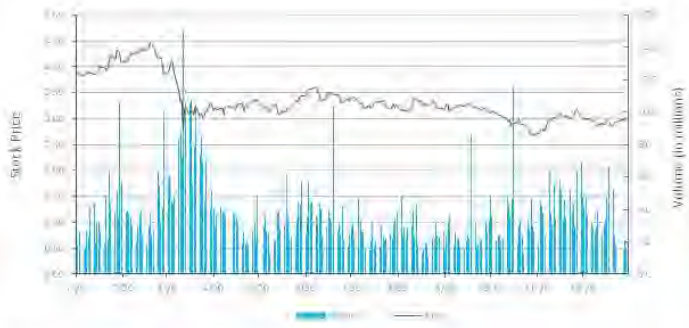
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Hera S.p.A. (BIT:HER) - Business Description

Hera S.p.A. provides gas, electricity, water cycle, environmental, and other services in Italy. The company engages in the provision of integrated water services, including the collection, treatment, distribution, sewerage, and purification of water; and design, construction, operation, and routine and unscheduled maintenance of sewerage and waste water treatment networks and plants. It is also involved in the distribution and sale of natural gas and LPG, as well as district heating and heat management; generation, distribution, and sale of electricity using sources, such as thermal, mechanical, and mechanical and hydrogen; and provision of public lighting, telecommunication, and other services. In addition, the company offers environmental services, including urban waste management services, such as separated and non-separated waste collection, as well as municipal environmental services comprising street sweeping, collection of illegally dumped refuse, graffiti removal, etc.; domestic collection of bulky waste; collection of green waste; and collection of other types of hazardous waste from specific centers, as well as treatment and recycling services. Further, it provides information system and mapping services; and other services that include engineering, customer technical work, remote control, and laboratory services. The

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.gruppohera.it	LTM as of	30/09/2020
Employees	8,993	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	BBB



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/20/20)	3.49
52-Week Low (10/30/20)	2.67
Daily Volume	1,717,...
Current Price (12/31/20)	**2.98**
% of 52-Week High	85.3%
% of 52-Week Low	112.9%
% of 52-Week Range	16.3%
Total Basic Common Shares	1,471
Market Capitalization	**4,385**
Plus: Total Debt	3,935
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	188
Less: Cash and ST Investments	(503)
Enterprise Value	**8,030**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	555	606	447	503
Total Receivables	1,900	2,017	2,356	1,944
Inventory	121	157	177	188
Other Current Assets	194	220	207	508
Total Current Assets	**2,770**	**3,000**	**3,186**	**3,044**
Net Property, Plant & Equipment	2,013	2,001	2,087	2,054
Long-term Investments	212	178	166	315
Other Long-Term Assets	3,792	3,933	4,926	4,872
Total Assets	**8,788**	**9,112**	**10,363**	**10,235**
Accounts Payable	1,396	1,360	1,392	1,178
Current Portion of Long Term Debt	91	149	194	347
Curr. Port. of Cap. Leases	2	2	19	15
Other Current Liabilities	1,046	1,400	1,385	1,565
Total Current Liabilities	**2,535**	**2,911**	**2,990**	**3,055**
Long-Term Debt	2,913	2,710	3,484	3,481
Capital Leases	14	12	76	83
Other Non-Current Liabilities	299	259	401	313
Total Liabilities	**5,921**	**6,079**	**7,152**	**6,932**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	161	186	202	168
Total Common Equity	2,545	2,661	2,809	3,074
Total Liabilities And Equity	**8,788**	**9,112**	**10,363**	**10,235**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	9.9%	8.7%	12.7%	(1.6%)
EBITDA	7.0%	4.9%	6.6%	4.2%
Net Income	21.3%	12.1%	36.8%	27.4%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	5.0%	6.8%	10.4%	8.7%
EBITDA	6.1%	4.6%	3.9%	4.2%
Net Income	16.2%	11.3%	18.5%	16.8%
Profitability				
Return on Assets	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
Return on Capital	5.1%	5.2%	5.1%	5.0%
Return on Equity	10.1%	10.7%	13.7%	13.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	24.3%	23.2%	21.2%	22.0%
EBITDA Margin	14.3%	13.8%	13.1%	13.4%
Net Income Margin	4.2%	4.4%	5.3%	5.5%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	5,926	6,445	7,266	7,050
Cost Of Revenues	4,487	4,951	5,725	5,534
Gross Profit	**1,439**	**1,494**	**1,541**	**1,516**
Selling General & Admin Exp.	595	595	588	574
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	367	393	417	424
Operating Income	**478**	**506**	**536**	**518**
Net Interest Exp.	(70)	(72)	(82)	(77)
EBT Excl. Unusual Items	397	425	437	424
Total Unusual Items	(37)	(7)	91	91
EBT Incl. Unusual Items	359	418	528	515
Income Tax Expense	93	122	126	110
Earnings from Cont. Ops.	267	297	402	405
Net Income	**251**	**282**	**386**	**393**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

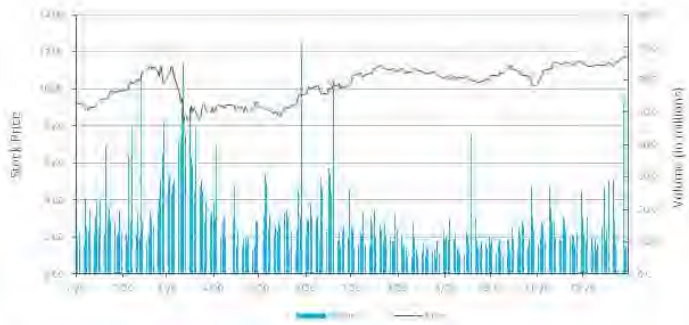
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Iberdrola, S.A. (BME:IBE) : Business Description

Iberdrola, S.A. engages in the generation, transmission, distribution and supply of electricity in Spain and internationally. It generates and markets electrical power using renewable sources, such as onshore and offshore wind, hydro, solar thermal, photovoltaic, biomass, etc. It is also involved in the purchase and sale of electricity and gas on wholesale markets, and distribution of gas. Iberdrola, S.A. is based in Bilbao, Spain.

Stock Exchange	BME	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.iberdrola.c	LTM as of	30/09/2020
Employees	35,816	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	11.83
52-Week Low (3/16/20)	7.75
Daily Volume	16.9
Current Price (12/31/20)	11.70
% of 52-Week High	98.9%
% of 52-Week Low	150.8%
% of 52-Week Range	90.8%
Total Basic Common Shares	6,127
Market Capitalization	71,684
Plus: Total Debt	41,595
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	8,843
Less: Cash and ST Investments	(2,972)
Enterprise Value	119,450

(In millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,625	3,299	2,512	2,972
Total Receivables	6,937	6,880	7,712	7,923
Inventory	1,870	2,174	2,542	2,362
Other Current Assets	1,367	989	792	1,037
Total Current Assets	**13,800**	**13,342**	**13,558**	**13,594**
Net Property, Plant & Equipment	63,725	65,554	72,429	73,479
Long-term Investments	4,288	4,286	4,851	4,910
Other Long-Term Assets	28,876	29,856	31,531	29,702
Total Assets	**110,689**	**113,038**	**122,369**	**120,485**
Accounts Payable	5,119	5,259	5,098	6,647
Current Portion of Long Term Debt	7,372	6,812	8,908	9,545
Curr. Port. of Cap. Leases	2	2	153	127
Other Current Liabilities	4,232	4,043	4,972	5,000
Total Current Liabilities	**16,726**	**16,116**	**19,131**	**19,476**
Long-Term Debt	29,633	30,940	30,443	30,104
Capital Leases	61	59	1,614	1,716
Other Non-Current Liabilities	10,193	7,157	4,953	7,148
Total Liabilities	**62,284**	**61,667**	**65,658**	**67,284**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	5,671	7,394	9,516	8,865
Total Common Equity	37,062	36,582	37,678	35,495
Total Liabilities And Equity	**110,689**	**113,038**	**122,369**	**120,485**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	8.7%	12.2%	3.9%	(2.9%)
EBITDA	(17.0%)	39.3%	5.6%	1.2%
Net Income	3.7%	7.5%	13.0%	1.2%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(1.8%)	2.5%	3.9%	1.7%
EBITDA	(4.6%)	6.2%	6.5%	5.0%
Net Income	0.3%	3.0%	7.7%	7.2%
Profitability				
Return on Assets	1.9%	3.0%	3.1%	2.8%
Return on Capital	2.8%	4.2%	4.2%	3.9%
Return on Equity	8.2%	7.8%	8.5%	8.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	42.7%	44.0%	44.6%	47.2%
EBITDA Margin	20.3%	25.3%	25.7%	28.8%
Net Income Margin	9.0%	8.5%	9.3%	10.1%

(In millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	31,263	35,076	36,438	34,220
Cost Of Revenues	17,899	19,641	20,175	18,072
Gross Profit	**13,364**	**15,435**	**16,263**	**16,148**
Selling General & Admin Exp.	5,018	5,149	5,365	5,337
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	4,990	4,883	5,120	5,101
Operating Income	**3,356**	**5,403**	**5,778**	**5,415**
Net Interest Exp.	(696)	(847)	(913)	(849)
EBT Excl. Unusual Items	2,521	4,450	4,656	4,548
Total Unusual Items	(495)	(102)	138	193
EBT Incl. Unusual Items	2,026	4,348	4,794	4,737
Income Tax Expense	(1,397)	959	914	810
Earnings from Cont. Ops.	3,423	3,389	3,880	3,927
Net Income	**2,804**	**3,014**	**3,406**	**3,524**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

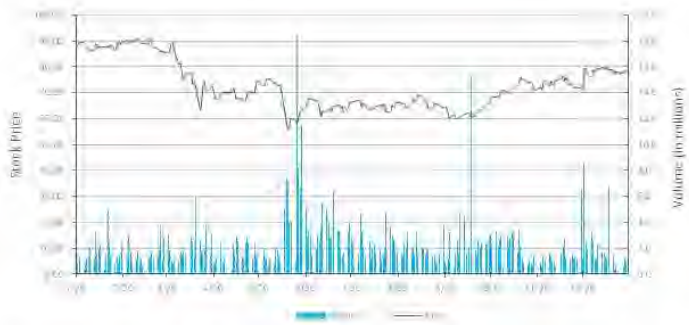
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V. (BMV:IENOVA *) - Business Description

Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V. develops, builds, and operates energy infrastructure projects in Mexico. It operates through two segments: Gas and Power. The company develops and operates various systems for receiving, transporting, compressing, storing, and delivering natural gas, ethane, and liquefied petroleum gas (LPG) in the states of Baja California, Chiapas, Chihuahua, Jalisco, Nuevo León, Sinaloa, Sonora, San Luis Potosí, Tabasco, Tamaulipas, and Veracruz. It owns and operates approximately 2,900 kilometers (km) of natural gas pipelines with an aggregate design capacity of approximately 16,400 million cubic feet per day; thirteen compression stations with an aggregate of approximately 688,900 horsepower; 190 km of pipelines with a design capacity of approximately 34,000 barrels per day for the transportation of LPG; 224 km of pipelines for transportation of ethane; an LPG storage facility in Guadalajara with a total storage capacity of 80,000 barrels; and a liquefied natural gas terminal with a storage capacity of 320,000 cubic meters in two tanks of 160,000-cubic meters each. In addition, the company owns and operates the ECOGAS natural gas distribution utility, which includes approximately 4,138 km of pipeline; serves approximately 132,000 industrial, commercial, and residential customers; and develops

Stock Exchange	BMV	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.ienova.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	1,300	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Gas Utilities	S&P LT Rating	BBB



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/26/20)	92.09
52-Week Low (5/20/20)	54.32
Daily Volume	2.8
Current Price (12/31/20)	77.57
% of 52-Week High	83.1%
% of 52-Week Low	143.1%
% of 52-Week Range	59.8%
Total Basic Common Shares	1,492
Market Capitalization	112,653
Plus: Total Debt	4,656
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	5
Less: Cash and ST Investments	(410)
Enterprise Value	116,306

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	38	52	58	410
Total Receivables	249	360	342	461
Inventory	7	4	8	3
Other Current Assets	220	48	57	48
Total Current Assets	**515**	**464**	**466**	**922**
Net Property, Plant & Equipment	3,729	4,087	4,814	5,065
Long-term Investments	523	609	626	765
Other Long-Term Assets	3,396	3,609	3,647	3,591
Total Assets	**8,164**	**8,769**	**9,553**	**10,343**
Accounts Payable	107	143	169	197
Current Portion of Long Term Debt	-	-	-	73
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	3	3
Other Current Liabilities	947	1,303	1,421	980
Total Current Liabilities	**1,054**	**1,446**	**1,594**	**1,103**
Long-Term Debt	1,806	1,750	2,052	3,143
Capital Leases	-	-	102	79
Other Non-Current Liabilities	788	792	823	980
Total Liabilities	**3,647**	**4,002**	**4,583**	**5,313**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	13	13	5
Total Common Equity	4,517	4,740	4,944	5,025
Total Liabilities And Equity	**8,164**	**8,769**	**9,553**	**10,343**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	59.4%	11.9%	0.8%	(4.8%)
EBITDA	83.8%	11.7%	(0.3%)	(8.3%)
Net Income	(53.1%)	21.6%	8.7%	12.4%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	15.0%	16.1%	13.3%	12.7%
EBITDA	20.0%	25.3%	25.1%	23.7%
Net Income	12.8%	24.8%	27.9%	10.8%
Profitability				
Return on Assets	4.7%	4.7%	4.2%	3.8%
Return on Capital	5.4%	5.4%	4.9%	4.3%
Return on Equity	8.0%	9.3%	9.6%	9.2%
Margin Analysis				
Gross Margin	72.9%	71.8%	71.6%	72.8%
EBITDA Margin	56.4%	56.3%	55.7%	54.7%
Net Income Margin	28.9%	31.5%	35.9%	36.7%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,223	1,369	1,379	1,295
Cost Of Revenues	332	386	391	336
Gross Profit	**891**	**983**	**988**	**959**
Selling General & Admin Exp.	203	215	210	207
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	119	137	156	131
Operating Income	**569**	**631**	**622**	**621**
Net Interest Exp.	(43)	(84)	(77)	(84)
EBT Excl. Unusual Items	522	574	600	538
Total Unusual Items	(64)	-	-	-
EBT Incl. Unusual Items	458	574	600	538
Income Tax Expense	104	143	133	107
Earnings from Cont. Ops.	354	431	468	431
Net Income	**354**	**431**	**468**	**431**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution

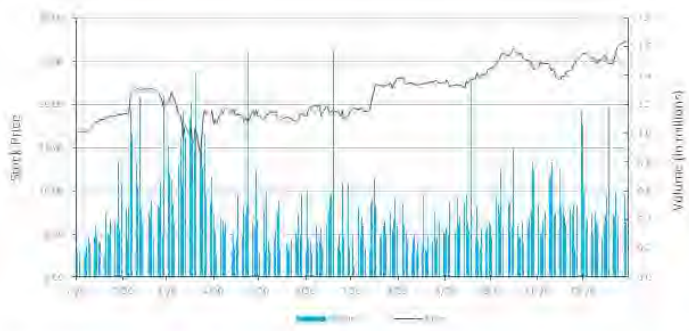
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Innergex Renewable Energy Inc. (TSX:INE) - Business Description

Innergex Renewable Energy Inc. operates as an independent renewable power producer in Canada, the United States, France, and Chile. It acquires, owns, develops, and operates hydroelectric facilities, wind farms, and solar farms. The company operates through three segments: Hydroelectric Generation, Wind Power Generation, and Solar Power Generation. As of May 14, 2020, it had interests in 69 operating facilities with a net installed capacity of 2,656 megawatt (MW), including 37 hydroelectric facilities, 26 wind farms, and six solar farms, as well as six development projects with net installed capacity of 295 MW and prospective projects with gross installed capacity of 7,131 MW. Innergex Renewable Energy Inc. was founded in 1990 and is headquartered in Longueuil, Canada.

Stock Exchange	TSX	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.innergex.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	327	Filing Currency:	CAD
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	BB-



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	27.63
52-Week Low (3/23/20)	19.97
Daily Volume	0.5
Current Price (12/31/20)	**27.37**
% of 52-Week High	99.1%
% of 52-Week Low	195.9%
% of 52-Week Range	66.1%
Total Basic Common Shares	175
Market Capitalization	**4,778**
Plus: Total Debt	4,741
Plus: Preferred Stock	131
Plus: Minority Interest	83
Less: Cash and ST Investments	(156)
Enterprise Value	**9,563**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	62	80	156	156
Total Receivables	88	103	72	202
Inventory	-	-	-	-
Other Current Assets	72	46	78	77
Total Current Assets	**222**	**228**	**306**	**442**
Net Property, Plant & Equipment	3,188	4,471	4,520	4,783
Long-term Investments	11	652	512	478
Other Long-Term Assets	770	1,165	935	1,247
Total Assets	**4,190**	**6,516**	**6,372**	**7,149**
Accounts Payable	63	105	91	193
Current Portion of Long Term Debt	110	446	410	489
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	3	-
Other Current Liabilities	73	91	137	93
Total Current Liabilities	**247**	**641**	**641**	**782**
Long-Term Debt	3,140	4,262	4,282	4,331
Capital Leases	-	-	117	-
Other Non-Current Liabilities	321	45	695	680
Total Liabilities	**3,722**	**5,261**	**5,746**	**5,982**
Total Pref. Equity	131	131	131	131
Minority Interest	15	313	11	83
Total Common Equity	307	498	473	953
Total Liabilities And Equity	**4,190**	**6,516**	**6,372**	**7,148**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	36.7%	20.3%	15.7%	9.6%
EBITDA	38.3%	16.8%	44.8%	24.1%
Net Income	(18.0%)	5.6%	(190.0%)	(385.2%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	17.8%	19.4%	18.2%	17.3%
EBITDA	17.4%	16.5%	23.0%	21.0%
Net Income	83.8%	(8.4%)	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	2.7%	2.3%	3.0%	3.0%
Return on Capital	3.1%	2.6%	3.5%	3.1%
Return on Equity	4.1%	3.8%	(6.8%)	(8.1%)
Margin Analysis				
Gross Margin	79.1%	78.9%	78.5%	75.4%
EBITDA Margin	74.6%	72.5%	90.7%	87.6%
Net Income Margin	7.4%	6.5%	(5.0%)	(11.1%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	400	481	557	609
Cost Of Revenues	84	101	120	166
Gross Profit	**317**	**380**	**437**	**443**
Selling General & Admin Exp.	18	28	37	38
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	129	155	90	119
Operating Income	**169**	**198**	**311**	**287**
Net Interest Exp.	(145)	(191)	(227)	(239)
EBT Excl. Unusual Items	33	62	65	40
Total Unusual Items	(5)	(9)	0	0
EBT Incl. Unusual Items	26	53	66	40
Income Tax Expense	7	27	119	(19)
Earnings from Cont. Ops.	19	26	(53)	(61)
Net Income	**29**	**31**	**(28)**	**(21)**

Sales, Operating Income (mCAD) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Iren SpA (BIT:IRE) - Business Description

Iren SpA, together with its subsidiaries, operates as a multi-utility company in Italy. It operates through Networks, Waste Management, Energy, Market and Other Services segments. The company produces and distributes electricity primarily from hydro, thermal, and cogeneration sources; and district heat, as well as distributes and sells natural gas. It distributes electrical energy through 7,742 kilometers of low and medium voltage networks to approximately 721,000 customers in Turin, Parma, and Vercelli; and natural gas through its network of approximately 8,099 kilometers of high, medium, and low-pressure pipes to approximately 743,000 customers. The company also operates integrated water cycle, which include 19,870 kilometers of pipeline networks that serves 2.8 million residents; 11,107 kilometers of sewerage networks; and operates treatment plants. In addition, it is involved in the provision of services related to street lighting systems, traffic light systems, heating systems, and electrical and special systems; and management of waste treatment plants, as well as electricity production plants. Further, the company engages in the collection and disposal of waste; and provision of snow clearing services. It operates 20 hydroelectric plants, 5 thermoelectric cogeneration plants, and 1 thermoelectric plant, as well as 194

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	12/31/2019
Website	www.gruppoiren	LTM as of	30/09/2020
Employees	9,102	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/21/20)	3.19
52-Week Low (3/23/20)	1.70
Daily Volume	2.1
Current Price (12/31/20)	2.13
% of 52-Week High	66.8%
% of 52-Week Low	124.9%
% of 52-Week Range	29.8%
Total Basic Common Shares	1,285
Market Capitalization	2,733
Plus: Total Debt	3,926
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	369
Less: Cash and ST Investments	(369)
Enterprise Value	6,158

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	169	369	365	369
Total Receivables	1,652	1,273	1,202	1,139
Inventory	62	74	72	71
Other Current Assets	42	43	84	1
Total Current Assets	**1,926**	**1,759**	**1,723**	1,579
Net Property, Plant & Equipment	3,449	3,472	3,500	3,477
Long-term Investments	168	142	146	164
Other Long-Term Assets	2,352	3,195	3,332	3,883
Total Assets	**7,896**	**8,568**	**8,800**	9,012
Accounts Payable	800	893	866	681
Current Portion of Long Term Debt	138	393	251	484
Curr. Port. of Cap. Leases	-	0	107	-
Other Current Liabilities	452	483	551	477
Total Current Liabilities	**1,390**	**1,759**	**1,775**	1,637
Long-Term Debt	3,024	3,011	3,142	3,443
Capital Leases	-	2	26	-
Other Non-Current Liabilities	230	460	479	443
Total Liabilities	**5,020**	**5,629**	**5,785**	5,882
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	377	377	364	369
Total Common Equity	2,122	2,185	2,288	2,312
Total Liabilities And Equity	**7,896**	**8,568**	**8,800**	9,012

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	14.1%	7.9%	8.4%	(15.1%)
EBITDA	1.2%	16.3%	(4.4%)	(1.0%)
Net Income	32.2%	1.8%	(2.3%)	(8.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(2.6%)	3.6%	9.2%	4.8%
EBITDA	9.2%	14.1%	13.6%	10.0%
Net Income	9.3%	24.6%	22.5%	17.3%
Profitability				
Return on Assets	3.4%	4.0%	3.2%	2.8%
Return on Capital	4.7%	5.6%	4.6%	3.9%
Return on Equity	11.0%	10.8%	10.2%	8.8%
Margin Analysis				
Gross Margin	31.7%	31.3%	31.4%	31.7%
EBITDA Margin	21.4%	23.0%	20.3%	22.8%
Net Income Margin	6.7%	6.4%	5.7%	5.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	3,532	3,810	4,131	3,972
Cost Of Revenues	2,410	2,616	2,836	2,698
Gross Profit	**1,121**	**1,194**	**1,295**	1,274
Selling General & Admin Exp.	437	447	482	511
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	252	224	365	283
Operating Income	**432**	**522**	**448**	394
Net Interest Exp.	(63)	(98)	(64)	(67)
EBT Excl. Unusual Items	383	429	383	327
Total Unusual Items	(13)	(40)	(6)	(7)
EBT Incl. Unusual Items	369	390	377	321
Income Tax Expense	104	116	112	94
Earnings from Cont. Ops.	265	273	266	227
Net Income	**238**	**242**	**237**	199

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

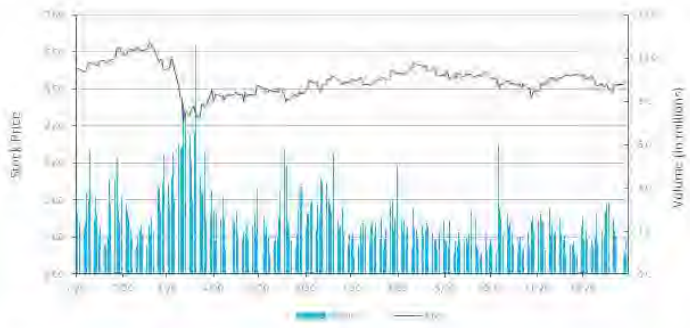
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Italgas S.p.A. (BIT:IG) - Business Description

Italgas S.p.A., together with its subsidiaries, engages in the distribution of natural gas in Italy. It is involved in the transportation of gas through local pipeline networks from the delivery points at the reduction and measurement stations interconnected with the transport networks to the points of final delivery to households, enterprises, etc. As of December 31, 2019, the company operated a distribution network of 70,502 kilometers that served 1,744 operating municipalities. It also engages in metering activities, and distributes and sells water. The company was founded in 1837 and is based in Milan, Italy.

Stock Exchange	BIT	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.italgas.it	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	4,041	**Filing Currency:**	EUR
Primary Industry	Gas Utilities	**S&P LT Rating**	NR



VALUATION

	LTM as of 30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	6.39
52-Week Low (3/16/20)	4.05
Daily Volume	2.0
Current Price (12/31/20)	**5.20**
% of 52-Week High	82.6%
% of 52-Week Low	128.5%
% of 52-Week Range	51.3%
Total Basic Common Shares	809
Market Capitalization	**4,208**
Plus: Total Debt	5,059
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	220
Less: Cash and ST Investments	(344)
Enterprise Value	**9,134**

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3	139	265	344
Total Receivables	639	550	643	
Inventory	22	26	52	
Other Current Assets	22	45	28	(340)
Total Current Assets	**680**	**759**	**987**	
Net Property, Plant & Equipment	225	259	350	
Long-term Investments	185	175	34	
Other Long-Term Assets	4,755	5,566	6,862	
Total Assets	**5,844**	**6,759**	**8,232**	
Accounts Payable	184	231	299	
Current Portion of Long Term Debt	25	33	155	
Curr. Port. of Cap. Leases	-	10	18	
Other Current Liabilities	411	625	848	
Total Current Liabilities	**620**	**899**	**1,319**	
Long-Term Debt	3,617	3,666	4,114	
Capital Leases	-	40	57	
Other Non-Current Liabilities	421	825	478	
Total Liabilities	**4,659**	**5,430**	**6,203**	
Total Pref. Equity	-	-	-	
Minority Interest	-	-	235	
Total Common Equity	1,186	1,329	1,560	1,512
Total Liabilities And Equity	**5,844**	**6,759**	**8,232**	

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	243.0%	0.9%	14.7%	15.5%
EBITDA	359.9%	9.5%	1.2%	10.3%
Net Income	(336.5%)	7.1%	33.0%	14.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	4.5%	4.1%	6.8%	9.8%
EBITDA	4.1%	5.5%	5.7%	9.0%
Net Income	(3.8%)	0.8%	0.5%	7.0%
Profitability				
Return on Assets	5.3%	5.2%	4.5%	4.0%
Return on Capital	6.3%	6.4%	5.6%	5.7%
Return on Equity	26.0%	24.9%	27.1%	24.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	62.4%	67.5%	61.9%	62.8%
EBITDA Margin	52.2%	56.6%	49.9%	52.3%
Net Income Margin	18.3%	19.4%	22.5%	21.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,601	1,615	1,854	1,918
Cost Of Revenues	602	525	706	713
Gross Profit	**999**	**1,090**	**1,147**	**1,202**
Selling General & Admin Exp.	232	254	254	254
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	284	314	358	380
Operating Income	**483**	**522**	**535**	**568**
Net Interest Exp.	(30)	(43)	(50)	(47)
EBT Excl. Unusual Items	447	491	508	573
Total Unusual Items	(42)	(64)	(20)	(20)
EBT Incl. Unusual Items	405	427	548	553
Income Tax Expense	112	113	124	151
Earnings from Cont. Ops.	293	314	424	401
Net Income	**293**	**314**	**417**	**401**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

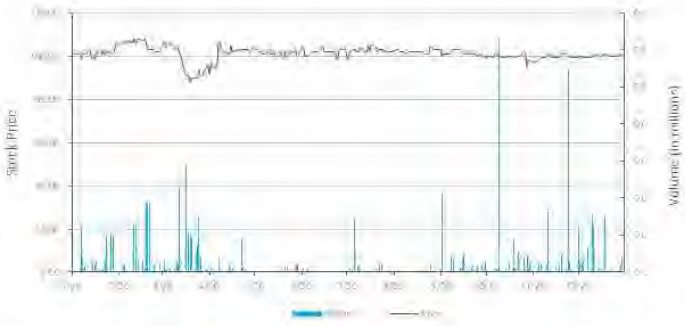
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Lechwerke AG (DB:LEC) - Business Description

Lechwerke AG, together with its subsidiaries, operates as an energy supplier in Germany. It supplies electricity and gas to private, commercial, and business customers, as well as municipalities, and offers a range of energy solutions. It operates 36 hydropower plants. The company is also involved in the planning, construction, operation, and maintenance of power grids; provision of technical services related to the electricity grids; e-mobility; and training, as well as digital solutions for control and monitoring tasks on construction sites. In addition, it offers data communication services. The company is based in Augsburg, Germany.

Stock Exchange	DB	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.lew.de	LTM as of	30/06/2020
Employees	177	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (08/10/20)	91.00
52-Week Low (3/19/20)	85.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	**100.00**
% of 52-Week High	90.1%
% of 52-Week Low	117.6%
% of 52-Week Range	57.7%
Total Basic Common Shares	35
Market Capitalization	**3,544**
Plus: Total Debt	-
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(1)
Enterprise Value	**3,543**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Cash & ST Investments	1	2	0	2
Total Receivables	67	113	140	131
Inventory	10	12	12	13
Other Current Assets	0	0	1	-
Total Current Assets	**78**	**127**	**153**	**146**
Net Property, Plant & Equipment	504	523	554	650
Long-term Investments	1,050	1,051	1,052	1,052
Other Long-Term Assets	134	147	181	75
Total Assets	**1,765**	**1,848**	**1,940**	**1,923**
Accounts Payable	91	90	118	
Current Portion of Long Term Debt	-	-	-	
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	
Other Current Liabilities	1,064	1,174	1,198	176
Total Current Liabilities	**1,155**	**1,264**	**1,316**	**176**
Long-Term Debt	-	-	-	
Capital Leases	-	-	-	
Other Non-Current Liabilities	88	83	81	1,264
Total Liabilities	**1,243**	**1,346**	**1,398**	**1,439**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	523	502	542	484
Total Liabilities And Equity	**1,765**	**1,848**	**1,940**	**1,923**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(6.6%)	2.1%	11.6%	9.8%
EBITDA	(7.9%)	(12.1%)	11.4%	13.2%
Net Income	10.4%	(36.5%)	78.9%	131.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(9.6%)	(9.4%)	2.2%	11.5%
EBITDA	2.9%	(5.6%)	5.2%	25.1%
Net Income	(0.7%)	(5.3%)	10.4%	12.0%
Profitability				
Return on Assets	3.1%	2.4%	2.6%	2.8%
Return on Capital	10.6%	8.3%	9.3%	11.3%
Return on Equity	24.3%	15.3%	26.8%	17.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	15.6%	16.8%	14.6%	15.1%
EBITDA Margin	10.2%	8.8%	8.8%	9.6%
Net Income Margin	9.6%	5.9%	9.5%	6.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Revenues	1,288	1,315	1,467	1,416
Cost Of Revenues	1,087	1,094	1,253	1,201
Gross Profit	**200**	**220**	**214**	**214**
Selling General & Admin Exp.	40	58	49	49
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	74	94	88	90
Operating Income	**86**	**68**	**77**	**85**
Net Interest Exp.	63	33	99	46
EBT Excl. Unusual Items	151	102	177	125
Total Unusual Items	3	4	1	(126)
EBT Incl. Unusual Items	153	106	178	(0)
Income Tax Expense	30	28	39	20
Earnings from Cont. Ops.	123	78	140	(20)
Net Income	**123**	**78**	**140**	**(20)**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Luz del Sur S.A.A. (BVL:LUSURC1) - Business Description

Luz del Sur S.A.A. operates as an electric distribution, transmission, and generation company in Peru and rest of Latin America. The company serves residential, commercial, service, and industrial sectors. It serves approximately 1'130,000 million customers covering an area of 3,900 square kilometers, including 65 districts of Lima, Huarochiri, and Cañete. The company was formerly known as Edelsur. The company was founded in 1994 and is headquartered in San Isidro, Peru. Luz del Sur S.A.A. is a subsidiary of Ontano Quinta S.R.L.

Stock Exchange	BVL	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.luzdelsur.p	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	706	**Filing Currency:**	PEN
Primary Industry	Electric Utilities	**S&P LT Rating**	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (08/31/20)	28.00
52-Week Low (4/06/20)	21.00
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**25.50**
% of 52-Week High	91.1%
% of 52-Week Low	119.7%
% of 52-Week Range	62.7%
Total Basic Common Shares	487
Market Capitalization	12,417
Plus: Total Debt	2,417
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(177)
Enterprise Value	14,657

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	47	77	48	178
Total Receivables	468	492	505	619
Inventory	57	51	45	35
Other Current Assets	99	101	31	23
Total Current Assets	**671**	**720**	**629**	**855**
Net Property, Plant & Equipment	4,844	5,146	6,086	6,281
Long-term Investments	-	-	-	-
Other Long-Term Assets	78	102	121	130
Total Assets	**5,593**	**5,969**	**6,836**	**7,266**
Accounts Payable	319	309	336	424
Current Portion of Long Term Debt	263	127	311	285
Curr. Port. of Cap. Leases	0	0	0	0
Other Current Liabilities	535	447	402	502
Total Current Liabilities	**1,116**	**883**	**1,049**	**1,210**
Long-Term Debt	1,307	1,733	1,705	1,794
Capital Leases	9	10	10	10
Other Non-Current Liabilities	589	593	772	773
Total Liabilities	**3,021**	**3,218**	**3,536**	**3,787**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	2,572	2,750	3,299	3,479
Total Liabilities And Equity	**5,593**	**5,969**	**6,836**	**7,266**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(4.1%)	3.6%	4.8%	(1.4%)
EBITDA	9.1%	9.8%	15.0%	(10.0%)
Net Income	17.0%	15.3%	8.0%	(18.5%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	7.7%	7.2%	5.1%	3.3%
EBITDA	8.7%	10.0%	10.8%	8.4%
Net Income	8.5%	10.9%	7.4%	7.0%
Profitability				
Return on Assets	8.3%	8.8%	8.9%	7.5%
Return on Capital	10.4%	10.7%	11.1%	9.2%
Return on Equity	18.8%	20.3%	19.3%	15.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	28.8%	30.6%	32.7%	30.7%
EBITDA Margin	27.1%	28.7%	31.6%	29.5%
Net Income Margin	15.5%	17.3%	17.8%	15.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	3,010	3,118	3,267	3,199
Cost Of Revenues	2,142	2,163	2,197	2,228
Gross Profit	**868**	**954**	**1,070**	**971**
Selling General & Admin Exp.	138	151	154	180
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	10	10	2	(13)
Operating Income	**720**	**793**	**913**	**804**
Net Interest Exp.	(57)	(60)	(85)	(93)
EBT Excl. Unusual Items	662	732	826	707
Total Unusual Items	5	32	4	1
EBT Incl. Unusual Items	667	764	830	708
Income Tax Expense	200	225	248	212
Earnings from Cont. Ops.	468	539	582	496
Net Income	**468**	**539**	**582**	**496**

Sales, Operating Income (mPEN) and EBITDA Margin (%) Evolution

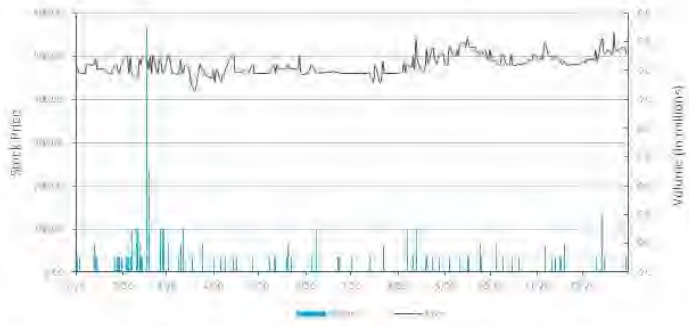
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Mainova AG (DB:MNV6) - Business Description

Mainova AG operates as an energy service provider in Germany. The company generates and supplies electricity and heat using thermal, wind, solar, and biomass power plants. It also supplies gas and water. The company was founded in 1998 and is based in Frankfurt am Main, Germany. Mainova AG is a subsidiary of Stadtwerke Frankfurt Am Main Holding Gmbh

Stock Exchange	DB	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.mainova.de	LTM as of	31/12/2019
Employees	1,742	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	31/12/2019
52-Week High (12/14/20)	565.00
52-Week Low (3/19/20)	472.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	505.00
% of 52-Week High	89.4%
% of 52-Week Low	119.7%
% of 52-Week Range	56.0%
Total Basic Common Shares	5
Market Capitalization	2,608
Plus: Total Debt	547
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	2
Less: Cash and ST Investments	(50)
Enterprise Value	3,306

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	31/12/2019
Total Cash & ST Investments	38	53	50	50
Total Receivables	360	400	404	404
Inventory	46	44	45	45
Other Current Assets	23	29	32	32
Total Current Assets	**466**	**525**	**531**	**531**
Net Property, Plant & Equipment	1,323	1,567	1,612	1,612
Long-term Investments	750	806	803	803
Other Long-Term Assets	174	197	211	211
Total Assets	**2,712**	**3,094**	**3,157**	**3,157**
Accounts Payable	221	250	280	280
Current Portion of Long Term Debt	35	63	60	60
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	4	4
Other Current Liabilities	333	295	321	321
Total Current Liabilities	**590**	**608**	**665**	**665**
Long-Term Debt	559	605	460	460
Capital Leases	-	-	23	23
Other Non-Current Liabilities	544	707	777	777
Total Liabilities	**1,694**	**1,822**	**1,927**	**1,927**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	2	2	2	2
Total Common Equity	1,015	1,269	1,227	1,227
Total Liabilities And Equity	**2,712**	**3,094**	**3,157**	**3,157**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	31/12/2019
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	1.4%	3.3%	10.6%	10.6%
EBITDA	(25.2%)	(2.6%)	(39.5%)	(39.5%)
Net Income	(11.1%)	33.7%	(62.6%)	(62.6%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(0.1%)	(1.4%)	2.3%	2.3%
EBITDA	7.7%	4.4%	(0.8%)	(0.8%)
Net Income	0.1%	2.4%	(12.6%)	(12.6%)
Profitability				
Return on Assets	2.0%	1.6%	0.0%	0.0%
Return on Capital	3.4%	2.6%	0.1%	0.1%
Return on Equity	9.6%	11.3%	3.9%	3.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	24.2%	21.4%	24.5%	24.5%
EBITDA Margin	8.4%	7.9%	4.3%	4.3%
Net Income Margin	4.8%	6.2%	2.1%	2.1%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	31/12/2019
Total Revenues	2,014	2,080	2,301	2,301
Cost Of Revenues	1,526	1,635	1,737	1,737
Gross Profit	**488**	**445**	**563**	**563**
Selling General & Admin Exp.	228	224	238	238
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	174	149	329	324
Operating Income	**86**	**72**	**2**	**2**
Net Interest Exp.	(16)	(16)	(17)	(17)
EBT Excl. Unusual Items	121	151	48	48
Total Unusual Items	16	5	6	6
EBT Incl. Unusual Items	137	156	54	54
Income Tax Expense	38	27	6	6
Earnings from Cont. Ops.	96	129	48	48
Net Income	**96**	**129**	**48**	**48**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

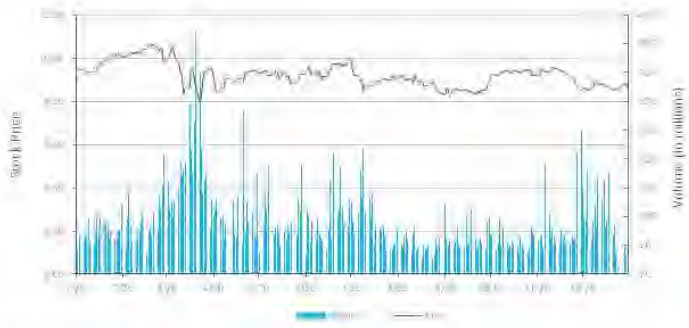
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

National Grid plc (LSE:NG.) - Business Description

National Grid plc transmits and distributes electricity and natural gas. It operates through UK Electricity Transmission, UK Gas Transmission, US Regulated, and National Grid Ventures (NGV) and Other segments. The UK Electricity Transmission segment owns and operates electricity transmission networks, which comprise approximately 7,212 kilometers of overhead lines, 2,239 kilometers of underground cables, and 347 substations in England and Wales as well as Scottish electricity transmission systems. The UK Gas Transmission segment owns and operates gas transmission systems that include approximately 7,630 kilometres of high-pressure pipes, and 24 compressor stations connecting to 8 distribution networks in Great Britain, as well as third-party independent systems and liquefied natural gas (LNG) storage facilities. The US Regulated segments owns and operates transmission facilities across upstate New York, Massachusetts, New Hampshire, Rhode Island, and Vermont; and electricity distribution networks in upstate New York, Massachusetts and Rhode Island. Its assets comprise 14,659 kilometres of overhead lines, 169 kilometres of underground cables, and 396 transmission substations; an electricity distribution network of approximately 117,488 circuit kilometres and 730 distribution substations; a network of approximately 57,425

Stock Exchange	LSE	Latest Fiscal Year	31/03/2020
Website	www.nationalgrid	LTM as of	30/09/2020
Employees	20,829	Filing Currency:	GBP
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	A-



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	10.79
52-Week Low (3/24/20)	7.89
Daily Volume	3.2
Current Price (12/31/20)	9.65
% of 52-Week High	89.5%
% of 52-Week Low	109.6%
% of 52-Week Range	26.7%
Total Basic Common Shares	3,520
Market Capitalization	30,451
Plus: Total Debt	31,741
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	22
Less: Cash and ST Investments	(1,479)
Enterprise Value	61,735

(In millions)	Fiscal Year Ending, 3/31/18	3/31/19	3/31/20	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,023	2,233	2,071	1,479
Total Receivables	2,683	3,042	2,680	3,470
Inventory	268	283	416	501
Other Current Assets	707	2,388	634	962
Total Current Assets	**6,681**	**7,946**	**5,801**	**6,845**
Net Property, Plant & Equipment	39,863	43,913	48,770	49,152
Long-term Investments	3,067	1,276	1,538	1,677
Other Long-Term Assets	9,186	9,829	10,980	10,100
Total Assets	**58,787**	**62,963**	**67,089**	**68,775**
Accounts Payable	1,977	2,404	2,205	3,322
Current Portion of Long Term Debt	4,502	2,897	2,945	3,157
Curr. Port. of Cap. Leases	64	65	112	-
Other Current Liabilities	2,154	3,763	3,302	612
Total Current Liabilities	**8,697**	**9,129**	**8,564**	**8,131**
Long-Term Debt	22,591	24,855	26,979	29,409
Capital Leases	207	205	623	735
Other Non-Current Liabilities	8,412	9,365	11,295	10,715
Total Liabilities	**39,923**	**43,574**	**47,483**	**47,476**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	16	20	22	23
Total Common Equity	18,832	19,349	19,562	19,551
Total Liabilities And Equity	**58,787**	**62,963**	**67,089**	**68,775**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 3/31/18	3/31/19	3/31/20	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	1.4%	(2.1%)	(2.8%)	(0.8%)
EBITDA	(0.1%)	1.0%	(12.1%)	(5.2%)
Net Income	(54.6%)	(57.4%)	(16.3%)	(0.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	1.2%	0.2%	1.7%	(1.0%)
EBITDA	1.3%	1.1%	2.5%	(2.7%)
Net Income	10.5%	(9.4%)	(8.9%)	(7.4%)
Profitability				
Return on Assets	3.6%	3.7%	3.0%	3.1%
Return on Capital	4.5%	4.7%	3.9%	4.0%
Return on Equity	18.1%	7.9%	6.5%	6.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA Margin	33.3%	34.4%	31.0%	31.6%
Net Income Margin	23.3%	10.1%	8.7%	10.0%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 3/31/18	3/31/19	3/31/20	LTM 30/09/2020
Total Revenues	15,250	14,933	14,540	14,786
Cost Of Revenues	-	-	-	-
Gross Profit	**15,250**	**14,933**	**14,540**	**14,786**
Selling General & Admin Exp.	101	203	257	330
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	11,597	11,172	11,119	11,152
Operating Income	**3,552**	**3,558**	**3,164**	**3,303**
Net Interest Exp.	(946)	(871)	(930)	(829)
EBT Excl. Unusual Items	2,711	2,536	2,177	2,501
Total Unusual Items	(51)	(695)	(423)	(813)
EBT Incl. Unusual Items	2,660	1,841	1,754	1,672
Income Tax Expense	(889)	339	480	508
Earnings from Cont. Ops.	3,549	1,502	1,274	1,164
Net Income	**3,550**	**1,511**	**1,264**	**1,672**

Sales, Operating Income (mGBP) and EBITDA Margin (%) Evolution

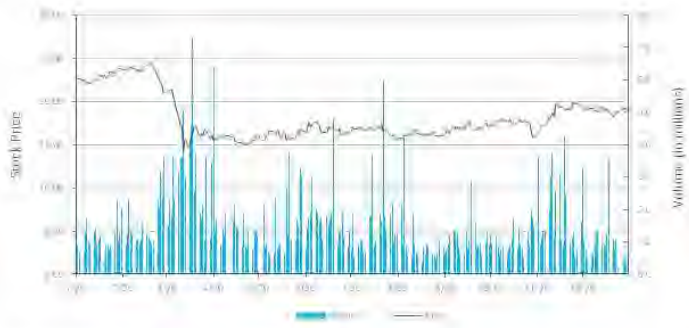
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Naturgy Energy Group, S.A. (BME:NTGY) - Business Description

Naturgy Energy Group, S.A., together with its subsidiaries, engages in the supply, liquefaction, regasification, transport, storage, distribution, and sale of natural gas in Spain and internationally. The company operates through Gas and Electricity, EMEA Infrastructures, Latin America South Zone Infrastructures, Latin America North Zone Infrastructures, and Rest segments. The Gas and Electricity segment is involved in the supply of gas, electricity, and services; sale of liquefied natural gas and the sea transport business; generation and sale of electricity through hydro, coal, nuclear, and combined cycle plants, as well as through wind, mini-hydro, solar, and cogeneration in Spain; and generation and sale of electricity in Latin America and Australia. The EMEA Infrastructures segment engages in the regulated gas and electricity distribution business in Spain, as well as provides network services for customers, primarily connections and hook-ups, metering, and other actions associated with third-party access to company's distribution network; and manages the Maghreb - Europe gas pipeline. The Latin America South Zone Infrastructures segment distributes gas and electricity in Argentina and Chile; and distributes gas in Brazil and Peru. The Latin America North Zone Infrastructures segment distributes gas in Mexico and electricity.

Stock Exchange	BME	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.naturgy.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	16,778	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Gas Utilities	S&P LT Rating	BBB



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	24.79
52-Week Low (3/16/20)	13.81
Daily Volume	1.0
Current Price (12/31/20)	18.46
% of 52-Week High	76.6%
% of 52-Week Low	137.3%
% of 52-Week Range	47.1%
Total Basic Common Shares	991
Market Capitalization	18,219
Plus: Total Debt	19,379
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	3,332
Less: Cash and ST Investments	(5,091)
Enterprise Value	35,889

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,269	1,734	2,689	5,091
Total Receivables	5,036	5,176	4,553	5,862
Inventory	720	850	796	820
Other Current Assets	2,058	570	649	-
Total Current Assets	**11,083**	**8,330**	**8,787**	**9,443**
Net Property, Plant & Equipment	22,554	20,707	21,053	20,528
Long-term Investments	2,075	1,181	986	1,291
Other Long-Term Assets	11,610	10,413	10,303	9,505
Total Assets	**47,322**	**40,631**	**41,138**	**40,551**
Accounts Payable	2,885	3,267	3,118	3,305
Current Portion of Long Term Debt	2,543	2,079	2,088	2,361
Curr. Port. of Cap. Leases	94	132	198	-
Other Current Liabilities	2,086	1,529	1,249	489
Total Current Liabilities	**7,608**	**7,007**	**6,653**	**6,815**
Long-Term Debt	15,916	13,352	14,255	17,028
Capital Leases	839	1,186	1,446	-
Other Non-Current Liabilities	(2,468)	(2,803)	(2,042)	(1,772)
Total Liabilities	**25,446**	**22,389**	**23,737**	**28,504**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	3,571	3,647	3,425	3,720
Total Common Equity	14,734	10,946	10,551	9,443
Total Liabilities And Equity	**47,322**	**40,631**	**41,138**	**40,551**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	5.9%	4.9%	(5.4%)	(4.0%)
EBITDA	(10.7%)	(1.1%)	12.7%	(53.1%)
Net Income	1.0%	(307.5%)	(149.6%)	111.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(1.4%)	0.0%	(1.4%)	(0.4%)
EBITDA	(3.9%)	(3.2%)	(0.8%)	(4.0%)
Net Income	(1.2%)	NM	(0.8%)	(1.8%)
Profitability				
Return on Assets	2.9%	3.2%	4.5%	3.0%
Return on Capital	3.7%	4.1%	5.8%	3.5%
Return on Equity	6.7%	(15.7%)	12.6%	9.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	28.3%	27.2%	29.2%	32.2%
EBITDA Margin	16.5%	15.5%	16.8%	19.8%
Net Income Margin	5.9%	(11.6%)	6.1%	3.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	23,207	24,339	23,036	19,770
Cost Of Revenues	16,628	17,723	16,311	13,729
Gross Profit	**6,579**	**6,616**	**6,724**	**6,040**
Selling General & Admin Exp.	1,051	1,023	907	802
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	3,311	3,345	2,886	3,093
Operating Income	**2,217**	**2,248**	**2,931**	**2,145**
Net Interest Exp.	(597)	(521)	(613)	(579)
EBT Excl. Unusual Items	1,547	1,084	2,407	1,566
Total Unusual Items	(103)	(4,429)	(135)	(166)
EBT Incl. Unusual Items	1,444	(3,365)	2,272	1,400
Income Tax Expense	195	(779)	476	372
Earnings from Cont. Ops.	1,249	(2,586)	1,796	1,028
Net Income	**1,360**	**(2,822)**	**1,401**	**990**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Neoen S.A. (ENXTPA:NEOEN) - Business Description

Neoen S.A., an independent renewable energy production company, engages in the design, development, finance, construction project management, and operation of renewable energy power plants. The company operates solar, wind, and energy storage plants. It operates in Argentina, Colombia, Ecuador, El Salvador, Jamaica, Mexico, the United States, Finland, France, Ireland, Mozambique, Portugal, Zambia, and Australia. The company was founded in 2008 and is based in Paris, France. Neoen S.A. is a subsidiary of Impala SAS.

Stock Exchange	ENXTPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.neoen.com	LTM as of	30/06/2020
Employees	317	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	NR

VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (12/31/20)	83.00
52-Week Low (3/16/20)	23.30
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**69.70**
% of 52-Week High	99.5%
% of 52-Week Low	247.8%
% of 52-Week Range	99.2%
Total Basic Common Shares	85
Market Capitalization	**5,344**
Plus: Total Debt	2,744
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	4
Less: Cash and ST Investments	(590)
Enterprise Value	**7,503**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Cash & ST Investments	260	504	461	590
Total Receivables	68	75	156	74
Inventory	0	0	1	2
Other Current Assets	8	8	8	59
Total Current Assets	**337**	**587**	**625**	**800**
Net Property, Plant & Equipment	1,249	1,703	2,387	2,513
Long-term Investments	9	9	9	11
Other Long-Term Assets	213	270	364	350
Total Assets	**1,809**	**2,569**	**3,386**	**3,673**
Accounts Payable	23	26	27	89
Current Portion of Long Term Debt	166	128	154	320
Curr. Port. of Cap. Leases	-	4	6	8
Other Current Liabilities	182	149	166	83
Total Current Liabilities	**371**	**306**	**354**	**475**
Long-Term Debt	1,234	1,466	2,124	2,232
Capital Leases	-	93	131	139
Other Non-Current Liabilities	0	28	59	56
Total Liabilities	**1,618**	**1,904**	**2,686**	**2,908**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	13	10	20	4
Total Common Equity	164	645	661	760
Total Liabilities And Equity	**1,809**	**2,569**	**3,386**	**3,673**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	71.3%	48.6%	22.3%	24.8%
EBITDA	82.1%	68.4%	26.3%	37.2%
Net Income	252.8%	(0.4%)	190.3%	98.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Income	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability				
Return on Assets	2.6%	3.0%	2.8%	3.4%
Return on Capital	2.9%	3.4%	3.1%	3.7%
Return on Equity	5.9%	3.4%	3.2%	3.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	90.4%	94.0%	92.9%	92.8%
EBITDA Margin	72.0%	81.5%	84.2%	85.3%
Net Income Margin	8.9%	6.0%	14.2%	14.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/06/2020
Total Revenues	139	207	253	292
Cost Of Revenues	13	12	18	21
Gross Profit	**126**	**195**	**235**	**271**
Selling General & Admin Exp.	29	34	42	49
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	36	55	58	49
Operating Income	**60**	**105**	**135**	**173**
Net Interest Exp.	(34)	(57)	(69)	(82)
EBT Excl. Unusual Items	24	36	43	80
Total Unusual Items	(7)	(6)	2	(4)
EBT Incl. Unusual Items	17	30	45	57
Income Tax Expense	7	16	24	30
Earnings from Cont. Ops.	10	14	21	26
Net Income	**12**	**12**	**36**	**43**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

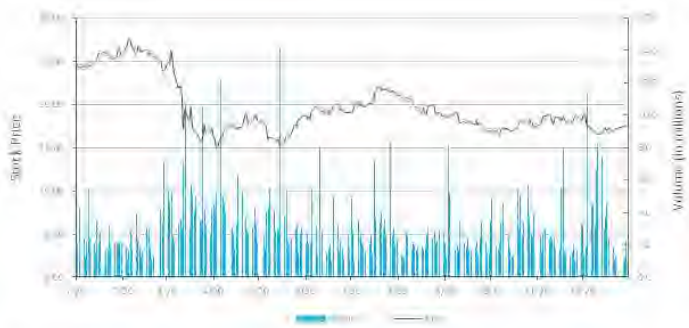
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Neoenergia S.A. (BOVESPA:NEOE3) - Business Description

Neoenergia S.A. generates, transmits, distributes, trades in, and commercializes electric energy in Brazil. The company has an installed electricity generation capacity of approximately 4.1 gigawatts, operates 7 hydroelectric plants, 44 wind farms, 826 kilometers of transmission lines, and 8 substations, and distributes electricity to approximately 34 million in the states of Bahia, Pernambuco, Rio Grande do Norte, São Paulo, and Mato Grosso do Sul. It also provides energy management and trading related services. The company was founded in 1997 and is based in Rio de Janeiro, Brazil. Neoenergia S.A. is a subsidiary of Iberdrola S.A.

Stock Exchange	BOVESPA	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.neoenergia	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	11,746	**Filing Currency:**	BRL
Primary Industry	Electric Utilities	**S&P LT Rating**	BB-



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/06/20)	21.92
52-Week Low (3/18/20)	14.31
Daily Volume	3.1
Current Price (12/31/20)	17.62
% of 52-Week High	63.1%
% of 52-Week Low	124.0%
% of 52-Week Range	24.9%
Total Basic Common Shares	1,214
Market Capitalization	21,387
Plus: Total Debt	26,768
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	336
Less: Cash and ST Investments	(5,850)
Enterprise Value	42,641

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	3,873	3,955	4,066	5,850
Total Receivables	5,550	6,041	7,547	7,335
Inventory	-	-	-	-
Other Current Assets	1,584	1,502	1,318	1,962
Total Current Assets	**11,007**	**11,497**	**12,931**	**15,147**
Net Property, Plant & Equipment	5,602	5,894	6,251	6,747
Long-term Investments	2,255	2,526	2,645	2,896
Other Long-Term Assets	23,282	26,647	32,387	37,357
Total Assets	**42,146**	**46,564**	**54,215**	**62,141**
Accounts Payable	3,221	2,647	3,049	2,836
Current Portion of Long Term Debt	6,157	2,849	3,752	5,035
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	27	28
Other Current Liabilities	2,561	2,534	2,723	4,057
Total Current Liabilities	**11,939**	**8,030**	**9,552**	**12,651**
Long-Term Debt	12,205	18,235	18,963	21,437
Capital Leases	-	-	70	97
Other Non-Current Liabilities	1,935	2,076	5,804	6,771
Total Liabilities	**26,308**	**28,665**	**34,672**	**40,914**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	229	323	284	336
Total Common Equity	15,379	17,254	18,975	20,891
Total Liabilities And Equity	**42,146**	**46,564**	**54,215**	**62,141**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	38.2%	26.6%	9.7%	4.4%
EBITDA	18.2%	41.9%	26.4%	11.3%
Net Income	34.1%	278.3%	45.1%	23.6%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	12.0%	20.0%	18.2%	14.5%
EBITDA	7.2%	16.4%	19.1%	16.8%
Net Income	(17.3%)	11.9%	29.9%	29.2%
Profitability				
Return on Assets	4.0%	4.6%	5.3%	5.3%
Return on Capital	5.0%	5.7%	6.7%	6.2%
Return on Equity	3.6%	9.6%	12.5%	12.6%
Margin Analysis				
Gross Margin	11.6%	13.1%	16.6%	16.2%
EBITDA Margin	15.2%	17.0%	19.7%	20.3%
Net Income Margin	2.0%	5.9%	7.8%	8.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	20,508	25,954	28,461	29,705
Cost Of Revenues	18,135	22,541	23,738	23,977
Gross Profit	**2,373**	**3,413**	**4,723**	**5,728**
Selling General & Admin Exp.	1,381	1,780	2,863	3,270
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(1,246)	(1,663)	(1,635)	(1,837)
Operating Income	**2,237**	**3,296**	**4,295**	**4,479**
Net Interest Exp.	(539)	(588)	(738)	(984)
EBT Excl. Unusual Items	964	2,401	3,262	3,575
Total Unusual Items	(234)	(300)	(329)	(361)
EBT Incl. Unusual Items	730	2,101	2,932	3,213
Income Tax Expense	278	507	623	735
Earnings from Cont. Ops.	452	1,594	2,309	2,478
Net Income	**406**	**1,536**	**2,229**	**2,401**

Sales, Operating Income (mBRL) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

NextEra Energy Partners, LP (NYSE:NEP) - Business Description

NextEra Energy Partners, LP acquires, owns, and manages contracted clean energy projects in the United States. It owns a portfolio of contracted renewable generation assets consisting of wind and solar projects, as well as contracted natural gas pipeline assets. The company was founded in 2014 and is headquartered in Juno Beach, Florida.

Stock Exchange	NYSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.investor.ne	LTM as of	30/09/2020
Employees	8	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	BB

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (11/09/20)	69.15
52-Week Low (3/18/20)	29.01
Daily Volume	0.6
Current Price (12/31/20)	67.05
% of 52-Week High	97.0%
% of 52-Week Low	231.1%
% of 52-Week Range	94.8%
Total Basic Common Shares	73
Market Capitalization	4,895
Plus: Total Debt	9,825
Plus: Preferred Stock	175
Plus: Minority Interest	5,425
Less: Cash and ST Investments	(95)
Enterprise Value	14,260

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	164	154	128	95
Total Receivables	86	82	257	282
Inventory	21	19	20	28
Other Current Assets	127	85	28	58
Total Current Assets	398	340	433	480
Net Property, Plant & Equipment	6,197	6,794	7,013	7,047
Long-term Investments	237	240	1,664	1,627
Other Long-Term Assets	1,593	2,031	3,146	3,178
Total Assets	8,425	9,405	12,256	12,332
Accounts Payable	26	10	122	179
Current Portion of Long Term Debt	99	708	13	32
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	-
Other Current Liabilities	151	141	166	152
Total Current Liabilities	276	859	301	363
Long-Term Debt	4,218	2,832	4,549	4,891
Capital Leases	-	24	41	-
Other Non-Current Liabilities	1,639	(6,232)	(9,467)	(8,945)
Total Liabilities	6,167	675	307	1,184
Total Pref. Equity	548	548	183	112
Minority Interest	34	3,192	4,883	5,423
Total Common Equity	1,642	1,798	2,000	2,166
Total Liabilities And Equity	8,425	9,405	12,256	12,332

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	4.5%	(4.5%)	10.9%	13.2%
EBITDA	0.2%	(5.2%)	10.6%	17.4%
Net Income	(173.5%)	(414.8%)	(137.0%)	137.4%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	54.1%	33.9%	19.0%	15.8%
EBITDA	49.6%	32.3%	15.4%	13.4%
Net Income	NM	57.2%	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	2.3%	2.0%	1.3%	1.4%
Return on Capital	3.1%	2.3%	1.4%	1.8%
Return on Equity	4.8%	6.9%	(6.4%)	(4.9%)
Margin Analysis				
Gross Margin	69.3%	66.7%	60.7%	61.3%
EBITDA Margin	66.7%	66.1%	66.0%	66.1%
Net Income Margin	(7.6%)	24.9%	(8.3%)	(8.2%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	807	771	855	911
Cost Of Revenues	248	257	336	362
Gross Profit	559	514	519	549
Selling General & Admin Exp.	-	-	-	-
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	247	224	286	299
Operating Income	312	290	233	250
Net Interest Exp.	(199)	(248)	(702)	(697)
EBT Excl. Unusual Items	261	121	(430)	(342)
Total Unusual Items	-	152	-	-
EBT Incl. Unusual Items	261	273	(430)	(342)
Income Tax Expense	167	6	(26)	(28)
Earnings from Cont. Ops.	114	267	(404)	(314)
Net Income	(61)	192	(71)	(77)

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Ørsted A/S (CPSE:ORSTED) - Business Description

Ørsted A/S, together with its subsidiaries, develops, constructs, owns, and operates offshore and onshore wind farms, solar farms, energy storage facilities, bioenergy plants, and waste-to-energy solutions. It operates through Offshore, Onshore, and Markets & Bioenergy segments. The Offshore segment develops, constructs, owns, and operates offshore wind farms in the United Kingdom, Germany, Denmark, the Netherlands, the United States, and Taiwan. The Onshore segment develops, owns, and operates onshore wind and solar farms in the United States, and a storage solution in the United Kingdom. The Markets & Bioenergy segment engages in the generation of heat and power from combined heat and power plants in Denmark, sells power and gas in the wholesale and retail markets, distributes power in Denmark, and optimizes and hedges energy portfolio. The company was formerly known as DONG Energy A/S and changed its name to Ørsted A/S in November 2017. Ørsted A/S was founded in 1972 and is headquartered in Fredericia, Denmark.

Stock Exchange	CPSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.orsted.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	6,120	Filing Currency:	DKK
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	1,259.00
52-Week Low (3/16/20)	549.00
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	1,243.50
% of 52-Week High	98.7%
% of 52-Week Low	227.7%
% of 52-Week Range	92.6%
Total Basic Common Shares	420
Market Capitalization	522,352
Plus: Total Debt	10,549
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	2,799
Less: Cash and ST Investments	(27,144)
Enterprise Value	532,638

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	29,045	28,284	22,943	33,144
Total Receivables	23,802	18,107	14,478	17,454
Inventory	3,853	13,943	14,031	14,313
Other Current Assets	7,949	21,423	25,449	7,616
Total Current Assets	**64,650**	**81,757**	**76,901**	**65,427**
Net Property, Plant & Equipment	75,845	84,055	106,013	125,157
Long-term Investments	469	668	714	459
Other Long-Term Assets	5,557	8,095	9,232	12,321
Total Assets	**146,521**	**174,575**	**192,860**	**194,567**
Accounts Payable	11,499	13,082	10,832	9,203
Current Portion of Long Term Debt	3,921	2,201	801	2,821
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	604	641
Other Current Liabilities	14,867	24,504	26,066	19,493
Total Current Liabilities	**30,287**	**39,787**	**38,303**	**32,768**
Long-Term Debt	25,715	25,095	36,039	33,953
Capital Leases	-	-	4,728	5,110
Other Non-Current Liabilities	11,068	17,802	17,732	22,570
Total Liabilities	**70,877**	**86,072**	**100,050**	**95,305**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	3,807	3,388	3,248	3,799
Total Common Equity	68,030	81,727	86,314	93,562
Total Liabilities And Equity	**146,521**	**174,575**	**192,860**	**194,567**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	4.0%	26.5%	(6.8%)	(20.8%)
EBITDA	24.3%	13.9%	37.3%	(12.8%)
Net Income	141.5%	(6.1%)	(60.7%)	127.2%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(1.9%)	0.9%	(0.4%)	(1.8%)
EBITDA	11.0%	(1.5%)	0.1%	(2.6%)
Net Income	NM	NM	NM	256.7%
Profitability				
Return on Assets	2.7%	2.9%	4.2%	3.3%
Return on Capital	4.2%	4.4%	6.3%	5.8%
Return on Equity	20.6%	23.3%	8.3%	17.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	31.8%	28.5%	39.2%	47.0%
EBITDA Margin	19.9%	17.9%	26.3%	30.5%
Net Income Margin	32.5%	24.2%	10.2%	16.5%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	59,709	75,520	70,398	58,771
Cost Of Revenues	40,694	54,018	42,836	30,001
Gross Profit	**19,015**	**21,502**	**27,562**	**28,690**
Selling General & Admin Exp.	7,438	8,991	10,043	10,155
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	5,458	4,987	5,242	5,201
Operating Income	**6,119**	**7,524**	**12,277**	**13,334**
Net Interest Exp.	(932)	(1,158)	(1,772)	(2,285)
EBT Excl. Unusual Items	5,347	6,426	10,987	8,305
Total Unusual Items	9,752	15,540	(595)	(9,541)
EBT Incl. Unusual Items	15,099	21,966	10,392	19,241
Income Tax Expense	1,778	3,700	3,101	2,787
Earnings from Cont. Ops.	13,321	18,266	7,291	16,277
Net Income	**19,435**	**18,251**	**7,181**	**16,225**

Sales, Operating Income (mDKK) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. (WSE:PGE) - Business Description

PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. engages in the production, transmission, and distribution of electricity in Poland. The company operates through five segments: Conventional Generation, Renewables, Supply, Distribution, and Other Operations. It generates electricity from fossil fuels comprising lignite, hard coal, biomass, and natural gas, as well as renewable energy sources, such as hydro, wind, and photovoltaic. The company operates 5 conventional power plants, 16 CHP plants, 2 lignite mines, 14 wind farms, 1 photovoltaic power plant, 29 run-of-river hydro power plants, and 4 pumped-storage power plants, including 2 with natural flow. It produces, transmits, and distributes heat; sells and purchases electricity and gas on wholesale market; trades in CO2 allowances and energy certificates; and purchases and sells fuels, as well as sells electricity and provides services to end users. The company supplies power to approximately 5 million households, businesses, and institutions. It also manages investment funds and invests in start-ups. The company was founded in 2007 and is based in Warsaw, Poland.

Stock Exchange	WSE	Latest Fiscal Year	[illegible]
Website	[illegible]	LTM as of	[illegible]
Employees	[illegible]	Filing Currency:	PLN
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	[illegible]

VALUATION	
LTM as of	[illegible]
52-Week High (07/21/20)	[illegible]
52-Week Low (3/16/20)	[illegible]
Daily Volume	[illegible]
Current Price (12/31/20)	**8.50**
% of 52-Week High	76.0%
% of 52-Week Low	257.4%
% of 52-Week Range	66.0%
Total Basic Common Shares	[illegible]
Market Capitalization	**12,153**
Plus: Total Debt	[illegible]
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	[illegible]
Less: Cash and ST Investments	[illegible]
Enterprise Value	**20,374**

	Fiscal Year Ending,			LTM
GROWTH RATES	12/31/17	12/31/18	12/31/19	[illegible]
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(17.8%)	12.3%	45.0%	[illegible]
EBITDA	3.7%	(17.4%)	9.4%	[illegible]
Net Income	1.2%	(42.4%)	(364.4%)	[illegible]
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(5.4%)	(3.0%)	6.0%	[illegible]
EBITDA	6.6%	(4.6%)	(3.0%)	[illegible]
Net Income	(6.4%)	(17.6%)	NM	[illegible]
Profitability				
Return on Assets	4.0%	2.3%	2.7%	[illegible]
Return on Capital	5.1%	3.0%	3.6%	[illegible]
Return on Equity	5.8%	3.2%	(8.6%)	[illegible]
Margin Analysis				
Gross Margin	27.8%	20.4%	13.3%	[illegible]
EBITDA Margin	32.2%	23.7%	17.9%	[illegible]
Net Income Margin	11.3%	5.8%	(10.5%)	[illegible]

	Fiscal Year Ending,			LTM
(in millions)	12/31/17	12/31/18	12/31/19	[illegible]
Total Revenues	23,100	25,946	37,627	[illegible]
Cost Of Revenues	16,672	20,642	32,621	[illegible]
Gross Profit	**6,428**	**5,304**	**5,006**	[illegible]
Selling General & Admin Exp.	2,058	2,474	2,536	[illegible]
R & D Exp.	-	-	-	
Other Operating Expenses	(66)	46	(788)	[illegible]
Operating Income	**4,436**	**2,784**	**3,258**	[illegible]
Net Interest Exp.	(169)	(239)	(345)	[illegible]
EBT Excl. Unusual Items	4,281	2,581	2,811	[illegible]
Total Unusual Items	(1,059)	(389)	(7,514)	[illegible]
EBT Incl. Unusual Items	3,222	2,192	(4,703)	[illegible]
Income Tax Expense	617	661	(775)	[illegible]
Earnings from Cont. Ops.	2,605	1,511	(3,928)	[illegible]
Net Income	**2,600**	**1,498**	**(3,961)**	[illegible]

	Fiscal Year Ending,			LTM
(in millions)	12/31/17	12/31/18	12/31/19	[illegible]
Total Cash & ST Investments	2,658	1,982	2,092	[illegible]
Total Receivables	3,691	3,753	4,465	[illegible]
Inventory	1,890	2,699	4,509	[illegible]
Other Current Assets	1,294	706	1,529	[illegible]
Total Current Assets	**9,533**	**9,140**	**12,595**	[illegible]
Net Property, Plant & Equipment	59,010	62,274	60,993	[illegible]
Long-term Investments	681	829	773	[illegible]
Other Long-Term Assets	2,959	3,662	3,289	[illegible]
Total Assets	**72,183**	**75,905**	**77,650**	[illegible]
Accounts Payable	1,650	1,511	1,506	[illegible]
Current Portion of Long Term Debt	1,621	4,346	1,394	[illegible]
Curr. Port. of Cap. Leases	2	2	55	[illegible]
Other Current Liabilities	5,722	6,668	8,871	[illegible]
Total Current Liabilities	**8,995**	**12,526**	**11,826**	[illegible]
Long-Term Debt	8,420	6,360	9,986	[illegible]
Capital Leases	2	1	874	[illegible]
Other Non-Current Liabilities	5,888	7,069	10,132	[illegible]
Total Liabilities	**24,555**	**27,030**	**33,665**	[illegible]
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	1,250	1,074	948	[illegible]
Total Common Equity	45,128	46,727	42,289	[illegible]
Total Liabilities And Equity	**72,183**	**75,905**	**77,650**	[illegible]

Sales, Operating Income (mPLN) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

PNE AG (XTRA:PNE3) - Business Description

PNE AG engages in the development, planning, realization, financing, operation, and sales of wind and photovoltaic (PV) farms and transformer stations in Germany and internationally. The company develops, constructs, and sells offshore and onshore wind farms under the PNE and WKN brand names, as well as PVs; provides technical and commercial operational management services for wind farms, PV plants, and transformer stations; and produces electricity from wind and biomass power plant. It is also involved in the development of power-to-gas and hybrid solutions. The company was formerly known as PNE WIND AG and changed its name to PNE AG in June 2018. PNE AG was founded in 1995 and is headquartered in Cuxhaven, Germany.

Stock Exchange	XTRA	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.pne-ag.com	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	465	**Filing Currency:**	EUR
Primary Industry	Heavy Electrical	**S&P LT Rating**	n/a

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	9.30
52-Week Low (3/19/20)	3.60
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	8.90
% of 52-Week High	96.4%
% of 52-Week Low	246.8%
% of 52-Week Range	93.5%
Total Basic Common Shares	76
Market Capitalization	611
Plus: Total Debt	209
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	(10)
Less: Cash and ST Investments	(19)
Enterprise Value	811

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	194	129	112	90
Total Receivables	11	14	43	26
Inventory	86	117	101	102
Other Current Assets	17	12	10	-
Total Current Assets	308	273	267	218
Net Property, Plant & Equipment	104	96	213	220
Long-term Investments	2	2	2	2
Other Long-Term Assets	79	82	86	50
Total Assets	493	453	568	547
Accounts Payable	25	15	35	16
Current Portion of Long Term Debt	107	26	12	11
Curr. Port. of Cap. Leases	0	0	3	3
Other Current Liabilities	47	53	64	59
Total Current Liabilities	179	94	114	100
Long-Term Debt	72	136	189	185
Capital Leases	0	0	37	35
Other Non-Current Liabilities	22	33	34	24
Total Liabilities	266	259	361	357
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	(8)	(14)	(13)	(10)
Total Common Equity	243	230	233	200
Total Liabilities And Equity	493	453	568	547

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(54.1%)	(19.9%)	45.3%	8.0%
EBITDA	(79.2%)	(40.4%)	113.1%	4.5%
Net Income	(75.2%)	(106.1%)	(166.3%)	(50.2%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	6.2%	(8.7%)	(8.9%)	4.5%
EBITDA	(2.6%)	(23.1%)	22.7%	(0.2%)
Net Income	0.1%	NM	NM	NM
Profitability				
Return on Assets	2.2%	0.8%	2.2%	0.8%
Return on Capital	2.7%	0.7%	2.7%	0.8%
Return on Equity	6.1%	(1.1%)	0.6%	(1.6%)
Margin Analysis				
Gross Margin	59.2%	62.4%	55.6%	51.5%
EBITDA Margin	19.2%	14.3%	20.9%	18.1%
Net Income Margin	15.0%	(1.1%)	0.5%	(1.0%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	114	91	133	124
Cost Of Revenues	47	34	59	66
Gross Profit	67	57	74	58
Selling General & Admin Exp.	27	31	31	30
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	24	22	25	27
Operating Income	16	4	18	7
Net Interest Exp.	(9)	(4)	(5)	(6)
EBT Excl. Unusual Items	7	(5)	6	(1)
Total Unusual Items	5	3	1	1
EBT Incl. Unusual Items	14	(2)	7	(1)
Income Tax Expense	(0)	(0)	6	1
Earnings from Cont. Ops.	14	(2)	1	(3)
Net Income	17	(1)	1	(2)

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

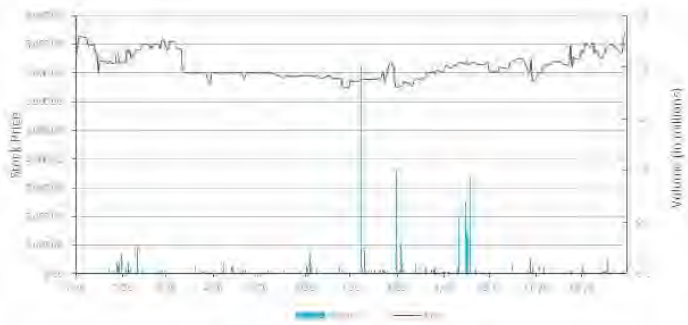
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Promigas S.A. E.S.P. (BVC:PROMIGAS) - Business Description

Promigas S.A. E.S.P. exploits, explores for, transports, distributes, and sells natural gas, and oil and hydrocarbons in Colombia and Latin America. It operates through Gas Transportation, Gas Distribution, Integrated Solutions for the Industry and Power Generation, Power Distribution, and Non-Bank Financing segments. The company transmits natural gas through a network of 3,200 kilometers of pipelines. It also provides integrated solutions including compression and dehydration of natural gas; and energy solutions, such as generation, cogeneration, and self-generation of power for hydrocarbon producers and other industries, as well as constructs gas pipelines and interconnection lines. In addition, the company operates and maintains approximately 26,676 kilometers of electrical power distribution networks, and distributes natural gas to approximately 4350 827 million users in 650 towns; as well as engages in the non-banking finance business. Further, it provides metrology laboratory services comprising calibration for measuring instruments in the magnitudes of pressure, temperature, and volume. The company operates and maintains dehydration systems with a capacity of approximately 135 MCFD, as well as an installed compression capacity of 18,100 hp, and installs, operates, and maintains cogeneration plants with a capacity of

Stock Exchange	BVC	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.promigas.c	LTM as of	30/09/2020
Employees	2,957	Filing Currency:	COP
Primary Industry	Gas Utilities	S&P LT Rating	nr



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/30/20)	8,400.00
52-Week Low (6/30/20)	6,500.00
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	**8,000.00**
% of 52-Week High	100.0%
% of 52-Week Low	123.2%
% of 52-Week Range	100.0%
Total Basic Common Shares	1,135
Market Capitalization	**9,532,724**
Plus: Total Debt	7,787,479
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	262,839
Less: Cash and ST Investments	(1,006,946)
Enterprise Value	**16,164,086**

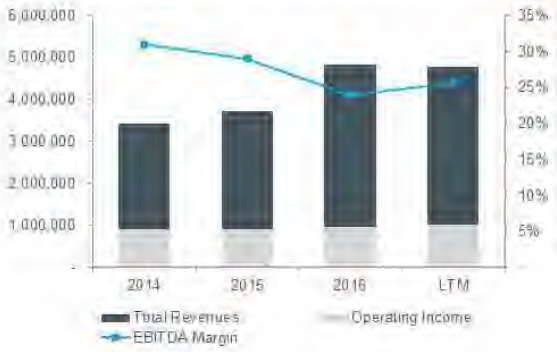
(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	360,166	445,597	461,780	1,006,946
Total Receivables	892,233	899,478	1,035,614	1,291,297
Inventory	66,398	59,188	68,792	110,590
Other Current Assets	122,052	207,348	247,645	248,951
Total Current Assets	**1,440,849**	**1,611,591**	**1,813,811**	**2,657,783**
Net Property, Plant & Equipment	1,135,752	1,139,361	1,288,242	1,306,516
Long-term Investments	653,478	702,796	727,360	779,756
Other Long-Term Assets	6,384,579	6,971,703	7,929,989	8,471,397
Total Assets	**9,634,659**	**10,425,471**	**11,756,401**	**13,215,452**
Accounts Payable	292,550	406,701	439,724	384,277
Current Portion of Long Term Debt	259,695	518,102	401,004	486,251
Curr. Port. of Cap. Leases	99,537	98,870	118,799	119,219
Other Current Liabilities	394,297	281,770	281,264	347,565
Total Current Liabilities	**1,046,422**	**1,285,442**	**1,220,790**	**1,315,312**
Long-Term Debt	3,684,986	4,049,993	4,871,447	5,979,482
Capital Leases	870,245	839,380	913,599	1,122,045
Other Non-Current Liabilities	421,687	379,092	433,556	532,467
Total Liabilities	**6,239,566**	**6,770,778**	**7,686,758**	**8,927,956**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	216,215	220,871	241,274	265,500
Total Common Equity	2,982,882	3,212,861	3,593,096	3,954,723
Total Liabilities And Equity	**9,634,659**	**10,425,471**	**11,756,401**	**13,215,129**

GROWTH RATES

	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(15.7%)	8.4%	29.5%	19.1%
EBITDA	(15.5%)	1.5%	6.9%	7.2%
Net Income	4.6%	12.4%	11.8%	9.7%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	16.2%	14.5%	15.4%	17.0%
EBITDA	22.1%	16.3%	16.0%	2.6%
Net Income	22.0%	10.4%	17.2%	1.7%
Profitability				
Return on Assets	5.0%	5.7%	5.5%	5.1%
Return on Capital	7.1%	6.5%	6.4%	5.0%
Return on Equity	22.4%	23.5%	23.6%	22.4%
Margin Analysis				
Gross Margin	34.6%	33.2%	28.5%	30.4%
EBITDA Margin	31.0%	29.1%	24.0%	25.8%
Net Income Margin	18.8%	19.5%	16.8%	17.2%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	3,439,041	3,727,680	4,828,801	4,773,670
Cost Of Revenues	2,248,323	2,490,110	3,450,900	3,328,772
Gross Profit	**1,190,718**	**1,237,570**	**1,377,902**	**1,452,898**
Selling General & Admin Exp.	235,896	274,085	335,813	343,907
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	51,925	55,418	69,297	76,977
Operating Income	**903,098**	**908,056**	**972,592**	**1,031,824**
Net Interest Exp.	(113,786)	(312,745)	(346,577)	(352,847)
EBT Excl. Unusual Items	920,649	985,561	1,038,219	1,107,729
Total Unusual Items	10,486	(732)	(11,007)	(11,007)
EBT Incl. Unusual Items	931,136	965,229	1,027,212	1,096,722
Income Tax Expense	242,980	189,711	331,687	334,887
Earnings from Cont. Ops.	688,156	775,518	695,525	761,835
Net Income	**645,247**	**725,463**	**811,347**	**820,260**

Sales, Operating Income (mCOP) and EBITDA Margin (%) Evolution



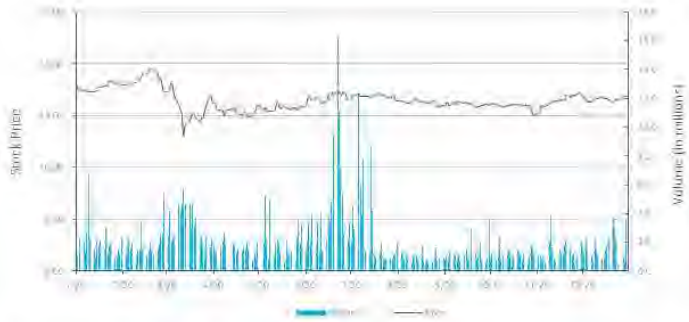
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Red Electrica Corporación, S.A. (BME:REE) - Business Description

Red Electrica Corporación, S.A. transmits electricity and operates and manages transmission network for the electricity system in Spain and internationally. Its transmission network comprises approximately 44,372 kilometers, and has 93,735 MVA of transformation capacity. The company also provides advisory, engineering, and construction services; telecommunications infrastructure services to telecommunications operators comprising leasing of dark fiber, and line and sub-station maintenance services. In addition, it constructs energy storage facilities in non-mainland and isolated systems; operates satellite communications system and offers space segment services for the geostationary orbital slots; sells and leases satellites and spatial capacity; and offers technical consultancy and satellite telecommunications services. The company was founded in 1985 and is headquartered in Alcobendas, Spain.

Stock Exchange	BME	**Latest Fiscal Year**	31/12/2019
Website	www.ree.es	**LTM as of**	30/09/2020
Employees	2,923	**Filing Currency:**	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	**S&P LT Rating**	A



VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	19.74
52-Week Low (3/12/20)	13.51
Daily Volume	2.7
Current Price (12/31/20)	16.78
% of 52-Week High	85.0%
% of 52-Week Low	124.0%
% of 52-Week Range	55.3%
Total Basic Common Shares	539
Market Capitalization	9,037
Plus: Total Debt	6,911
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(422)
Enterprise Value	15,526

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	651	821	366	422
Total Receivables	1,013	1,103	1,346	1,437
Inventory	40	35	43	-
Other Current Assets	-	-	12	-
Total Current Assets	**1,704**	**1,959**	**1,787**	**1,855**
Net Property, Plant & Equipment	8,701	8,711	9,573	-
Long-term Investments	268	304	372	-
Other Long-Term Assets	245	288	830	10,788
Total Assets	**10,918**	**11,262**	**12,662**	**12,643**
Accounts Payable	344	314	312	-
Current Portion of Long Term Debt	824	562	1,199	-
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	4	-
Other Current Liabilities	706	688	757	1,301
Total Current Liabilities	**1,874**	**1,564**	**2,272**	**1,301**
Long-Term Debt	4,696	5,033	5,313	6,191
Capital Leases	-	-	20	-
Other Non-Current Liabilities	1,253	1,302	1,245	1,197
Total Liabilities	**7,824**	**7,900**	**8,949**	**9,298**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	0	1	99	-
Total Common Equity	3,093	3,361	3,616	3,343
Total Liabilities And Equity	**10,918**	**11,262**	**12,662**	**12,643**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	1.8%	0.1%	2.8%	2.4%
EBITDA	2.2%	0.7%	2.6%	1.1%
Net Income	5.2%	5.2%	1.9%	(2.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	2.5%	2.5%	2.1%	1.1%
EBITDA	3.2%	3.3%	2.5%	1.3%
Net Income	6.4%	5.9%	0.0%	(1.8%)
Profitability				
Return on Assets	5.8%	5.9%	5.5%	5.1%
Return on Capital	7.4%	7.5%	6.9%	6.1%
Return on Equity	22.3%	21.8%	20.6%	19.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	97.0%	98.1%	98.3%	98.3%
EBITDA Margin	75.6%	76.0%	75.9%	75.8%
Net Income Margin	33.4%	35.0%	34.7%	33.8%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	2,008	2,011	2,057	2,087
Cost Of Revenues	61	38	35	35
Gross Profit	**1,947**	**1,973**	**2,033**	**2,052**
Selling General & Admin Exp.	150	153	161	176
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	794	769	821	810
Operating Income	**1,003**	**1,051**	**1,051**	**1,066**
Net Interest Exp.	(142)	(132)	(135)	(139)
EBT Excl. Unusual Items	887	948	952	911
Total Unusual Items	4	(13)	(4)	18
EBT Incl. Unusual Items	890	936	949	911
Income Tax Expense	220	232	230	211
Earnings from Cont. Ops.	670	704	718	700
Net Income	**670**	**705**	**718**	**700**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

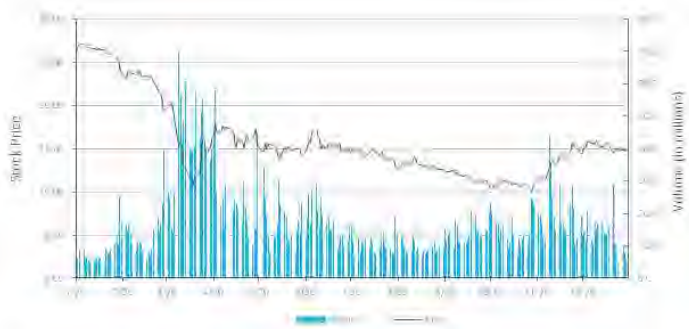
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Royal Dutch Shell plc (ENXTAM:RDSA) - Business Description

Royal Dutch Shell plc operates as an energy and petrochemical company worldwide. The company operates through Integrated Gas, Upstream, and Downstream segments. It explores for and extracts crude oil, natural gas, and natural gas liquids; markets and transports oil and gas; produces gas-to-liquids fuels and other products; and operates upstream and midstream infrastructure necessary to deliver gas to market. The company also markets and trades natural gas, liquefied natural gas (LNG), crude oil, electricity, carbon-emission rights; and markets and sells LNG as a fuel for heavy-duty vehicles and marine vessels. In addition, it trades in and refines crude oil and other feed stocks, such as gasoline, diesel, heating oil, aviation fuel, marine fuel, biofuel, lubricants, bitumen, and sulphur; produces and sells petrochemicals industrial use; and manages oil sands activities. Further, the company produces base chemicals comprising ethylene, propylene, and aromatics, as well as intermediate chemicals, such as styrene monomer, propylene oxide, solvents, detergent alcohols, ethylene oxide, and ethylene glycol. Royal Dutch Shell plc was founded in 1907 and is headquartered in The Hague, the Netherlands.

Stock Exchange	ENXTAM	Latest Fiscal Year	12/31/2019
Website	www.shell.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	87,000	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Integrated Oil &	S&P LT Rating	AA



VALUATION

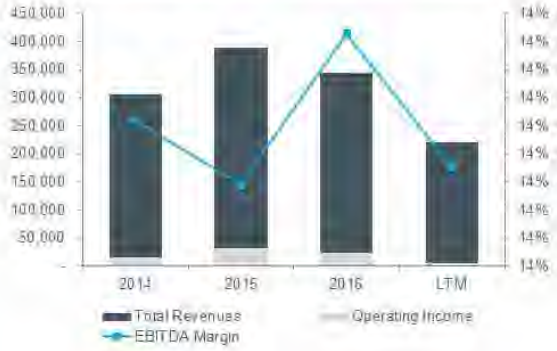
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/06/20)	27.49
52-Week Low (10/28/20)	9.86
Daily Volume	17.2
Current Price (12/31/20)	**14.61**
% of 52-Week High	53.4%
% of 52-Week Low	148.2%
% of 52-Week Range	27.1%
Total Basic Common Shares	7,773
Market Capitalization	**113,601**
Plus: Total Debt	109,056
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	3,173
Less: Cash and ST Investments	(35,714)
Enterprise Value	**190,116**

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	20,312	26,741	18,055	35,714
Total Receivables	40,625	37,976	39,132	33,015
Inventory	26,223	21,117	24,071	17,100
Other Current Assets	9,244	12,548	11,431	9,200
Total Current Assets	**95,404**	**97,482**	**92,689**	**95,011**
Net Property, Plant & Equipment	226,380	223,176	238,349	231,976
Long-term Investments	35,149	28,403	26,797	22,489
Other Long-Term Assets	50,164	50,134	47,501	49,935
Total Assets	**407,097**	**399,194**	**404,336**	**379,250**
Accounts Payable	33,196	30,351	29,497	29,546
Current Portion of Long Term Debt	9,500	8,419	6,146	17,811
Curr. Port. of Cap. Leases	1,084	1,022	4,956	-
Other Current Liabilities	35,987	38,021	39,025	10,164
Total Current Liabilities	**79,767**	**77,813**	**79,624**	**70,541**
Long-Term Debt	59,430	53,686	55,779	62,314
Capital Leases	14,440	13,004	25,581	29,330
Other Non-Current Liabilities	48,736	44,381	44,915	50,779
Total Liabilities	**205,829**	**192,772**	**209,886**	**215,736**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	3,456	3,888	3,987	3,173
Total Common Equity	194,356	198,646	186,476	157,150
Total Liabilities And Equity	**407,097**	**399,194**	**404,336**	**379,250**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	30.6%	27.3%	(11.2%)	(26.7%)
EBITDA	51.1%	26.2%	(9.5%)	(42.1%)
Net Income	183.7%	79.9%	(32.2%)	(164.6%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(8.2%)	(3.0%)	(3.9%)	(1.9%)
EBITDA	(4.0%)	2.1%	1.9%	1.4%
Net Income	(13.4%)	7.4%	1.3%	(6)%
Profitability				
Return on Assets	2.5%	4.9%	3.7%	1.0%
Return on Capital	3.6%	7.1%	5.2%	1.3%
Return on Equity	7.0%	11.9%	8.4%	(9.4%)
Margin Analysis				
Gross Margin	18.0%	17.3%	19.0%	21.2%
EBITDA Margin	14.0%	13.8%	14.1%	13.8%
Net Income Margin	4.3%	6.0%	4.6%	(7.0%)

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	305,179	388,379	344,877	259,501
Cost Of Revenues	250,099	321,369	279,421	177,946
Gross Profit	**55,080**	**67,010**	**65,456**	**81,555**
Selling General & Admin Exp.	11,557	12,251	11,529	11,053
R & D Exp.	922	986	962	1,004
Other Operating Expenses	26,502	21,954	29,310	28,405
Operating Income	**16,099**	**31,819**	**23,555**	**5,338**
Net Interest Exp.	(2,990)	(2,869)	(3,768)	(6,204)
EBT Excl. Unusual Items	17,653	32,986	23,576	2,182
Total Unusual Items	477	2,635	(1,910)	(24,956)
EBT Incl. Unusual Items	18,130	35,621	25,486	(20,853)
Income Tax Expense	4,695	11,715	9,053	(3,553)
Earnings from Cont. Ops.	13,435	23,906	16,432	(16,485)
Net Income	**12,977**	**23,352**	**15,842**	**(16,707)**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution



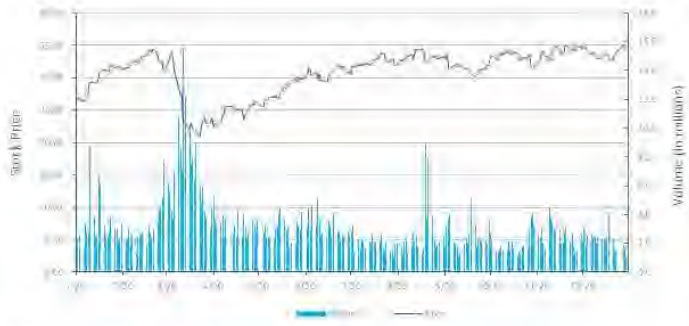
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

RWE Aktiengesellschaft (XTRA:RWE) - Business Description

RWE Aktiengesellschaft produces and supplies power through renewable and conventional sources primarily in Europe and the United States. It operates through five segments: Lignite & Nuclear, European Power, Supply & Trading, Innogy – Continuing Operations, and Operations acquired from E.ON. The company engages in the electricity generation from lignite and nuclear, gas, hard coal, and biomass sources, as well as lignite production. It is also involved in the commodity trading, and producing wind, hydro, and solar electricity, as well as operates gas storage facilities. The company serves commercial, industrial, and corporate customers. RWE Aktiengesellschaft was founded in 1898 and is headquartered in Essen, Germany.

Stock Exchange	XTRA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.group.rwe	LTM as of	30/09/2020
Employees	19,521	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Multi-Utilities	S&P LT Rating	NR



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/02/20)	35.45
52-Week Low (3/23/20)	20.05
Daily Volume	3.1
Current Price (12/31/20)	34.57
% of 52-Week High	97.5%
% of 52-Week Low	172.4%
% of 52-Week Range	84.2%
Total Basic Common Shares	676
Market Capitalization	23,366
Plus: Total Debt	5,179
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	238
Less: Cash and ST Investments	(7,829)
Enterprise Value	20,974

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(68.4%)	(3.0%)	(1.7%)	5.9%
EBITDA	(82.5%)	203.7%	(253.6%)	(34.9%)
Net Income	(134.4%)	(79.7%)	2060.7%	(60.6%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(22.9%)	(23.1%)	(22.2%)	(21.7%)
EBITDA	(47.6%)	(28.7%)	NM	(31.8%)
Net Income	5.7%	NM	36.3%	(18.8%)
Profitability				
Return on Assets	0.3%	0.1%	(2.0%)	(0.0%)
Return on Capital	0.7%	0.3%	(7.0%)	(0.0%)
Return on Equity	17.2%	(9.4%)	(8.2%)	4.7%
Margin Analysis				
Gross Margin	24.1%	22.2%	27.5%	41.3%
EBITDA Margin	2.4%	7.4%	(11.6%)	5.1%
Net Income Margin	14.0%	2.9%	64.4%	7.3%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	8,826	7,132	6,450	7,739
Total Receivables	6,544	2,388	4,538	12,717
Inventory	1,924	1,631	1,585	1,679
Other Current Assets	6,071	50,362	15,668	-
Total Current Assets	**23,365**	**61,513**	**28,241**	**22,135**
Net Property, Plant & Equipment	23,481	11,125	15,593	19,933
Long-term Investments	3,866	1,832	7,594	7,925
Other Long-Term Assets	18,357	5,938	12,764	9,759
Total Assets	**69,059**	**80,108**	**64,192**	**57,808**
Accounts Payable	5,077	2,429	2,987	3,867
Current Portion of Long Term Debt	1,931	223	1,327	1,429
Curr. Port. of Cap. Leases	11	10	83	-
Other Current Liabilities	13,275	43,182	15,329	9,430
Total Current Liabilities	**20,294**	**45,844**	**19,726**	**12,788**
Long-Term Debt	14,177	1,767	2,905	3,884
Capital Leases	237	231	1,019	-
Other Non-Current Liabilities	13,776	8,847	22,068	22,765
Total Liabilities	**52,776**	**61,270**	**46,241**	**39,482**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	4,292	4,581	503	329
Total Common Equity	7,699	9,676	10,945	17,997
Total Liabilities And Equity	**69,059**	**80,108**	**64,192**	**57,808**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	13,873	13,461	13,232	13,951
Cost Of Revenues	10,529	10,463	9,583	7,951
Gross Profit	**3,344**	**2,988**	**3,639**	**5,900**
Selling General & Admin Exp.	1,954	1,988	2,617	3,730
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	1,074	886	3,277	3,817
Operating Income	**316**	**114**	**(2,255)**	**(5)**
Net Interest Exp.	8	(224)	(858)	(697)
EBT Excl. Unusual Items	658	72	(1,933)	250
Total Unusual Items	1,398	(23)	1,181	1,181
EBT Incl. Unusual Items	2,056	49	(752)	1,409
Income Tax Expense	333	103	(92)	602
Earnings from Cont. Ops.	1,723	(54)	(660)	807
Net Income	**1,942**	**394**	**8,513**	**987**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Scatec ASA (OB:SCATC) - Business Description

Scatec ASA, together with its subsidiaries, operates as an integrated independent solar power producer. The company operates through Power Production Services; and Development and Construction segments. It is involved in the project design and development, financing, engineering, procurement, construction management, ownership, operation and maintenance, and asset management of solar photovoltaic power plants. The company has a total of 1.9 GW in operation and under construction in Argentina, Brazil, the Czech Republic, Egypt, Honduras, Jordan, Malaysia, Mozambique, Rwanda, South Africa, Ukraine, and internationally. The company was formerly known as Scatec Solar ASA and changed its name to Scatec ASA in November 2020. Scatec ASA was founded in 2007 and is headquartered in Oslo, Norway.

Stock Exchange	OB	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.scatecsolar.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	379	Filing Currency:	NOK
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a

VALUATION

LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	346.80
52-Week Low (3/16/20)	104.40
Daily Volume	0.6
Current Price (12/31/20)	341.40
% of 52-Week High	98.5%
% of 52-Week Low	331.1%
% of 52-Week Range	95.0%
Total Basic Common Shares	158
Market Capitalization	54,046
Plus: Total Debt	13,747
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	632
Less: Cash and ST Investments	(4,002)
Enterprise Value	64,423

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	2,863	3,303	2,824	4,002
Total Receivables	476	769	1,153	781
Inventory	-	-	-	
Other Current Assets	322	370	518	972
Total Current Assets	**3,661**	**4,442**	**4,495**	**5,455**
Net Property, Plant & Equipment	5,618	8,956	15,180	15,542
Long-term Investments	416	745	728	647
Other Long-Term Assets	546	714	1,175	2,167
Total Assets	**10,240**	**14,857**	**21,578**	**23,812**
Accounts Payable	216	162	888	886
Current Portion of Long Term Debt	333	373	868	1,551
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	14	-
Other Current Liabilities	386	1,264	980	1,982
Total Current Liabilities	**935**	**1,799**	**2,750**	**3,433**
Long-Term Debt	7,062	10,065	14,054	12,202
Capital Leases	-	-	231	-
Other Non-Current Liabilities	(799)	(665)	(421)	1,631
Total Liabilities	**7,775**	**11,799**	**17,277**	**17,812**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	577	591	663	632
Total Common Equity	1,311	1,885	2,975	5,369
Total Liabilities And Equity	**10,240**	**14,857**	**21,578**	**23,813**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	10.7%	2.6%	57.5%	79.3%
EBITDA	14.5%	(3.7%)	68.5%	71.3%
Net Income	9580.2%	(58.7%)	(127.9%)	257.5%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	25.0%	54.1%	31.8%	27.5%
EBITDA	98.6%	NM	36.6%	28.2%
Net Income	NM	NM	NM	17.5%
Profitability				
Return on Assets	4.5%	2.9%	3.2%	3.8%
Return on Capital	4.9%	3.3%	3.7%	4.3%
Return on Equity	27.4%	10.4%	5.1%	6.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA Margin	77.7%	73.0%	78.1%	77.6%
Net Income Margin	30.2%	12.2%	(2.2%)	7.0%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	1,121	1,150	1,811	2,649
Cost Of Revenues	-	-	-	-
Gross Profit	**1,121**	**1,150**	**1,811**	**2,649**
Selling General & Admin Exp.	140	178	220	291
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	356	389	656	867
Operating Income	**625**	**583**	**935**	**1,491**
Net Interest Exp.	(431)	(450)	(638)	(970)
EBT Excl. Unusual Items	85	340	217	454
Total Unusual Items	376	(17)	(33)	(53)
EBT Incl. Unusual Items	461	323	184	401
Income Tax Expense	23	97	29	140
Earnings from Cont. Ops.	438	226	155	261
Net Income	**339**	**140**	**(39)**	**66**

Sales, Operating Income (mNOK) and EBITDA Margin (%) Evolution

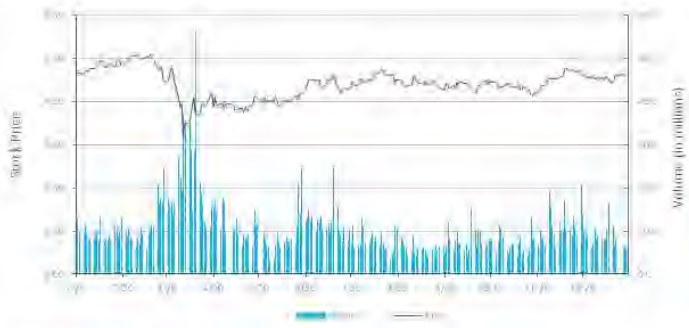
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Snam S.p.A. (BIT:SRG) - Business Description

Snam S.p.A., together with its subsidiaries, engages in the implementation and integrated management of natural gas infrastructure in Europe. It operates through Natural Gas Transportation, Liquefied Natural Gas (LNG) Regasification, and Natural Gas Storage segments. The company provides natural gas transportation and dispatching services with 32,727 kilometers of high-and medium-pressure gas pipelines; and owns and manages LNG regasification plants. It also offers natural gas storage services through an integrated infrastructure comprising deposits, wells, gas treatment plants, compression stations, and the operational dispatching system; and operates nine storage concessions, including five in Lombardy, three in Emilia-Romagna, and one in Abruzzo. Further, it engages in the leasing and maintenance of fiber optic telecommunication cables. The company was formerly known as Snam Rete Gas S.p.A. and changed its name to Snam S.p.A. in January 2012. Snam S.p.A. was founded in 1941 and is headquartered in San Donato Milanese, Italy.

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.snam.it	LTM as of	30/09/2020
Employees	2,000	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Gas Utilities	S&P LT Rating	BBB+



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/12/20)	5.11
52-Week Low (3/12/20)	3.55
Daily Volume	10.4
Current Price (12/31/20)	**4.80**
% of 52-Week High	90.0%
% of 52-Week Low	144.6%
% of 52-Week Range	73.6%
Total Basic Common Shares	3,235
Market Capitalization	**14,686**
Plus: Total Debt	15,762
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	3
Less: Cash and ST Investments	(3,157)
Enterprise Value	**27,694**

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	719	1,872	2,851	3,157
Total Receivables	1,737	1,376	1,397	
Inventory	86	109	112	
Other Current Assets	14	15	34	
Total Current Assets	**2,556**	**3,372**	**4,394**	**3,157**
Net Property, Plant & Equipment	16,033	16,153	16,439	16,500
Long-term Investments	1,692	1,750	1,828	2,103
Other Long-Term Assets	1,535	1,307	1,382	1,710
Total Assets	**21,816**	**22,582**	**24,043**	**23,470**
Accounts Payable	406	491	487	
Current Portion of Long Term Debt	1,070	1,863	1,676	1,075
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	6	6
Other Current Liabilities	2,730	3,356	3,896	3,070
Total Current Liabilities	**4,206**	**5,510**	**6,064**	**5,151**
Long-Term Debt	10,185	9,813	10,684	10,681
Capital Leases	-	-	15	15
Other Non-Current Liabilities	1,237	1,274	1,019	34
Total Liabilities	**15,628**	**16,597**	**17,782**	**17,883**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	3	3
Total Common Equity	6,188	5,985	6,255	5,587
Total Liabilities And Equity	**21,816**	**22,582**	**24,043**	**23,470**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	1.3%	2.1%	3.1%	4.5%
EBITDA	3.3%	3.3%	6.4%	3.0%
Net Income	4.2%	7.0%	13.5%	4.2%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(7.8%)	(7.5%)	(7.0%)	(1.9%)
EBITDA	(5.7%)	(5.7%)	(4.4%)	(4.4%)
Net Income	2.9%	0.9%	(1.9%)	(7.3%)
Profitability				
Return on Assets	4.1%	3.9%	4.0%	3.8%
Return on Capital	4.7%	4.5%	4.6%	4.1%
Return on Equity	14.1%	15.8%	17.8%	17.0%
Margin Analysis				
Gross Margin	87.2%	88.5%	89.9%	87.2%
EBITDA Margin	79.2%	80.2%	82.8%	80.4%
Net Income Margin	35.4%	37.1%	40.9%	39.7%

(In millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	2,533	2,586	2,665	2,742
Cost Of Revenues	324	296	269	245
Gross Profit	**2,209**	**2,290**	**2,396**	**2,494**
Selling General & Admin Exp.	188	201	172	172
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	660	697	734	750
Operating Income	**1,361**	**1,392**	**1,490**	**1,572**
Net Interest Exp.	(205)	(172)	(146)	(139)
EBT Excl. Unusual Items	1,134	1,199	1,323	1,378
Total Unusual Items	92	102	142	108
EBT Incl. Unusual Items	1,226	1,301	1,465	1,486
Income Tax Expense	329	341	375	398
Earnings from Cont. Ops.	897	960	1,090	1,088
Net Income	**897**	**960**	**1,090**	**1,088**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A. (BME:SLR) - Business Description

Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A. engages in the solar photovoltaic power generation business. The company develops, owns, manages, and operates photovoltaic plants with a total generation capacity of approximately 360 MW in Spain, Italy, Uruguay, and Greece. It additionally installs, repairs, plumbing, gas, electricity, cooling, heating, and air conditioning system. It also offers solar power plant custom operation and maintenance services. The company was founded in 2002 and is headquartered in Madrid, Spain.

Stock Exchange	BME	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.solariaenel	LTM as of	30/09/2020
Employees	67	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a

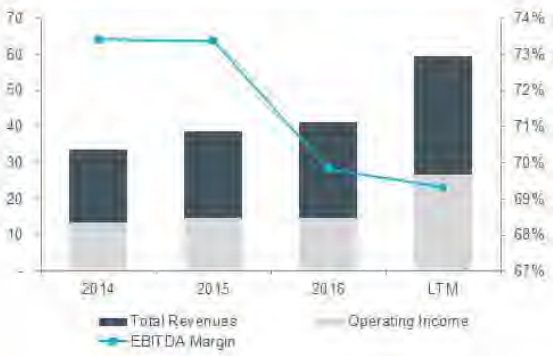
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/31/20)	24.18
52-Week Low (3/16/20)	3.85
Daily Volume	0.6
Current Price (12/31/20)	23.64
% of 52-Week High	98.2%
% of 52-Week Low	425.9%
% of 52-Week Range	97.6%
Total Basic Common Shares	125
Market Capitalization	2.954
Plus: Total Debt	403
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(90)
Enterprise Value	3.266

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	22	93	118	90
Total Receivables	13	13	20	27
Inventory	-	-	-	-
Other Current Assets	-	-	-	-
Total Current Assets	35	106	138	117
Net Property, Plant & Equipment	227	242	385	445
Long-term Investments	1	0	-	1
Other Long-Term Assets	19	47	78	95
Total Assets	281	395	601	659
Accounts Payable	1	0	47	26
Current Portion of Long Term Debt	9	13	26	19
Curr. Port. of Cap. Leases	1	2	2	2
Other Current Liabilities	3	2	7	7
Total Current Liabilities	14	17	81	54
Long-Term Debt	199	173	301	353
Capital Leases	9	19	22	32
Other Non-Current Liabilities	3	15	2	9
Total Liabilities	225	224	407	448
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	56	171	193	210
Total Liabilities And Equity	281	395	601	659

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	36.1%	14.8%	6.9%	54.1%
EBITDA	39.8%	14.7%	1.8%	38.7%
Net Income	113.9%	42.2%	11.8%	108.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(13.4%)	2.3%	10.4%	23.1%
EBITDA	NM	NM	33.6%	30.1%
Net Income	NM	NM	31.9%	41.8%
Profitability				
Return on Assets	3.2%	2.7%	1.8%	2.8%
Return on Capital	3.8%	2.6%	2.0%	3.1%
Return on Equity	31.3%	18.8%	13.1%	17.4%
Margin Analysis				
Gross Margin	98.2%	94.4%	98.4%	93.6%
EBITDA Margin	73.4%	73.4%	69.8%	69.3%
Net Income Margin	44.6%	55.2%	57.8%	58.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	34	39	41	60
Cost Of Revenues	1	2	1	1
Gross Profit	33	36	41	59
Selling General & Admin Exp.	4	3	6	7
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	16	18	20	25
Operating Income	13	15	15	27
Net Interest Exp.	(10)	(11)	(11)	(13)
EBT Excl. Unusual Items	4	4	6	16
Total Unusual Items	4	4	(1)	(1)
EBT Incl. Unusual Items	8	7	6	15
Income Tax Expense	(7)	(14)	(18)	(11)
Earnings from Cont. Ops.	15	21	24	26
Net Income	15	21	24	26

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution



Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A. (BME:SPK) - Business Description

Solarpack Corporación Tecnológica S.A., a multinational company, specializes in electrical generating projects, primarily in the field of solar photovoltaic energy. It engages in the development, financing, construction, operation and maintenance, and asset management of photovoltaic solar power plants. The company generates energy through 11 solar photovoltaic plants located in 4 countries that add a total capacity of 252 MWdc. It operates in Spain, Chile, Peru, Uruguay, Colombia, the United States, South Africa, Malaysia, Vietnam, and India. The company was founded in 2005 and is based in Getxo, Spain.

Stock Exchange	BME	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.solarpack	LTM as of	30/09/2020
Employees	344	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Independent Pol	S&P LT Rating	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/31/20)	29.80
52-Week Low (3/23/20)	9.72
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	**28.80**
% of 52-Week High	100.0%
% of 52-Week Low	296.3%
% of 52-Week Range	100.0%
Total Basic Common Shares	33
Market Capitalization	**958**
Plus: Total Debt	439
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	22
Less: Cash and ST Investments	(84)
Enterprise Value	**1,328**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	24	104	44	84
Total Receivables	8	14	65	50
Inventory	118	4	10	13
Other Current Assets	0	0	12	1
Total Current Assets	**151**	**122**	**131**	**150**
Net Property, Plant & Equipment	5	175	477	447
Long-term Investments	7	10	4	4
Other Long-Term Assets	4	35	93	94
Total Assets	**168**	**342**	**706**	**695**
Accounts Payable	10	11	44	29
Current Portion of Long Term Debt	85	13	82	38
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	-
Other Current Liabilities	15	7	17	1
Total Current Liabilities	**110**	**31**	**142**	**77**
Long-Term Debt	3	144	358	345
Capital Leases	-	-	-	-
Other Non-Current Liabilities	(7)	(2)	31	31
Total Liabilities	**111**	**178**	**535**	**452**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	4	5	4	22
Total Common Equity	49	155	162	159
Total Liabilities And Equity	**168**	**342**	**706**	**695**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(31.4%)	110.3%	207.4%	941.2%
EBITDA	(83.6%)	289.0%	94.3%	340.8%
Net Income	(65.4%)	6.1%	137.6%	339.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	0.0%	50.6%	0.0%
EBITDA	0.0%	0.0%	59.6%	0.0%
Net Income	0.0%	0.0%	NM	0.0%
Profitability				
Return on Assets	1.7%	2.7%	1.9%	2.4%
Return on Capital	1.9%	2.9%	2.1%	2.5%
Return on Equity	9.8%	5.2%	7.4%	10.5%
Margin Analysis				
Gross Margin	121.3%	92.5%	62.4%	54.1%
EBITDA Margin	26.4%	52.5%	33.2%	32.4%
Net Income Margin	35.9%	18.1%	14.0%	9.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	13	28	85	117
Cost Of Revenues	(3)	2	32	61
Gross Profit	**16**	**26**	**53**	**56**
Selling General & Admin Exp.	13	12	22	26
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(1)	2	16	31
Operating Income	**3**	**11**	**16**	**39**
Net Interest Exp.	(2)	(8)	(13)	(19)
EBT Excl. Unusual Items	4	6	7	12
Total Unusual Items	2	0	6	6
EBT Incl. Unusual Items	6	6	12	20
Income Tax Expense	1	0	0	3
Earnings from Cont. Ops.	5	6	12	16
Net Income	**5**	**5**	**12**	**17**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

SSE plc (LSE:SSE) - Business Description

SSE plc engages in the generation, transmission, distribution, and supply of electricity. The company operates through three segments: Wholesale, Networks, and Retail. It generates electricity from water, water, gas, coal, oil, and multi fuel. The company distributes electricity to approximately 3.8 million homes and businesses across the north of the central belt of Scotland and also central southern England; and owns and operates 132 kilovolts (KV), 275kV, and 400kV electricity transmission network using high voltage overhead lines, and underground and subsea cables. It also produces, stores, distributes, and supplies gas. In addition, it engages in electricity and utility contracting, telecommunications, energy trading, insurance, and property holding businesses, as well as provision of corporate and maintenance services. The company was formerly known as Scottish and Southern Energy plc and changed its name to SSE plc in September 2011. SSE plc was incorporated in 1989 and is based in Perth, the United Kingdom.

Stock Exchange	LSE	Latest Fiscal Year	31/03/2020
Website	www.sse.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	11,676	Filing Currency:	GBP
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+

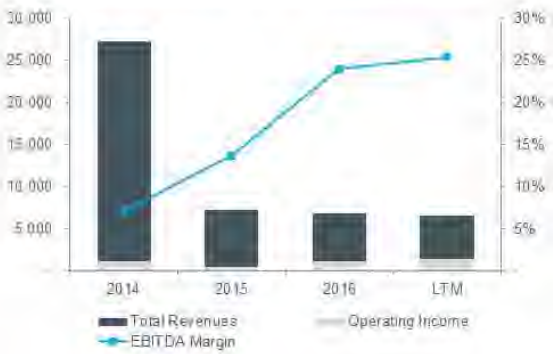
VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/19/20)	17.18
52-Week Low (4/06/20)	10.57
Daily Volume	2.0
Current Price (12/31/20)	16.00
% of 52-Week High	86.1%
% of 52-Week Low	141.8%
% of 52-Week Range	68.6%
Total Basic Common Shares	1,034
Market Capitalization	15,516
Plus: Total Debt	10,656
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(416)
Enterprise Value	25,156

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	3/31/18	3/31/19	3/31/20	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	237	435	171	416
Total Receivables	3,900	1,437	1,397	1,586
Inventory	226	229	174	160
Other Current Assets	2,057	3,362	1,734	1,217
Total Current Assets	**6,420**	**5,463**	**3,476**	**3,380**
Net Property, Plant & Equipment	12,343	12,425	12,815	13,063
Long-term Investments	982	1,900	1,860	1,858
Other Long-Term Assets	3,470	2,678	2,881	2,247
Total Assets	**23,215**	**22,469**	**21,032**	**20,551**
Accounts Payable	2,563	1,121	413	1,627
Current Portion of Long Term Debt	81	63	59	-
Curr. Port. of Cap. Leases	24	29	73	74
Other Current Liabilities	4,352	4,098	4,663	2,977
Total Current Liabilities	**7,020**	**5,311**	**5,208**	**3,678**
Long-Term Debt	8,133	8,869	8,315	8,336
Capital Leases	227	200	382	357
Other Non-Current Liabilities	2,606	2,297	2,206	2,787
Total Liabilities	**17,985**	**16,677**	**16,112**	**15,152**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	5,230	5,792	4,920	5,191
Total Liabilities And Equity	**23,215**	**22,469**	**21,032**	**20,551**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	3/31/18	3/31/19	3/31/20	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	(6.2%)	(73.2%)	(6.9%)	(6.7%)
EBITDA	(22.5%)	(48.5%)	63.0%	(17.8%)
Net Income	(46.5%)	58.2%	(100.9%)	153.4%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(0.8%)	(24.9%)	(26.5%)	(27.5%)
EBITDA	(0.6%)	(14.4%)	(5.0%)	(2.4%)
Net Income	14.6%	26.7%	NM	1.9%
Profitability				
Return on Assets	3.1%	1.3%	3.4%	4.0%
Return on Capital	5.0%	2.0%	4.7%	5.3%
Return on Equity	13.0%	23.8%	8.7%	22.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	8.4%	19.0%	29.6%	33.4%
EBITDA Margin	7.1%	13.7%	24.0%	25.4%
Net Income Margin	3.4%	19.9%	(0.2%)	14.8%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	3/31/18	3/31/19	3/31/20	30/09/2020
Total Revenues	27,250	7,302	6,801	6,342
Cost Of Revenues	24,974	5,911	4,784	4,356
Gross Profit	**2,277**	**1,391**	**2,016**	**2,186**
Selling General & Admin Exp.	1,145	949	854	771
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	(38)	(41)	(24)	(58)
Operating Income	**1,170**	**483**	**1,187**	**1,514**
Net Interest Exp.	(256)	(278)	(303)	(253)
EBT Excl. Unusual Items	1,021	289	956	1,258
Total Unusual Items	(156)	1,011	(368)	(157)
EBT Incl. Unusual Items	864	1,300	588	1,098
Income Tax Expense	116	(10)	122	(92)
Earnings from Cont. Ops.	748	1,310	466	1,190
Net Income	**920**	**1,456**	**(13)**	**973**

Sales, Operating Income (mGBP) and EBITDA Margin (%) Evolution



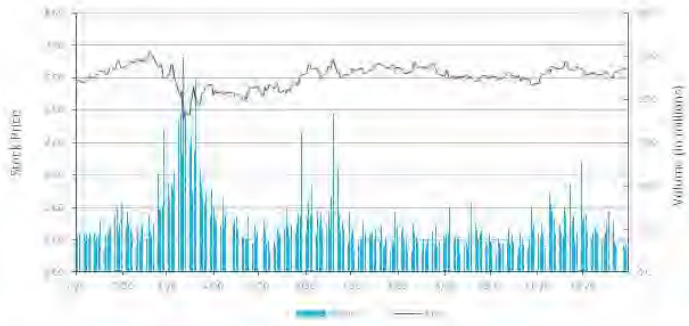
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni (BIT:TRN) - Business Description

Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni, together with its subsidiaries, engages in the electricity transmission and dispatching activities in Italy, Euro-area countries, and internationally. It is also involved in the design, development, planning, construction, management, operation and maintenance of national transmission grid, electricity infrastructures, and high-voltage infrastructures. In addition, the company designs, produces, markets, and repairs industrial and power transformers; develops renewable energy projects; and offers telecommunications, and operation and maintenance services for third parties, as well as undertakes private interconnector projects. Further, it owns the national transmission grid. Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni was founded in 1999 and is based in Rome, Italy.

Stock Exchange	BIT	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.terna.it	LTM as of	30/09/2020
Employees	4,695	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	BBB+



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (02/20/20)	6.91
52-Week Low (3/16/20)	4.53
Daily Volume	3.7
Current Price (12/31/20)	6.25
% of 52-Week High	91.8%
% of 52-Week Low	138.0%
% of 52-Week Range	75.5%
Total Basic Common Shares	2,009
Market Capitalization	12,554
Plus: Total Debt	11,624
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	44
Less: Cash and ST Investments	(2,990)
Enterprise Value	21,422

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Cash & ST Investments	1,989	1,732	1,572	2,990
Total Receivables	1,388	1,244	1,388	981
Inventory	15	63	51	
Other Current Assets	54	29	25	-
Total Current Assets	3,446	3,069	2,986	3,199
Net Property, Plant & Equipment	12,753	13,244	13,864	14,147
Long-term Investments	78	76	80	347
Other Long-Term Assets	640	766	1,074	327
Total Assets	16,917	17,156	18,004	18,373
Accounts Payable	2,492	2,505	2,422	965
Current Portion of Long Term Debt	884	1,231	124	1,380
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	3	-
Other Current Liabilities	423	395	473	1,831
Total Current Liabilities	3,799	4,130	3,022	4,177
Long-Term Debt	8,682	8,264	9,619	9,680
Capital Leases	-	2	22	-
Other Non-Current Liabilities	555	615	1,026	53
Total Liabilities	13,062	13,067	13,730	13,953
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	26	36	42	44
Total Common Equity	3,803	4,019	4,190	4,374
Total Liabilities And Equity	16,917	17,156	18,004	18,374

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	7.6%	4.3%	0.8%	4.1%
EBITDA	4.2%	1.3%	5.0%	3.7%
Net Income	8.7%	2.7%	7.2%	7.8%
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	4.9%	4.4%	3.8%	4.5%
EBITDA	3.3%	2.1%	2.7%	3.0%
Net Income	8.2%	6.6%	6.8%	7.3%
Profitability				
Return on Assets	4.2%	4.0%	4.1%	4.1%
Return on Capital	5.2%	5.0%	5.1%	5.1%
Return on Equity	18.8%	18.1%	18.4%	18.4%
Margin Analysis				
Gross Margin	85.1%	83.5%	86.2%	84.8%
EBITDA Margin	73.4%	71.3%	74.3%	72.6%
Net Income Margin	31.3%	30.8%	32.7%	31.8%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/09/2020
Total Revenues	2,201	2,296	2,315	2,430
Cost Of Revenues	327	378	319	370
Gross Profit	1,874	1,918	1,996	2,060
Selling General & Admin Exp.	252	262	269	286
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	522	558	586	610
Operating Income	1,100	1,097	1,141	1,164
Net Interest Exp.	(84)	(82)	(75)	(68)
EBT Excl. Unusual Items	1,019	1,009	1,063	1,078
Total Unusual Items	(30)	(2)	15	14
EBT Incl. Unusual Items	989	1,008	1,077	1,091
Income Tax Expense	294	296	314	310
Earnings from Cont. Ops.	694	712	764	781
Net Income	688	707	757	774

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

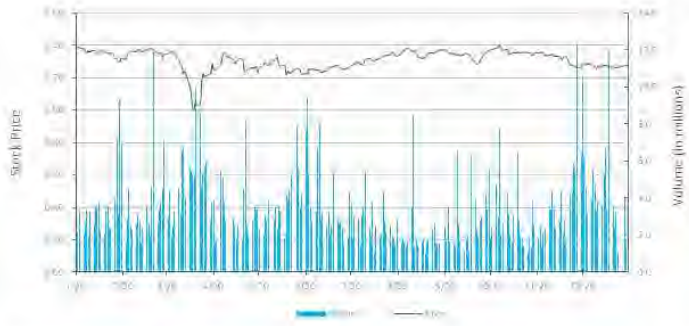
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

The Renewables Infrastructure Group Limited (LSE:TRIG) - Business Description

The Renewables Infrastructure Group Limited specializes in infrastructure investments. The fund typically invests in operational assets which generate electricity from renewable sources, with a particular focus on onshore wind farms and solar photovoltaic parks. It seeks to invest in United Kingdom and Northern European countries including France, Ireland, Germany and Scandinavia. The fund seeks to invest through equity and shareholder loans.

Stock Exchange	LSE	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.trig-ltd.com	LTM as of	30/06/2020
Employees	0	Filing Currency:	GBP
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (10/07/20)	1.41
52-Week Low (3/19/20)	0.95
Daily Volume	0.5
Current Price (12/31/20)	1.28
% of 52-Week High	90.9%
% of 52-Week Low	133.4%
% of 52-Week Range	71.4%
Total Basic Common Shares	1,903
Market Capitalization	2,433
Plus: Total Debt	-
Plus: Preferred Stock	-
Plus: Minority Interest	-
Less: Cash and ST Investments	(24)
Enterprise Value	2,408

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Cash & ST Investments	11	17	128	24
Total Receivables	1	2	2	1
Inventory	-	-	-	-
Other Current Assets	-	-	13	-
Total Current Assets	**12**	**18**	**142**	**25**
Net Property, Plant & Equipment	-	-	-	-
Long-term Investments	973	1,267	1,741	1,857
Other Long-Term Assets	(0)	-	-	-
Total Assets	**985**	**1,286**	**1,884**	**1,882**
Accounts Payable	-	-	-	
Current Portion of Long Term Debt	-	-	-	
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	-	-
Other Current Liabilities	2	2	0	16
Total Current Liabilities	**2**	**2**	**0**	**16**
Long-Term Debt	-	-	-	-
Capital Leases	-	-	-	-
Other Non-Current Liabilities	-	-	-	-
Total Liabilities	**2**	**2**	**0**	**16**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	-	-	-	-
Total Common Equity	983	1,284	1,883	1,866
Total Liabilities And Equity	**985**	**1,286**	**1,884**	**1,882**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	22.5%	34.2%	16.5%	(69.2%)
EBITDA	NA	NA	NA	NA
Net Income	32.8%	36.6%	31.6%	(71.7%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	0.0%	43.1%	44.5%	20.9%
EBITDA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Income	0.0%	47.4%	47.4%	15.2%
Profitability				
Return on Assets	6.3%	6.8%	5.7%	2.1%
Return on Capital	6.3%	6.8%	5.7%	2.1%
Return on Equity	9.9%	10.9%	10.2%	3.1%
Margin Analysis				
Gross Margin	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EBITDA Margin	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Income Margin	96.9%	98.6%	111.3%	88.5%

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Revenues	93	125	146	63
Cost Of Revenues	-	-	-	-
Gross Profit	**93**	**125**	**146**	**63**
Selling General & Admin Exp.	1	1	2	2
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	-	-	-	-
Operating Income	**92**	**124**	**144**	**62**
Net Interest Exp.	0	0	0	0
EBT Excl. Unusual Items	90	123	162	58
Total Unusual Items	-	-	-	-
EBT Incl. Unusual Items	90	123	162	58
Income Tax Expense	-	-	-	-
Earnings from Cont. Ops.	90	123	162	58
Net Income	**90**	**123**	**162**	**58**

Sales, Operating Income (mGBP) and EBITDA Margin (%) Evolution

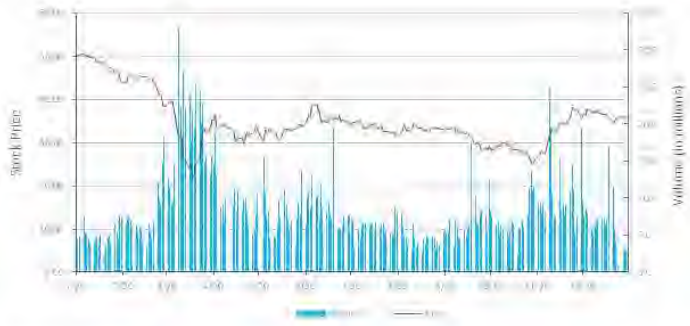
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

TOTAL SE (ENXTPA:FP) - Business Description

TOTAL SE operates as an integrated oil and gas company worldwide. The company operates through four segments: Exploration & Production, Integrated Gas, Renewables & Power, Refining & Chemicals, and Marketing & Services. The Exploration & Production segment is involved in oil and natural gas exploration and production activities in approximately 50 countries. The Integrated Gas, Renewables & Power segment engages in the liquefied natural gas (LNG) production, shipping, trading, and regasification activities; trading of liquefied petroleum gas (LPG), petcoke and sulfur, and natural gas and electricity; transportation of natural gas; electricity production from natural gas, wind, solar, hydroelectric, and biogas sources; and energy storage activities. The Refining & Chemicals segment is involved in refining petrochemicals, including olefins and aromatics, and polymer derivatives, such as polyethylene, polypropylene, polystyrene, and hydrocarbon resins, as well as biomass conversion and elastomer processing. It also engages in trading and shipping crude oil and petroleum products. The Marketing & Services segment produces and sells lubricants; and supplies and markets petroleum products, including bulk fuel, aviation fuel, special fluids, LPG, bitumen, heavy fuels, and marine bunkers. It operates approximately 15,615 service

Stock Exchange	ENXTPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.total.com	LTM as of	30/09/2020
Employees	107,776	Filing Currency:	USD
Primary Industry	Integrated Oil &	S&P LT Rating	A+



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (01/06/20)	50.93
52-Week Low (3/19/20)	21.97
Daily Volume	3.2
Current Price (12/31/20)	35.80
% of 52-Week High	69.3%
% of 52-Week Low	157.1%
% of 52-Week Range	47.6%
Total Basic Common Shares	2,589
Market Capitalization	92,635
Plus: Total Debt	76,529
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	2,171
Less: Cash and ST Investments	(36,588)
Enterprise Value	134,747

(In millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	36,406	31,516	31,199	36,588
Total Receivables	28,258	31,093	34,253	32,450
Inventory	16,520	14,880	17,132	12,315
Other Current Assets	3,764	2,310	2,681	16,727
Total Current Assets	**84,948**	**79,799**	**85,265**	**77,980**
Net Property, Plant & Equipment	109,397	113,324	116,408	104,385
Long-term Investments	19,705	20,648	26,633	32,963
Other Long-Term Assets	28,581	42,991	45,988	42,887
Total Assets	**242,631**	**256,762**	**273,294**	**256,982**
Accounts Payable	26,479	26,134	28,394	19,289
Current Portion of Long Term Debt	4,816	5,072	5,331	3,141
Curr. Port. of Cap. Leases	39	213	1,202	-
Other Current Liabilities	25,369	30,815	35,317	34,961
Total Current Liabilities	**56,705**	**62,234**	**70,244**	**57,557**
Long-Term Debt	40,223	38,464	41,510	61,471
Capital Leases	1,117	1,865	6,263	-
Other Non-Current Liabilities	25,587	31,337	30,918	29,960
Total Liabilities	**126,113**	**136,174**	**151,462**	**148,184**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	2,481	2,474	2,527	2,177
Total Common Equity	111,556	115,640	116,778	106,621
Total Liabilities And Equity	**242,631**	**256,762**	**273,294**	**256,982**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	16.6%	23.5%	(4.3%)	(17.9%)
EBITDA	24.8%	30.7%	(6.0%)	(18.7%)
Net Income	39.3%	32.6%	(1.6%)	(150.8%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(8.6%)	(4.2%)	(3.8%)	(5.7%)
EBITDA	(10.7%)	(3.7%)	0.1%	(2.4%)
Net Income	(8.8%)	0.4%	21.6%	NM
Profitability				
Return on Assets	3.1%	4.8%	3.8%	1.6%
Return on Capital	4.6%	6.8%	5.7%	2.3%
Return on Equity	7.7%	10.0%	9.6%	(4.8%)
Margin Analysis				
Gross Margin	33.2%	32.0%	33.9%	36.5%
EBITDA Margin	16.0%	16.9%	16.8%	14.8%
Net Income Margin	5.8%	6.2%	6.4%	(4.2%)

(In millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	149,099	184,106	176,249	130,711
Cost Of Revenues	99,534	125,134	116,464	83,015
Gross Profit	**49,565**	**58,972**	**59,785**	**47,724**
Selling General & Admin Exp.	864	797	785	624
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	36,801	39,812	42,899	40,492
Operating Income	**11,900**	**18,363**	**16,101**	**6,608**
Net Interest Exp.	(687)	(1,015)	(1,713)	(1,529)
EBT Excl. Unusual Items	14,041	20,797	17,867	6,714
Total Unusual Items	(2,713)	(2,731)	(557)	(11,284)
EBT Incl. Unusual Items	11,328	18,066	17,310	(4,570)
Income Tax Expense	3,029	6,516	5,872	1,051
Earnings from Cont. Ops.	8,299	11,550	11,438	(5,621)
Net Income	**8,631**	**11,446**	**11,267**	**(5,570)**

Sales, Operating Income (mUSD) and EBITDA Margin (%) Evolution

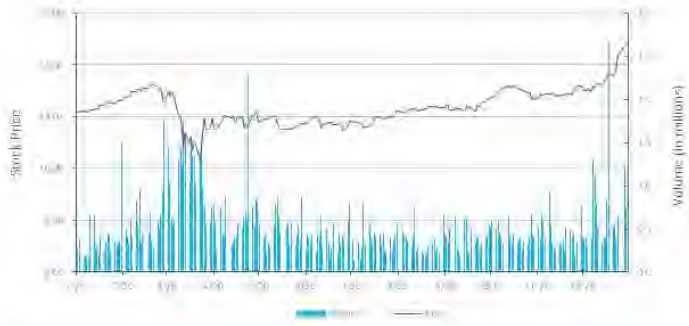
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

TransAlta Renewables Inc. (TSX:RNW) - Business Description

TransAlta Renewables Inc. develops, owns, and operates renewable power generation facilities. As of February 28, 2020, it owned and operated 23 wind facilities, 13 hydroelectric facilities, seven natural gas generation facilities, one solar facility, and one natural gas pipeline comprising an ownership interest of 2,527 megawatts of generating capacity located in the provinces of British Columbia, Alberta, Ontario, Québec, and New Brunswick; and the States of Wyoming, Massachusetts, and Minnesota, as well as the State of Western Australia. The company was founded in 2013 and is headquartered in Calgary, Canada. TransAlta Renewables Inc. is a subsidiary of TransAlta Corporation.

Stock Exchange:	TSX	Latest Fiscal Year:	31/12/2019
Website:	www.transalta.re	LTM as of:	30/09/2020
Employees:	0	Filing Currency:	CAD
Primary Industry:	Renewable Elec	S&P LT Rating:	n/a



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/30/20)	22.63
52-Week Low (3/23/20)	10.82
Daily Volume	0.0
Current Price (12/31/20)	**21.76**
% of 52-Week High	96.2%
% of 52-Week Low	201.1%
% of 52-Week Range	92.6%
Total Basic Common Shares	267
Market Capitalization	**5,807**
Plus: Total Debt	915
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	48
Less: Cash and ST Investments	(142)
Enterprise Value	**6,628**

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	21	73	81	33
Total Receivables	116	138	203	119
Inventory	6	6	7	7
Other Current Assets	2	33	2	6
Total Current Assets	**145**	**250**	**293**	**174**
Net Property, Plant & Equipment	1,869	1,819	1,756	1,687
Long-term Investments	1,437	1,496	1,474	1,462
Other Long-Term Assets	177	183	179	179
Total Assets	**3,628**	**3,747**	**3,702**	**3,501**
Accounts Payable	41	47	37	53
Current Portion of Long Term Debt	250	49	51	51
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	1	1
Other Current Liabilities	65	63	63	73
Total Current Liabilities	**356**	**159**	**152**	**178**
Long-Term Debt	793	863	887	743
Capital Leases	-	-	22	21
Other Non-Current Liabilities	210	227	238	260
Total Liabilities	**1,395**	**1,310**	**1,344**	**1,240**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	36	41	45	48
Total Common Equity	2,161	2,355	2,268	2,213
Total Liabilities And Equity	**3,628**	**3,747**	**3,702**	**3,501**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	83.8%	1.1%	(1.8%)	(7.8%)
EBITDA	54.0%	0.4%	(1.5%)	(0.3%)
Net Income	(550.0%)	2522.2%	(24.2%)	(61.2%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	17.6%	14.8%	15.6%	14.5%
EBITDA	11.1%	8.1%	9.8%	8.3%
Net Income	(22.5%)	36.3%	29.8%	(4.5%)
Profitability				
Return on Assets	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
Return on Capital	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%
Return on Equity	0.6%	10.5%	7.8%	3.9%
Margin Analysis				
Gross Margin	59.2%	58.7%	61.2%	61.5%
EBITDA Margin	61.6%	61.0%	61.2%	61.3%
Net Income Margin	2.0%	52.9%	40.9%	20.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	441	446	438	421
Cost Of Revenues	180	184	170	162
Gross Profit	**261**	**262**	**268**	**259**
Selling General & Admin Exp.	-	-	-	-
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	105	114	126	127
Operating Income	**156**	**148**	**142**	**132**
Net Interest Exp.	14	112	27	9
EBT Excl. Unusual Items	194	277	150	161
Total Unusual Items	(143)	(1)	41	(67)
EBT Incl. Unusual Items	51	276	191	114
Income Tax Expense	38	35	8	20
Earnings from Cont. Ops.	13	241	183	91
Net Income	**9**	**236**	**179**	**87**

Sales, Operating Income (mCAD) and EBITDA Margin (%) Evolution

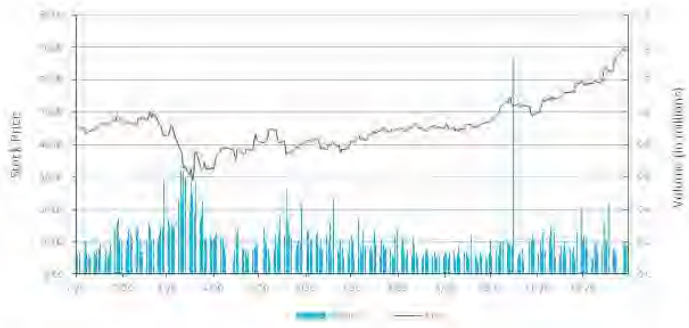
Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

VERBUND AG (WBAG:VER) - Business Description

VERBUND AG, together with its subsidiaries, generates, trades, and sells electricity to energy exchanges, traders, energy utilities and industrial companies, and households and commercial customers in Austria and internationally. The company operates through Renewable Generation, Sales, Grid, and All Other segments. As of December 31, 2019, it operated hydropower plants with a capacity of 8,222 megawatts (MW); wind farms with a capacity of 418 MW; and thermal power plants with an electrical capacity of 1,094 MW. The company also owns and operates a transmission grid in Austria; and trades and sells gas, as well as provides energy-related services. The company was formerly known as Österreichische Elektrizitätswirtschafts-Aktiengesellschaft and changed its name to VERBUND AG in 2010. VERBUND AG was founded in 1947 and is headquartered in Vienna, Austria.

Stock Exchange	WBAG	Latest Fiscal Year	12/31/2019
Website	www.verbund.co	LTM as of	30/09/2020
Employees	2,953	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Electric Utilities	S&P LT Rating	A



VALUATION	
LTM as of	30/09/2020
52-Week High (12/29/20)	70.70
52-Week Low (3/19/20)	29.40
Daily Volume	0.2
Current Price (12/31/20)	69.85
% of 52-Week High	99.6%
% of 52-Week Low	246.0%
% of 52-Week Range	99.4%
Total Basic Common Shares	347
Market Capitalization	24,267
Plus: Total Debt	1,579
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	702
Less: Cash and ST Investments	(127)
Enterprise Value	26,414

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Cash & ST Investments	29	109	45	127
Total Receivables	409	476	469	376
Inventory	10	36	34	24
Other Current Assets	174	382	289	116
Total Current Assets	**622**	**1,002**	**777**	**643**
Net Property, Plant & Equipment	8,871	8,957	9,244	9,319
Long-term Investments	687	674	690	774
Other Long-Term Assets	1,103	1,072	1,127	1,056
Total Assets	**11,284**	**11,705**	**11,839**	**11,792**
Accounts Payable	172	188	226	286
Current Portion of Long Term Debt	233	769	325	242
Curr. Port. of Cap. Leases	-	-	47	32
Other Current Liabilities	604	838	566	539
Total Current Liabilities	**1,008**	**1,796**	**1,163**	**1,099**
Long-Term Debt	1,717	1,039	804	1,228
Capital Leases	424	434	540	70
Other Non-Current Liabilities	1,190	1,224	1,403	1,291
Total Liabilities	**4,966**	**5,128**	**4,590**	**4,499**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	627	636	680	792
Total Common Equity	5,064	5,305	5,868	6,501
Total Liabilities And Equity	**11,284**	**11,705**	**11,839**	**11,792**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	3.9%	(8.1%)	45.7%	6.1%
EBITDA	(3.2%)	(3.4%)	33.2%	3.0%
Net Income	(29.0%)	43.7%	28.1%	(1.4%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	(1.6%)	(3.4%)	6.3%	4.4%
EBITDA	(5.6%)	(4.9%)	7.2%	4.6%
Net Income	(5.0%)	(5.7%)	34.5%	14.8%
Profitability				
Return on Assets	3.0%	2.9%	4.3%	5.5%
Return on Capital	4.2%	4.1%	6.2%	7.3%
Return on Equity	5.4%	8.2%	10.2%	10.2%
Margin Analysis				
Gross Margin	47.1%	51.1%	43.6%	48.2%
EBITDA Margin	30.6%	32.2%	29.4%	33.1%
Net Income Margin	10.3%	16.2%	14.2%	16.7%

(in millions)	Fiscal Year Ending,			LTM
	12/31/17	12/31/18	12/31/19	30/09/2020
Total Revenues	2,916	2,680	3,906	3,702
Cost Of Revenues	1,542	1,310	2,203	1,930
Gross Profit	**1,373**	**1,371**	**1,703**	**1,771**
Selling General & Admin Exp.	337	338	348	350
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	486	498	536	601
Operating Income	**551**	**534**	**819**	**820**
Net Interest Exp.	(91)	(93)	(34)	(39)
EBT Excl. Unusual Items	539	484	749	810
Total Unusual Items	(160)	119	64	49
EBT Incl. Unusual Items	379	603	813	859
Income Tax Expense	77	127	172	180
Earnings from Cont. Ops.	302	476	641	671
Net Income	**301**	**433**	**555**	**592**

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

Compañías Comparables

Voltalia SA (ENXTPA:VLTSA) - Business Description

Voltalia SA engages in the production of electricity from renewable energy sources. It operates in two segments, Energy Sales and Services. The company develops, constructs, operates, and maintains wind, solar, hydro, and biomass power plants. It also develops and sells projects, and procures equipment for solar power plants, as well as provides maintenance service. As of December 31, 2019, the company had an installed capacity of 0.7 GW, and 0.4 GW under construction, as well as operated 0.5 GW for third parties. It operates in France, Italy, Spain, the United Kingdom, rest of Europe, Brazil, Mexico, Colombia, Egypt, Kenya, Morocco, and Asia. The company was founded in 2005 and is headquartered in Paris, France. Voltalia SA is a subsidiary of Voltalia Investissement SA.

Stock Exchange	ENXTPA	Latest Fiscal Year	31/12/2019
Website	www.voltalia.com	LTM as of	30/06/2020
Employees	985	Filing Currency:	EUR
Primary Industry	Renewable Elec	S&P LT Rating	n/a

VALUATION	
LTM as of	30/06/2020
52-Week High (12/28/20)	28.30
52-Week Low (3/16/20)	11.90
Daily Volume	0.1
Current Price (12/31/20)	25.85
% of 52-Week High	96.1%
% of 52-Week Low	235.0%
% of 52-Week Range	93.4%
Total Basic Common Shares	95
Market Capitalization	2,464
Plus: Total Debt	544
Plus: Preferred Stock	
Plus: Minority Interest	58
Less: Cash and ST Investments	(167)
Enterprise Value	2,985

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Cash & ST Investments	78	112	273	167
Total Receivables	46	43	48	69
Inventory	14	31	41	36
Other Current Assets	19	26	21	27
Total Current Assets	**157**	**211**	**384**	**292**
Net Property, Plant & Equipment	619	608	938	915
Long-term Investments	14	19	20	8
Other Long-Term Assets	123	149	213	216
Total Assets	**912**	**987**	**1,555**	**1,427**
Accounts Payable	46	49	77	83
Current Portion of Long Term Debt	71	74	77	73
Curr. Port. of Cap. Leases	1	-	-	-
Other Current Liabilities	36	44	31	39
Total Current Liabilities	**154**	**166**	**186**	**262**
Long-Term Debt	328	424	534	513
Capital Leases	11	11	58	53
Other Non-Current Liabilities	(105)	(97)	(86)	(83)
Total Liabilities	**456**	**560**	**743**	**745**
Total Pref. Equity	-	-	-	-
Minority Interest	67	66	61	55
Total Common Equity	322	318	709	627
Total Liabilities And Equity	**912**	**987**	**1,555**	**1,427**

GROWTH RATES	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Growth Over Prior Year				
Total Revenue	42.7%	(0.3%)	(2.9%)	27.1%
EBITDA	43.5%	2.4%	(8.3%)	17.8%
Net Income	(65.4%)	1406.2%	(45.7%)	(142.2%)
CAGR (5 Year)				
Total Revenue	67.8%	57.5%	44.8%	37.3%
EBITDA	68.6%	54.5%	40.6%	31.8%
Net Income	NM	NM	0.6%	NM
Profitability				
Return on Assets	3.0%	2.9%	1.8%	1.1%
Return on Capital	3.4%	3.3%	1.9%	1.2%
Return on Equity	0.9%	1.6%	0.5%	(0.7%)
Margin Analysis				
Gross Margin	74.6%	81.2%	90.4%	90.4%
EBITDA Margin	40.6%	41.7%	39.3%	37.6%
Net Income Margin	0.3%	4.7%	2.6%	(1.2%)

(in millions)	Fiscal Year Ending, 12/31/17	12/31/18	12/31/19	LTM 30/06/2020
Total Revenues	181	181	175	207
Cost Of Revenues	46	34	17	20
Gross Profit	**135**	**147**	**159**	**171**
Selling General & Admin Exp.	62	69	86	96
R & D Exp.	-	-	-	-
Other Operating Expenses	27	33	36	41
Operating Income	**46**	**45**	**36**	**33**
Net Interest Exp.	(34)	(30)	(29)	(27)
EBT Excl. Unusual Items	9	15	8	10
Total Unusual Items	0	2	(0)	(10)
EBT Incl. Unusual Items	9	17	8	0
Income Tax Expense	5	11	5	2
Earnings from Cont. Ops.	3	6	3	(2)
Net Income	1	9	5	(2)

Sales, Operating Income (mEUR) and EBITDA Margin (%) Evolution

Fuente: S&P Capital IQ

12 Anexos

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas
12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo
12.C. Compañías Comparables Cotizadas
12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid
12.E. Anexos del Modelo de Valoración
12.F. Soporte Estimativas Analistas
12.G. Nota importante

DOÑA CRISTINA BAJO MARTÍNEZ, VICESECRETARIA DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.U.

CERTIFICA que, de los antecedentes que existen en esta Secretaría a su cargo y de los correspondientes a las restantes Bolsas españolas de Valores, resulta que, durante los períodos señalados a continuación, el cambio medio simple de los cambios medios ponderados diarios de la contratación bursátil de las acciones de **NATURGY ENERGY GROUP, S.A.,** con código ISIN ES0116870314, fue de :

Entre el día 25/10/2020 y el 25/01/2021, ambos inclusive, 18,8962 euros

Entre el día 13/11/2020 y el 25/01/2021, ambos inclusive, 19,3688 euros

Lo que, a petición de Duff & Phelps, S.L.U., y para que surta los efectos oportunos, hace constar en Madrid, a 15 de junio de 2021.

LA VICESECRETARIA

Cristina Bajo Martínez

Palacio de la Bolsa
Plaza de la Lealtad, 1
28014 Madrid

12 Anexos

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas
12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo
12.C. Compañías Comparables Cotizadas
12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid
12.E. Anexos del Modelo de Valoración
12.F. Soporte Estimativas Analistas
12.G. Nota importante

Análisis de Descuento de Flujos de Caja

Resumen de DFCs	**1.00**
DFC - Comercialización gas, electricidad y servicios	1.01
DFC - Generación Europa - Convencional: Escenario 1	1.02 A
DFC - Generación Europa - Renovables: Escenario 1	1.02 B
DFC - Generación Europa - Convencional: Escenario 2	1.02 C
DFC - Generación Europa - Renovables: Escenario 2	1.02 D
DFC - Generación Internacional	1.03
DFC - GNL International	1.04
DFC - Redes gas España	1.05
DFC - Redes electricidad España	1.06
DFC - EMPL	1.07
DFC - Chile Gas	1.08
DFC - Brasil Gas - Escenario de renovación	1.09 A
DFC - Brasil Gas - Escenario sin renovación	1.09 B
DFC - Argentina gas y electricidad	1.10
DFC - México Gas	1.11
DFC - Panamá Electricidad	1.12
DFC - Resto (Otros)	1.13
Resumen de EBITDA	**2.00**
Resumen de FCL	**3.00**

WACC

Resumen de WACCs	**4.00**
WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Bajo)	4.01 A
WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Alto)	4.01 B
WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Bajo)	4.02 A
WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Alto)	4.02 B
WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Bajo)	4.03 A
WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Alto)	4.03 B
WACC - Generación Internacional (Rango Bajo)	4.04 A
WACC - Generación Internacional (Rango Alto)	4.04 B
WACC - GNL International (Rango Bajo)	4.05 A
WACC - GNL International (Rango Alto)	4.05 B
WACC - Redes gas España (Rango Bajo)	4.06 A
WACC - Redes gas España (Rango Alto)	4.06 B
WACC - Redes electricidad España (Rango Bajo)	4.07 A
WACC - Redes electricidad España (Rango Alto)	4.07 B
WACC - Chile Gas (Rango Bajo)	4.08 A
WACC - Chile Gas (Rango Alto)	4.08 B
WACC - Brasil Gas (Rango Bajo)	4.09 A
WACC - Brasil Gas (Rango Alto)	4.09 B
WACC - Argentina Gas (Rango Bajo)	4.10 A
WACC - Argentina Gas (Rango Alto)	4.10 B
WACC - Argentina Electricidad (Rango Bajo)	4.11 A
WACC - Argentina Electricidad (Rango Alto)	4.11 B
WACC - Gas México (Rango Bajo)	4.12 A
WACC - Gas México (Rango Alto)	4.12 B
WACC - Electricidad Panamá (Rango Bajo)	4.13 A
WACC - Electricidad Panamá (Rango Alto)	4.13 B

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

Resumen de DFCs

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

€mm	Rango de Valores			VE/EBITDA (punto medio)			
Segmento / Línea de Negocio	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**	**2019**	**2020**	**2021**	**Sección**
Gas & Electricidad	**13,447**	**14,111**	**14,774**				
Comercialización gas, electricidad y servicios	3,550	3,727	3,904	8.3x	24.3x	15.5x	9.C.1
Generación Europa	4,052	4,266	4,480	14.0x	11.3x	11.0x	9.C.2
Generación Convencional	1,992	2,131	2,269				
Generación Renovables	2,059	2,135	2,210				
Generación Internacional	3,497	3,608	3,719	10.2x	12.1x	9.6x	9.C.3
GNL Internacional	2,349	2,510	2,671	7.3x	14.6x	10.5x	9.C.4
Infraestructura EMEA	**13,944**	**14,653**	**15,363**				
Redes gas España	8,029	8,443	8,858	9.0x	9.5x	10.0x	9.C.5
Redes electricidad España	5,783	6,077	6,372	9.0x	9.4x	9.5x	9.C.6
EMPL	133	133	133	0.4x	0.6x	0.7x	9.C.7
Infraestrucutra LatAm Sur	**3,440**	**3,679**	**3,918**				
Chile Gas	1,845	2,028	2,211	9.2x	9.3x	9.3x	9.C.8
Brasil Gas	1,526	1,582	1,638	8.5x	8.5x	7.7x	9.C.9
Argentina Gas y Electricidad	69	69	69	0.8x	0.9x	1.0x	9.C.10
Infraestructura LatAm Norte	**3,336**	**3,576**	**3,815**				
México Gas	2,229	2,388	2,546	11.8x	10.7x	10.6x	9.C.11
Panamá Electricidad	1,107	1,188	1,269	9.7x	9.7x	8.1x	9.C.12
VE Total (Actividades de Explotación)	**34,167**	**36,019**	**37,870**				
Resto (Otros)	(911)	(911)	(911)				9.C.13
VE Total (Actividades de Explotación + Resto)	**33,257**	**35,108**	**36,959**	**8.3x**	**10.2x**	**9.5x**	
Deuda Financiera Neta Ajustada	(12,049)	(11,914)	(11,778)				3.A.2
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21,208**	**23,194**	**25,181**				
Intereses Minoritarios	(3,496)	(3,773)	(4,049)				3.A.2
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**17,712**	**19,421**	**21,132**				
€/acción	***18.4€***	***20.2€***	***22.0€***				

Descuento de flujos de caja - Comercialización gas, electricidad y servicios

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Clientes industriales	(1)	155,026	160,779	127,627	120,080	125,674	132,170	136,596	139,753	142,257	142,257
Residencial España	(2)	25,381	27,740	24,918	22,211	22,211	22,211	22,211	22,211	22,211	22,211
CCGTs	(3)	20,788	17,112	20,662	19,834	17,851	15,867	13,884	11,901	9,917	9,917
A terceros	(4)	36,749	31,749	41,768	21,893	31,831	41,768	41,768	41,768	41,768	41,768
Volumen de gas total (GWh)		**237,944**	**237,380**	**214,975**	**184,018**	**197,566**	**212,017**	**214,459**	**215,634**	**216,154**	**216,154**
Mercados liberalizados		30,587	30,384	20,096	18,875	18,875	18,875	18,875	18,875	18,875	18,875
PVPC		5,053	5,053	4,937	5,019	5,019	5,019	5,019	5,019	5,019	5,019
Volumen de energía total (GWh)		**35,640**	**35,437**	**25,033**	**23,895**	**23,895**	**23,895**	**23,895**	**23,895**	**23,895**	**23,895**
Volumen total (GWh)		**273,584**	**272,817**	**240,008**	**207,913**	**221,461**	**235,911**	**238,354**	**239,528**	**240,049**	**240,049**
% Tasa de crecimiento		*n.a.*	*(0.3%)*	*(12.0%)*	*(13.4%)*	*6.5%*	*6.5%*	*1.0%*	*0.5%*	*0.2%*	*0.0%*
EBITDA	(5)	**49.0**	**164.0**	**447.0**	**153.3**	**240.5**	**338.5**	**425.1**	**427.1**	**428.1**	**430.2**
€ EBITDA ordinario por GWh		*0.12*	*0.87*	*1.78*	*0.74*	*1.09*	*1.43*	*1.78*	*1.78*	*1.78*	*1.79*
Menos: depreciación y amortización	(6)	(97.0)	(64.0)	(77.0)	(66.7)	(71.0)	(75.7)	(76.5)	(76.8)	(77.0)	(72.0)
Menos: provisión por deudas incobrables	(7)	-	(75.0)	(65.0)	(102.6)	(60.0)	(63.9)	(64.6)	(64.9)	(65.0)	(65.0)
EBIT		**(48.0)**	**25.0**	**305.0**	**(16.0)**	**109.5**	**198.9**	**284.0**	**285.4**	**286.0**	**293.2**
% sobre ingresos		*(0.4%)*	*0.2%*	*2.7%*	*(0.2%)*	*1.2%*	*1.5%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.8%*
Menos: impuesto de sociedades	(8)	-	(6.3)	(76.3)	-	(27.4)	(49.7)	(71.0)	(71.4)	(71.5)	(73.3)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**(48.0)**	**18.8**	**228.8**	**(16.0)**	**82.1**	**149.2**	**213.0**	**214.1**	**214.5**	**219.9**
% sobre ingresos		*(0.4%)*	*0.1%*	*2.0%*	*(0.2%)*	*0.9%*	*1.1%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*

Notas:

(1) Los volúmenes de clientes industriales se indexaron al crecimiento anual esperado del PIB (fuente: IHS) como un proxy del crecimiento esperado.
(2) Dado que los volúmenes muestran decrecimiento en los últimos años y que no esperamos crecimientos significativos, hemos asumido un volumen constante.
(3) Se espera que los volúmenes de CCGT disminuyan durante el período proyectado, a medida que el mix de producción de energía evolucione hacia fuentes de producción renovables. Hemos estimado una disminución del 10,0% anualmente con el 2020 como año base.
(4) Los volúmenes de terceros se han visto afectados significativamente por la recesión económica, según información de Naturgy de 2020. Hemos asumido una recuperación para 2022 y que los volúmenes futuros se mantendrán constantes.
(5) EBITDA basado en EBITDA ordinario por GWh a partir de los datos reales de 9M20. Asumimos una recuperación lineal durante el período proyectado hasta alcanzar en 2023 los niveles de 2019.
(6) Gasto de amortización basado en la media histórica en €/GWh.
(7) Provisión para insolvencias basada en € de insolvencia media histórica por GWh, ajustada a los resultados reales de los 9M20.
(8) Gasto por impuesto de sociedades basado en la tasa del impuesto sobre sociedades local en España.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
NOPAT			**(48.0)**	**18.8**	**228.8**	**(16.0)**	**82.1**	**149.2**	**213.0**	**214.1**	**214.5**	**219.9**
Más: depreciación y amortización			97.0	64.0	77.0	66.7	71.0	75.7	76.5	76.8	77.0	72.0
Menos: Capex	(7)		(32.0)	(61.0)	(55.0)	(62.4)	(66.4)	(70.8)	(71.5)	(71.9)	(72.0)	(72.0)
Menos: inversión en capital circulante	(8)						(36.7)	(41.2)	(36.4)	(0.9)	(0.4)	(0.9)
Flujo de caja libre							**50.0**	**112.9**	**181.6**	**218.2**	**219.1**	**219.0**
Valor terminal (rango alto)	(9)											**4,171.2**
Valor terminal (rango bajo)	(9)											**3,808.5**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
Valor presente del periodo @ 5,75%		5.75%					0.9724	0.9196	0.8696	0.8223	0.7776	0.7776
Valor presente del periodo @ 6,25%		6.25%					0.9701	0.9131	0.8594	0.8088	0.7612	0.7612
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,75%							**48.7**	**103.8**	**157.9**	**179.4**	**170.4**	**3,243.4**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%							**48.6**	**103.1**	**156.0**	**176.5**	**166.8**	**2,899.2**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	650.9		660.1
Valor presente del valor residual	2,899.2		3,243.4
VE	**3,550.1**	**3,726.8**	**3,903.5**

Notas:

(7) Capex basado en la estimación del promedio histórico.
(8) Capital circulante neto basado en los activos operativos netos del segmento, excluidos activos fijos, estimados de acuerdo a la proporción de amortización de la línea de negocio sobre la amortización total de Naturgy.
(9) Valor terminal asumiendo un crecimiento del 0,5% a perpetuidad.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
CCGTs		951.3	975.4	984.2	977.2	1,009.5	1,068.8	1,118.2	1,117.2	1,162.2	1,162.6	1,198.3	1,235.8	1,266.6	1,266.0	1,293.3
Hidroeléctrica		153.5	152.8	144.4	141.4	143.5	146.2	148.8	151.8	154.2	157.0	159.8	163.2	165.7	168.6	171.8
Nuclear		220.4	219.3	206.3	202.0	205.6	209.7	208.1	170.3	138.0	139.8	142.3	145.5	148.0	149.9	152.7
Ingresos	(1)	**1,325.2**	**1,347.5**	**1,334.9**	**1,320.6**	**1,358.6**	**1,424.7**	**1,475.1**	**1,439.3**	**1,454.4**	**1,459.4**	**1,500.4**	**1,544.5**	**1,580.3**	**1,584.6**	**1,617.8**
% crecimiento		*(0.3%)*	*1.7%*	*(0.9%)*	*(1.1%)*	*2.9%*	*4.9%*	*3.5%*	*(2.4%)*	*1.0%*	*0.3%*	*2.8%*	*2.9%*	*2.3%*	*0.3%*	*2.1%*
Menos: costes de aprovisionamento	(2)	(781.2)	(760.1)	(772.9)	(776.0)	(822.5)	(831.8)	(874.7)	(877.1)	(919.1)	(939.6)	(959.6)	(986.0)	(1,003.6)	(1,020.4)	(1,043.0)
Margen bruto		**544.0**	**587.4**	**562.0**	**544.7**	**536.1**	**592.9**	**600.4**	**562.2**	**535.3**	**519.8**	**540.9**	**558.5**	**576.7**	**564.1**	**574.8**
% Margen bruto		*41.0%*	*43.6%*	*42.1%*	*41.2%*	*39.5%*	*41.6%*	*40.7%*	*39.1%*	*36.8%*	*35.6%*	*36.0%*	*36.2%*	*36.5%*	*35.6%*	*35.5%*
Menos: gastos de personal		(212.3)	(215.0)	(217.9)	(221.2)	(225.2)	(229.4)	(231.9)	(226.2)	(222.0)	(226.1)	(230.2)	(234.4)	(238.6)	(242.9)	(247.3)
Menos: impuestos	(3)	(194.0)	(195.7)	(166.3)	(139.0)	(100.2)	(101.4)	(100.5)	(89.5)	(79.9)	(81.0)	(82.0)	(83.3)	(84.2)	(85.3)	(86.4)
Gastos operativos totales		**(406.3)**	**(410.7)**	**(384.2)**	**(360.2)**	**(325.4)**	**(330.8)**	**(332.4)**	**(315.7)**	**(302.0)**	**(307.0)**	**(312.2)**	**(317.7)**	**(322.8)**	**(328.1)**	**(333.8)**
% sobre ingresos		*(30.7%)*	*(30.5%)*	*(28.8%)*	*(27.3%)*	*(24.0%)*	*(23.2%)*	*(22.5%)*	*(21.9%)*	*(20.8%)*	*(21.0%)*	*(20.8%)*	*(20.6%)*	*(20.4%)*	*(20.7%)*	*(20.6%)*
EBITDA		**137.7**	**176.7**	**177.8**	**184.5**	**210.7**	**262.1**	**268.0**	**246.6**	**233.3**	**212.8**	**228.6**	**240.8**	**253.9**	**236.0**	**241.1**
% sobre ingresos		*10.4%*	*13.1%*	*13.3%*	*14.0%*	*15.5%*	*18.4%*	*18.2%*	*17.1%*	*16.0%*	*14.6%*	*15.2%*	*15.6%*	*16.1%*	*14.9%*	*14.9%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(142.9)	(145.9)	(148.9)	(152.0)	(155.0)	(158.1)	(161.0)	(162.8)	(164.5)	(167.2)	(169.9)	(172.6)	(175.3)	(178.1)	(180.8)
% ingresos		*(10.8%)*	*(10.8%)*	*(11.2%)*	*(11.5%)*	*(11.4%)*	*(11.1%)*	*(10.9%)*	*(11.3%)*	*(11.3%)*	*(11.5%)*	*(11.3%)*	*(11.2%)*	*(11.1%)*	*(11.2%)*	*(11.2%)*
EBIT		**(5.2)**	**30.8**	**28.9**	**32.5**	**55.6**	**104.0**	**107.0**	**83.8**	**68.8**	**45.5**	**58.7**	**68.2**	**78.6**	**57.9**	**60.2**
% sobre ingresos		*(0.4%)*	*2.3%*	*2.2%*	*2.5%*	*4.1%*	*7.3%*	*7.3%*	*5.8%*	*4.7%*	*3.1%*	*3.9%*	*4.4%*	*5.0%*	*3.7%*	*3.7%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	1.3	(7.7)	(7.2)	(8.1)	(13.9)	(26.0)	(26.8)	(20.9)	(17.2)	(11.4)	(14.7)	(17.1)	(19.7)	(14.5)	(15.1)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**(3.9)**	**23.1**	**21.6**	**24.4**	**41.7**	**78.0**	**80.3**	**62.8**	**51.6**	**34.2**	**44.1**	**51.2**	**59.0**	**43.4**	**45.2**
% sobre ingresos		*(0.3%)*	*1.7%*	*1.6%*	*1.8%*	*3.1%*	*5.5%*	*5.4%*	*4.4%*	*3.5%*	*2.3%*	*2.9%*	*3.3%*	*3.7%*	*2.7%*	*2.8%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía de acuerdo a información de mercado y analistas.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) de fuentes públicas.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación está previsto que desaparezca en un futuro próximo. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
CCGTs		1,323.2	1,372.5	1,399.4	1,425.5	1,488.9	1,518.4	1,552.0	1,586.3	1,536.7	1,566.2	1,230.9	667.0	677.9	194.6	197.4	-
Hidroeléctrica		175.4	178.1	181.4	184.7	188.5	191.4	194.9	198.4	202.6	205.7	209.4	213.2	217.6	220.9	224.9	229.2
Nuclear		156.2	139.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**1,654.8**	**1,690.0**	**1,580.9**	**1,610.1**	**1,677.5**	**1,709.8**	**1,746.9**	**1,784.7**	**1,739.2**	**1,771.9**	**1,440.3**	**880.2**	**895.6**	**415.6**	**422.4**	**229.2**
% crecimiento		*2.3%*	*2.1%*	*(6.5%)*	*1.9%*	*4.2%*	*1.9%*	*2.2%*	*2.2%*	*(2.5%)*	*1.9%*	*(18.7%)*	*(38.9%)*	*1.7%*	*(53.6%)*	*1.6%*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamento	(2)	(1,072.7)	(1,091.2)	(1,090.1)	(1,116.1)	(1,164.4)	(1,190.5)	(1,217.6)	(1,240.4)	(1,196.0)	(1,205.5)	(901.8)	(488.6)	(507.8)	(169.9)	(192.0)	(21.0)
Margen bruto		**582.1**	**598.8**	**490.7**	**494.0**	**513.1**	**519.3**	**529.4**	**544.3**	**543.2**	**566.4**	**538.5**	**391.6**	**387.7**	**245.7**	**230.4**	**208.3**
% Margen bruto		*35.2%*	*35.4%*	*31.0%*	*30.7%*	*30.6%*	*30.4%*	*30.3%*	*30.5%*	*31.2%*	*32.0%*	*37.4%*	*44.5%*	*43.3%*	*59.1%*	*54.5%*	*90.9%*
Menos: gastos de personal		(251.9)	(251.8)	(223.3)	(227.3)	(231.4)	(235.6)	(239.8)	(244.1)	(236.3)	(240.4)	(195.1)	(118.0)	(119.9)	(53.7)	(54.6)	(27.6)
Menos: impuestos	(3)	(87.8)	(83.3)	(46.3)	(47.1)	(48.1)	(48.8)	(49.7)	(50.6)	(51.7)	(52.4)	(53.4)	(54.4)	(55.5)	(56.3)	(57.4)	(58.4)
Gastos operativos totales		**(339.7)**	**(335.2)**	**(269.5)**	**(274.3)**	**(279.4)**	**(284.4)**	**(289.5)**	**(294.7)**	**(287.9)**	**(292.9)**	**(248.5)**	**(172.3)**	**(175.4)**	**(110.0)**	**(112.0)**	**(86.0)**
% sobre ingresos		*(20.5%)*	*(19.8%)*	*(17.1%)*	*(17.0%)*	*(16.7%)*	*(16.6%)*	*(16.6%)*	*(16.5%)*	*(16.6%)*	*(16.5%)*	*(17.3%)*	*(19.6%)*	*(19.6%)*	*(26.5%)*	*(26.5%)*	*(37.5%)*
EBITDA		**242.4**	**263.6**	**221.2**	**219.7**	**233.7**	**234.9**	**239.9**	**249.6**	**255.2**	**273.5**	**290.0**	**219.3**	**212.3**	**135.6**	**118.4**	**122.2**
% sobre ingresos		*14.6%*	*15.6%*	*14.0%*	*13.6%*	*13.9%*	*13.7%*	*13.7%*	*14.0%*	*14.7%*	*15.4%*	*20.1%*	*24.9%*	*23.7%*	*32.6%*	*28.0%*	*53.3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(136.5)	(112.4)	(114.3)	(116.1)	(118.0)	(99.0)	(51.8)	(50.6)	(49.3)	(48.0)	(46.4)	(44.4)	(42.6)	(40.6)	(38.6)	(11.0)
% ingresos		*(8.2%)*	*(6.7%)*	*(7.2%)*	*(7.2%)*	*(7.0%)*	*(5.8%)*	*(3.0%)*	*(2.8%)*	*(2.8%)*	*(2.7%)*	*(3.2%)*	*(5.0%)*	*(4.8%)*	*(9.8%)*	*(9.1%)*	*(4.8%)*
EBIT		**105.9**	**151.2**	**106.9**	**103.6**	**115.7**	**136.0**	**188.1**	**199.1**	**205.9**	**225.5**	**243.6**	**174.9**	**169.8**	**95.0**	**79.8**	**111.2**
% sobre ingresos		*6.4%*	*8.9%*	*6.8%*	*6.4%*	*6.9%*	*8.0%*	*10.8%*	*11.2%*	*11.8%*	*12.7%*	*16.9%*	*19.9%*	*19.0%*	*22.9%*	*18.9%*	*48.5%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(26.5)	(37.8)	(26.7)	(25.9)	(28.9)	(34.0)	(47.0)	(49.8)	(51.5)	(56.4)	(60.9)	(43.7)	(42.4)	(23.8)	(20.0)	(27.8)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**79.5**	**113.4**	**80.2**	**77.7**	**86.8**	**102.0**	**141.1**	**149.3**	**154.5**	**169.1**	**182.7**	**131.2**	**127.3**	**71.3**	**59.9**	**83.4**
% sobre ingresos		*4.8%*	*6.7%*	*5.1%*	*4.8%*	*5.2%*	*6.0%*	*8.1%*	*8.4%*	*8.9%*	*9.5%*	*12.7%*	*14.9%*	*14.2%*	*17.2%*	*14.2%*	*36.4%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía de acuerdo a información de mercado y analistas.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) de fuentes públicas.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación está previsto que desaparezca en un futuro próximo. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**(3.9)**	**23.1**	**21.6**	**24.4**	**41.7**	**78.0**	**80.3**	**62.8**	**51.6**	**34.2**	**44.1**	**51.2**	**59.0**	**43.4**	**45.2**
% sobre ingresos			*(0.3%)*	*1.7%*	*1.6%*	*1.8%*	*3.1%*	*5.5%*	*5.4%*	*4.4%*	*3.5%*	*2.3%*	*2.9%*	*3.3%*	*3.7%*	*2.7%*	*2.8%*
Más: depreciación y amortización			142.9	145.9	148.9	152.0	155.0	158.1	161.0	162.8	164.5	167.2	169.9	172.6	175.3	178.1	180.8
Menos: Capex	(6)		(60.0)	(60.3)	(60.6)	(61.0)	(61.4)	(61.9)	(61.5)	(57.0)	(53.2)	(53.5)	(53.8)	(54.1)	(54.4)	(54.7)	(55.1)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		-	-	-	-	-	-	(29.7)	(29.7)	(29.7)	(29.7)	-	-	-	(22.1)	(22.1)
Menos: inversión en capital circulante			(17.2)	(2.1)	1.2	1.4	(3.6)	(6.2)	(4.8)	3.4	(1.4)	(0.5)	(3.9)	(4.2)	(3.4)	(0.4)	(3.1)
Flujo de caja libre			**61.7**	**106.6**	**111.1**	**116.7**	**131.7**	**168.0**	**145.2**	**142.3**	**131.7**	**117.7**	**156.3**	**165.5**	**176.5**	**144.3**	**145.7**
Valor terminal (rango alto)	(8)																
Valor terminal (rango bajo)	(8)																
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.9713	0.9163	0.8644	0.8155	0.7693	0.7258	0.6847	0.6460	0.6094	0.5749	0.5424	0.5117	0.4827	0.4554	0.4296
Valor presente del periodo @ 6,50%		6.50%	0.9690	0.9099	0.8543	0.8022	0.7532	0.7073	0.6641	0.6236	0.5855	0.5498	0.5162	0.4847	0.4551	0.4273	0.4013
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**60.0**	**97.7**	**96.0**	**95.2**	**101.3**	**121.9**	**99.4**	**91.9**	**80.3**	**67.6**	**84.8**	**84.7**	**85.2**	**65.7**	**62.6**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**59.8**	**97.0**	**94.9**	**93.6**	**99.2**	**118.8**	**96.4**	**88.7**	**77.1**	**64.7**	**80.7**	**80.2**	**80.3**	**61.6**	**58.5**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1,854.0		1,960.7
Valor presente del valor residual		279.3		360.1
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2,133.3**	**2,227.0**	**2,320.8**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141.1)	(141.1)	(141.1)
VE		**1,992.3**	**2,086.0**	**2,179.7**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**79.5**	**113.4**	**80.2**	**77.7**	**86.8**	**102.0**	**141.1**	**149.3**	**154.5**	**169.1**	**182.7**	**131.2**	**127.3**	**71.3**	**59.9**	**83.4**
% sobre ingresos			*4.8%*	*6.7%*	*5.1%*	*4.8%*	*5.2%*	*6.0%*	*8.1%*	*8.4%*	*8.9%*	*9.5%*	*12.7%*	*14.9%*	*14.2%*	*17.2%*	*14.2%*	*36.4%*
Más: depreciación y amortización			136.5	112.4	114.3	116.1	118.0	99.0	51.8	50.6	49.3	48.0	46.4	44.4	42.6	40.6	38.6	11.0
Menos: Capex	(6)		(55.4)	(53.4)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(35.4)	(35.4)	(29.8)	(21.0)	(20.9)	(13.7)	(13.7)	(11.0)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		(22.1)	(22.1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Menos: inversión en capital circulante			(3.5)	(3.3)	10.3	(2.8)	(6.4)	(3.1)	(3.5)	(3.6)	4.3	(3.1)	31.4	53.0	(1.5)	45.4	(0.6)	(1.0)
Flujo de caja libre			**134.9**	**147.0**	**168.0**	**154.2**	**161.5**	**161.1**	**152.5**	**159.5**	**172.6**	**178.6**	**230.6**	**207.6**	**147.5**	**143.6**	**84.1**	**82.4**
Valor terminal (rango alto)	(8)																	**2,008.8**
Valor terminal (rango bajo)	(8)																	**1,790.4**
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			15.50	16.50	17.50	18.50	19.50	20.50	21.50	22.50	23.50	24.50	25.50	26.50	27.50	28.50	29.50	29.50
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.4053	0.3823	0.3607	0.3403	0.3210	0.3029	0.2857	0.2695	0.2543	0.2399	0.2263	0.2135	0.2014	0.1900	0.1793	0.1793
Valor presente del periodo @ 6,50%		6.50%	0.3768	0.3538	0.3322	0.3119	0.2929	0.2750	0.2582	0.2425	0.2277	0.2138	0.2007	0.1885	0.1770	0.1662	0.1560	0.1560
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**54.7**	**56.2**	**60.6**	**52.5**	**51.9**	**48.8**	**43.6**	**43.0**	**43.9**	**42.9**	**52.2**	**44.3**	**29.7**	**27.3**	**15.1**	**360.1**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**50.8**	**52.0**	**55.8**	**48.1**	**47.3**	**44.3**	**39.4**	**38.7**	**39.3**	**38.2**	**46.3**	**39.1**	**26.1**	**23.9**	**13.1**	**279.3**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1,854.0		1,960.7
Valor presente del valor residual		279.3		360.1
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2,133.3**	**2,227.0**	**2,320.8**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141.1)	(141.1)	(141.1)
VE		**1,992.3**	**2,086.0**	**2,179.7**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Eólica		221.8	220.9	222.1	217.9	215.8	215.7	211.6	194.7	194.1	169.8	165.6	157.8	157.2	158.7	149.6
Mini hidroeléctrica		65.2	64.9	61.8	60.5	61.3	61.6	62.5	63.6	63.4	64.5	65.5	65.9	65.3	64.1	65.2
Solar		18.0	17.9	16.8	16.3	16.6	16.9	17.2	17.5	17.8	18.1	18.5	18.9	19.1	19.5	19.8
Cogeneración		20.4	23.4	23.4	22.2	21.4	21.2	21.1	20.9	20.6	19.7	13.9	12.1	7.0	-	-
Ingresos	(1)	**325.4**	**327.2**	**324.2**	**317.0**	**315.2**	**315.4**	**312.4**	**296.7**	**296.0**	**272.1**	**263.5**	**254.6**	**248.6**	**242.3**	**234.6**
% crecimiento		*2.2%*	*0.5%*	*(0.9%)*	*(2.2%)*	*(0.6%)*	*0.1%*	*(1.0%)*	*(5.0%)*	*(0.2%)*	*(8.1%)*	*(3.1%)*	*(3.4%)*	*(2.4%)*	*(2.5%)*	*(3.2%)*
Menos: costes de aprovisionamiento		(25.6)	(25.9)	(26.3)	(26.7)	(27.1)	(27.6)	(28.1)	(28.1)	(28.6)	(28.5)	(27.5)	(27.0)	(26.5)	(26.0)	(25.1)
Margen bruto	(2)	**299.9**	**301.3**	**297.9**	**290.3**	**288.0**	**287.8**	**284.3**	**268.6**	**267.4**	**243.6**	**236.0**	**227.6**	**222.1**	**216.3**	**209.4**
% Margen bruto		*92.1%*	*92.1%*	*91.9%*	*91.6%*	*91.4%*	*91.2%*	*91.0%*	*90.5%*	*90.3%*	*89.5%*	*89.6%*	*89.4%*	*89.3%*	*89.3%*	*89.3%*
Menos: gastos de personal		(66.4)	(67.2)	(68.2)	(69.2)	(70.4)	(71.7)	(73.0)	(72.7)	(74.0)	(73.8)	(72.7)	(71.5)	(72.0)	(72.5)	(70.2)
Menos: impuestos	(3)	(24.1)	(24.2)	(17.5)	(10.7)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
Gastos operativos totales		**(90.5)**	**(91.5)**	**(85.6)**	**(79.9)**	**(71.7)**	**(73.0)**	**(74.3)**	**(74.0)**	**(75.3)**	**(75.1)**	**(74.1)**	**(72.9)**	**(73.3)**	**(73.8)**	**(71.5)**
% sobre ingresos		*(27.8%)*	*(28.0%)*	*(26.4%)*	*(25.2%)*	*(22.7%)*	*(23.1%)*	*(23.8%)*	*(24.9%)*	*(25.4%)*	*(27.6%)*	*(28.1%)*	*(28.6%)*	*(29.5%)*	*(30.5%)*	*(30.5%)*
EBITDA		**209.3**	**209.8**	**212.2**	**210.4**	**216.3**	**214.8**	**210.0**	**194.6**	**192.1**	**168.5**	**161.9**	**154.8**	**148.8**	**142.5**	**137.9**
% sobre ingresos		*64.3%*	*64.1%*	*65.5%*	*66.4%*	*68.6%*	*68.1%*	*67.2%*	*65.6%*	*64.9%*	*61.9%*	*61.5%*	*60.8%*	*59.8%*	*58.8%*	*58.8%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(96.7)	(97.3)	(97.9)	(98.5)	(99.1)	(99.7)	(100.3)	(98.7)	(99.4)	(97.9)	(95.2)	(92.5)	(91.9)	(91.4)	(87.5)
% ingresos		*(29.7%)*	*(29.7%)*	*(30.2%)*	*(31.1%)*	*(31.4%)*	*(31.6%)*	*(32.1%)*	*(33.3%)*	*(33.6%)*	*(36.0%)*	*(36.1%)*	*(36.3%)*	*(37.0%)*	*(37.7%)*	*(37.3%)*
EBIT		**112.6**	**112.5**	**114.3**	**111.9**	**117.3**	**115.1**	**109.6**	**95.8**	**92.7**	**70.6**	**66.7**	**62.3**	**56.9**	**51.1**	**50.5**
% sobre ingresos		*34.6%*	*34.4%*	*35.3%*	*35.3%*	*37.2%*	*36.5%*	*35.1%*	*32.3%*	*31.3%*	*26.0%*	*25.3%*	*24.5%*	*22.9%*	*21.1%*	*21.5%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(28.2)	(28.1)	(28.6)	(28.0)	(29.3)	(28.8)	(27.4)	(24.0)	(23.2)	(17.7)	(16.7)	(15.6)	(14.2)	(12.8)	(12.6)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**84.5**	**84.4**	**85.8**	**83.9**	**87.9**	**86.3**	**82.2**	**71.9**	**69.5**	**53.0**	**50.1**	**46.7**	**42.7**	**38.3**	**37.9**
% sobre ingresos		*26.0%*	*25.8%*	*26.5%*	*26.5%*	*27.9%*	*27.4%*	*26.3%*	*24.2%*	*23.5%*	*19.5%*	*19.0%*	*18.3%*	*17.2%*	*15.8%*	*16.1%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica de factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía a partir de datos de mercado y analistas.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación se irá reduciendo de manera gradual hasta desaparecer en 2023. Considera los gravámenes vigentes relevantes para la tecnología de generación de energía minihidráulica.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
Eólica		148.6	136.7	118.8	118.4	98.5	99.6	97.8	98.1	100.2	101.7	101.7	102.9	105.0	100.3	21.5	-
Mini hidroeléctrica		66.0	67.0	68.1	67.1	68.5	69.5	70.8	72.1	73.6	74.7	76.0	77.4	79.0	80.3	81.7	83.3
Solar		20.3	20.6	21.0	21.3	21.8	22.1	22.5	22.9	23.4	23.8	24.2	24.6	25.1	0.1	-	-
Cogeneración		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**234.9**	**224.3**	**207.9**	**206.8**	**188.7**	**191.2**	**191.1**	**193.1**	**197.1**	**200.1**	**202.0**	**204.9**	**209.2**	**180.6**	**103.2**	**83.3**
% crecimiento		*0.1%*	*(4.5%)*	*(7.3%)*	*(0.5%)*	*(8.7%)*	*1.3%*	*(0.1%)*	*1.1%*	*2.1%*	*1.5%*	*0.9%*	*1.5%*	*2.1%*	*(13.7%)*	*(42.8%)*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamiento		(25.3)	(24.2)	(22.3)	(22.5)	(20.5)	(20.7)	(20.7)	(20.9)	(21.3)	(21.7)	(21.9)	(22.2)	(22.6)	(19.5)	(10.9)	(8.7)
Margen bruto	(2)	**209.6**	**200.1**	**185.6**	**184.3**	**168.3**	**170.5**	**170.4**	**172.2**	**175.8**	**178.5**	**180.1**	**182.7**	**186.5**	**161.1**	**92.3**	**74.5**
% Margen bruto		*89.2%*	*89.2%*	*89.3%*	*89.1%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.2%*	*89.4%*	*89.5%*
Menos: gastos de personal		(70.5)	(67.5)	(62.6)	(62.9)	(57.2)	(58.1)	(58.1)	(58.7)	(59.7)	(60.8)	(61.4)	(62.3)	(63.4)	(58.7)	(39.4)	(34.6)
Menos: impuestos	(3)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	(1.7)
Gastos operativos totales		**(71.9)**	**(68.9)**	**(64.0)**	**(64.3)**	**(58.6)**	**(59.5)**	**(59.5)**	**(60.2)**	**(61.3)**	**(62.4)**	**(62.9)**	**(63.9)**	**(65.0)**	**(60.4)**	**(41.0)**	**(36.3)**
% sobre ingresos		*(30.6%)*	*(30.7%)*	*(30.8%)*	*(31.1%)*	*(31.1%)*	*(31.1%)*	*(31.1%)*	*(31.2%)*	*(31.1%)*	*(31.2%)*	*(31.2%)*	*(31.2%)*	*(31.1%)*	*(33.4%)*	*(39.8%)*	*(43.6%)*
EBITDA		**137.8**	**131.2**	**121.6**	**120.1**	**109.7**	**110.9**	**110.9**	**112.0**	**114.5**	**116.1**	**117.2**	**118.9**	**121.5**	**100.7**	**51.2**	**38.2**
% sobre ingresos		*58.6%*	*58.5%*	*58.5%*	*58.1%*	*58.1%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.1%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.1%*	*55.8%*	*49.6%*	*45.9%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(86.9)	(82.3)	(75.5)	(75.0)	(67.7)	(51.6)	(10.9)	(10.6)	(10.3)	(10.1)	(9.8)	(9.5)	(9.2)	(8.9)	(8.4)	-
% ingresos		*(37.0%)*	*(36.7%)*	*(36.3%)*	*(36.3%)*	*(35.8%)*	*(27.0%)*	*(5.7%)*	*(5.5%)*	*(5.2%)*	*(5.0%)*	*(4.9%)*	*(4.6%)*	*(4.4%)*	*(5.0%)*	*(8.1%)*	*0.0%*
EBIT		**50.9**	**48.9**	**46.1**	**45.1**	**42.0**	**59.3**	**100.0**	**101.4**	**104.2**	**106.0**	**107.4**	**109.4**	**112.3**	**91.8**	**42.8**	**38.2**
% sobre ingresos		*21.7%*	*21.8%*	*22.2%*	*21.8%*	*22.3%*	*31.0%*	*52.3%*	*52.5%*	*52.9%*	*53.0%*	*53.2%*	*53.4%*	*53.7%*	*50.8%*	*41.5%*	*45.9%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(12.7)	(12.2)	(11.5)	(11.3)	(10.5)	(14.8)	(25.0)	(25.4)	(26.0)	(26.5)	(26.8)	(27.3)	(28.1)	(22.9)	(10.7)	(9.6)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**38.2**	**36.7**	**34.6**	**33.8**	**31.5**	**44.5**	**75.0**	**76.1**	**78.1**	**79.5**	**80.5**	**82.0**	**84.2**	**68.8**	**32.1**	**28.7**
% sobre ingresos		*16.2%*	*16.3%*	*16.6%*	*16.3%*	*16.7%*	*23.3%*	*39.2%*	*39.4%*	*39.6%*	*39.7%*	*39.9%*	*40.0%*	*40.3%*	*38.1%*	*31.1%*	*34.5%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica de factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía a partir de datos de mercado y analistas.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación se irá reduciendo de manera gradual hasta desaparecer en 2023. Considera los gravámenes vigentes relevantes para la tecnología de generación de energía minihidráulica.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**84.5**	**84.4**	**85.8**	**83.9**	**87.9**	**86.3**	**82.2**	**71.9**	**69.5**	**53.0**	**50.1**	**46.7**	**42.7**	**38.3**	**37.9**
% sobre ingresos			*26.0%*	*25.8%*	*26.5%*	*26.5%*	*27.9%*	*27.4%*	*26.3%*	*24.2%*	*23.5%*	*19.5%*	*19.0%*	*18.3%*	*17.2%*	*15.8%*	*16.1%*
Más: depreciación y amortización			96.7	97.3	97.9	98.5	99.1	99.7	100.3	98.7	99.4	97.9	95.2	92.5	91.9	91.4	87.5
Menos: Capex	(6)		(11.7)	(11.8)	(12.0)	(12.2)	(12.4)	(12.6)	(12.8)	(12.6)	(12.8)	(12.6)	(12.2)	(11.8)	(11.8)	(11.8)	(11.1)
Menos: inversión en capital circulante			(4.2)	(0.2)	0.3	0.7	0.2	(0.0)	0.3	1.5	0.1	2.3	0.8	0.8	0.6	0.6	0.7
Flujo de caja libre			**165.3**	**169.7**	**172.0**	**170.9**	**174.8**	**173.4**	**170.0**	**159.5**	**156.1**	**140.5**	**133.8**	**128.2**	**123.3**	**118.5**	**115.0**
Valor terminal (rango alto)	(7)																
Valor terminal (rango bajo)	(7)																
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50
Valor presente del periodo @ 5,75%		5.75%	0.9724	0.9196	0.8696	0.8223	0.7776	0.7353	0.6953	0.6575	0.6218	0.5879	0.5560	0.5257	0.4972	0.4701	0.4446
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.9713	0.9163	0.8644	0.8155	0.7693	0.7258	0.6847	0.6460	0.6094	0.5749	0.5424	0.5117	0.4827	0.4554	0.4296
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,75%			**160.7**	**156.0**	**149.5**	**140.5**	**135.9**	**127.5**	**118.2**	**104.9**	**97.1**	**82.6**	**74.4**	**67.4**	**61.3**	**55.7**	**51.1**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**160.5**	**155.5**	**148.7**	**139.4**	**134.5**	**125.8**	**116.4**	**103.0**	**95.2**	**80.8**	**72.6**	**65.6**	**59.5**	**54.0**	**49.4**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1,938.4		1,979.6
Valor presente del valor residual	121.0		138.1
VE	**2,059.4**	**2,088.5**	**2,117.7**

Notas:

(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.
(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**38.2**	**36.7**	**34.6**	**33.8**	**31.5**	**44.5**	**75.0**	**76.1**	**78.1**	**79.5**	**80.5**	**82.0**	**84.2**	**68.8**	**32.1**	**28.7**
% sobre ingresos			*16.2%*	*16.3%*	*16.6%*	*16.3%*	*16.7%*	*23.3%*	*39.2%*	*39.4%*	*39.6%*	*39.7%*	*39.9%*	*40.0%*	*40.3%*	*38.1%*	*31.1%*	*34.5%*
Más: depreciación y amortización			86.9	82.3	75.5	75.0	67.7	51.6	10.9	10.6	10.3	10.1	9.8	9.5	9.2	8.9	8.4	-
Menos: Capex	(6)		(11.0)	(10.1)	(8.6)	(8.5)	(6.8)	(6.9)	(6.8)	(6.8)	(6.9)	(7.0)	(7.0)	(7.1)	(7.2)	(6.8)	(1.5)	-
Menos: inversión en capital circulante			(0.0)	1.0	1.5	0.1	1.7	(0.2)	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	2.7	7.3	(1.0)
Flujo de caja libre			**114.0**	**109.9**	**103.0**	**100.4**	**94.0**	**88.9**	**79.1**	**79.7**	**81.2**	**82.3**	**83.2**	**84.2**	**85.9**	**73.7**	**46.4**	**27.7**
Valor terminal (rango alto)	(7)																	**718.6**
Valor terminal (rango bajo)	(7)																	**674.8**
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			15.50	16.50	17.50	18.50	19.50	20.50	21.50	22.50	23.50	24.50	25.50	26.50	27.50	28.50	29.50	29.50
Valor presente del periodo @ 5,75%		5.75%	0.4204	0.3975	0.3759	0.3555	0.3361	0.3179	0.3006	0.2842	0.2688	0.2542	0.2404	0.2273	0.2149	0.2032	0.1922	0.1922
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.4053	0.3823	0.3607	0.3403	0.3210	0.3029	0.2857	0.2695	0.2543	0.2399	0.2263	0.2135	0.2014	0.1900	0.1793	0.1793
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,75%			**47.9**	**43.7**	**38.7**	**35.7**	**31.6**	**28.3**	**23.8**	**22.7**	**21.8**	**20.9**	**20.0**	**19.1**	**18.5**	**15.0**	**8.9**	**138.1**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**46.2**	**42.0**	**37.2**	**34.2**	**30.2**	**26.9**	**22.6**	**21.5**	**20.7**	**19.7**	**18.8**	**18.0**	**17.3**	**14.0**	**8.3**	**121.0**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1,938.4		1,979.6
Valor presente del valor residual	121.0		138.1
VE	**2,059.4**	**2,088.5**	**2,117.7**

Notas:

(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.
(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
CCGTs		941.7	952.2	1,051.4	1,085.1	1,108.9	1,175.2	1,229.0	1,228.5	1,276.0	1,276.1	1,315.5	1,357.0	1,390.9	1,389.9	1,420.0
Hidroeléctrica		151.9	149.1	154.8	157.9	158.5	161.5	164.4	167.7	170.3	173.4	176.6	180.3	183.0	186.3	189.7
Nuclear		217.9	213.4	222.7	227.9	229.2	233.8	232.0	189.8	153.9	155.9	158.6	162.2	165.0	167.1	170.2
Ingresos	(1)	**1,311.6**	**1,314.7**	**1,428.9**	**1,470.9**	**1,496.6**	**1,570.4**	**1,625.3**	**1,586.1**	**1,600.1**	**1,605.4**	**1,650.7**	**1,699.5**	**1,739.0**	**1,743.3**	**1,779.9**
% crecimiento		*(1.3%)*	*0.2%*	*8.7%*	*2.9%*	*1.8%*	*4.9%*	*3.5%*	*(2.4%)*	*0.9%*	*0.3%*	*2.8%*	*3.0%*	*2.3%*	*0.2%*	*2.1%*
Menos: costes de aprovisionamento	(2)	(686.2)	(668.8)	(750.3)	(753.1)	(759.8)	(820.3)	(862.8)	(902.0)	(975.6)	(1,007.0)	(1,028.2)	(1,055.8)	(1,074.4)	(1,092.4)	(1,116.8)
Margen bruto		**625.4**	**645.9**	**678.6**	**717.8**	**736.8**	**750.1**	**762.5**	**684.1**	**624.6**	**598.3**	**622.5**	**643.7**	**664.6**	**650.9**	**663.2**
% Margen bruto		*47.7%*	*49.1%*	*47.5%*	*48.8%*	*49.2%*	*47.8%*	*46.9%*	*43.1%*	*39.0%*	*37.3%*	*37.7%*	*37.9%*	*38.2%*	*37.3%*	*37.3%*
Menos: gastos de personal		(212.3)	(215.0)	(217.9)	(221.2)	(225.2)	(229.4)	(231.9)	(226.2)	(222.0)	(226.1)	(230.2)	(234.4)	(238.6)	(242.9)	(247.3)
Menos: impuestos	(3)	(192.7)	(192.5)	(202.3)	(206.5)	(208.8)	(215.2)	(218.3)	(204.5)	(196.0)	(197.5)	(201.8)	(206.6)	(210.3)	(211.8)	(215.6)
Gastos operativos totales		**(404.9)**	**(407.4)**	**(420.2)**	**(427.8)**	**(434.0)**	**(444.6)**	**(450.1)**	**(430.7)**	**(418.1)**	**(423.6)**	**(432.0)**	**(441.0)**	**(448.9)**	**(454.6)**	**(462.9)**
% sobre ingresos		*(30.9%)*	*(31.0%)*	*(29.4%)*	*(29.1%)*	*(29.0%)*	*(28.3%)*	*(27.7%)*	*(27.2%)*	*(26.1%)*	*(26.4%)*	*(26.2%)*	*(25.9%)*	*(25.8%)*	*(26.1%)*	*(26.0%)*
EBITDA		**220.5**	**238.5**	**258.4**	**290.0**	**302.8**	**305.5**	**312.4**	**253.4**	**206.5**	**174.7**	**190.5**	**202.7**	**215.6**	**196.3**	**200.2**
% sobre ingresos		*16.8%*	*18.1%*	*18.1%*	*19.7%*	*20.2%*	*19.5%*	*19.2%*	*16.0%*	*12.9%*	*10.9%*	*11.5%*	*11.9%*	*12.4%*	*11.3%*	*11.2%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(142.7)	(145.8)	(148.8)	(151.8)	(154.9)	(158.0)	(160.9)	(162.7)	(164.4)	(167.1)	(169.8)	(172.5)	(175.2)	(177.9)	(180.7)
% ingresos		*(10.9%)*	*(11.1%)*	*(10.4%)*	*(10.3%)*	*(10.4%)*	*(10.1%)*	*(9.9%)*	*(10.3%)*	*(10.3%)*	*(10.4%)*	*(10.3%)*	*(10.1%)*	*(10.1%)*	*(10.2%)*	*(10.2%)*
EBIT		**77.7**	**92.8**	**109.7**	**138.2**	**147.9**	**147.5**	**151.5**	**90.7**	**42.1**	**7.7**	**20.7**	**30.2**	**40.4**	**18.3**	**19.5**
% sobre ingresos		*5.9%*	*7.1%*	*7.7%*	*9.4%*	*9.9%*	*9.4%*	*9.3%*	*5.7%*	*2.6%*	*0.5%*	*1.3%*	*1.8%*	*2.3%*	*1.1%*	*1.1%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(19.4)	(23.2)	(27.4)	(34.5)	(37.0)	(36.9)	(37.9)	(22.7)	(10.5)	(1.9)	(5.2)	(7.6)	(10.1)	(4.6)	(4.9)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**58.3**	**69.6**	**82.2**	**103.6**	**110.9**	**110.6**	**113.6**	**68.0**	**31.5**	**5.7**	**15.5**	**22.7**	**30.3**	**13.7**	**14.6**
% sobre ingresos		*4.4%*	*5.3%*	*5.8%*	*7.0%*	*7.4%*	*7.0%*	*7.0%*	*4.3%*	*2.0%*	*0.4%*	*0.9%*	*1.3%*	*1.7%*	*0.8%*	*0.8%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) publicadas por Naturgy en sus CCAA 2020 y otras fuentes públicas.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
CCGTs		1,452.9	1,507.4	1,537.0	1,565.6	1,636.0	1,668.3	1,705.4	1,743.2	1,688.8	1,721.3	1,352.8	733.1	745.0	213.9	217.0	-
Hidroeléctrica		193.7	196.8	200.4	204.0	208.3	211.4	215.3	219.2	223.7	227.2	231.3	235.5	240.4	244.1	248.5	253.2
Nuclear		174.1	155.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**1,820.7**	**1,859.5**	**1,737.4**	**1,769.6**	**1,844.2**	**1,879.8**	**1,920.7**	**1,962.3**	**1,912.5**	**1,948.5**	**1,584.1**	**968.5**	**985.4**	**457.9**	**465.4**	**253.2**
% crecimiento		*2.3%*	*2.1%*	*(6.6%)*	*1.9%*	*4.2%*	*1.9%*	*2.2%*	*2.2%*	*(2.5%)*	*1.9%*	*(18.7%)*	*(38.9%)*	*1.7%*	*(53.5%)*	*1.6%*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamento	(2)	(1,148.0)	(1,167.8)	(1,168.1)	(1,194.9)	(1,245.0)	(1,272.4)	(1,300.9)	(1,325.3)	(1,278.0)	(1,288.7)	(965.6)	(522.0)	(540.0)	(178.3)	(199.1)	(21.0)
Margen bruto		**672.8**	**691.8**	**569.3**	**574.7**	**599.3**	**607.4**	**619.8**	**637.1**	**634.5**	**659.8**	**618.5**	**446.5**	**445.4**	**279.6**	**266.3**	**232.2**
% Margen bruto		*36.9%*	*37.2%*	*32.8%*	*32.5%*	*32.5%*	*32.3%*	*32.3%*	*32.5%*	*33.2%*	*33.9%*	*39.0%*	*46.1%*	*45.2%*	*61.1%*	*57.2%*	*91.7%*
Menos: gastos de personal		(251.9)	(251.8)	(223.3)	(227.3)	(231.4)	(235.6)	(239.8)	(244.1)	(236.3)	(240.4)	(195.1)	(118.0)	(119.9)	(53.7)	(54.6)	(27.6)
Menos: impuestos	(3)	(219.9)	(218.2)	(172.7)	(175.9)	(182.2)	(185.5)	(189.3)	(193.3)	(190.9)	(194.3)	(169.9)	(127.8)	(130.3)	(94.3)	(95.9)	(82.2)
Gastos operativos totales		**(471.8)**	**(470.1)**	**(396.0)**	**(403.1)**	**(413.6)**	**(421.1)**	**(429.2)**	**(437.4)**	**(427.2)**	**(434.8)**	**(365.0)**	**(245.8)**	**(250.2)**	**(148.0)**	**(150.6)**	**(109.9)**
% sobre ingresos		*(25.9%)*	*(25.3%)*	*(22.8%)*	*(22.8%)*	*(22.4%)*	*(22.4%)*	*(22.3%)*	*(22.3%)*	*(22.3%)*	*(22.3%)*	*(23.0%)*	*(25.4%)*	*(25.4%)*	*(32.3%)*	*(32.3%)*	*(43.4%)*
EBITDA		**200.9**	**221.7**	**173.3**	**171.5**	**185.7**	**186.4**	**190.6**	**199.7**	**207.3**	**225.1**	**253.5**	**200.7**	**195.2**	**131.6**	**115.8**	**122.4**
% sobre ingresos		*11.0%*	*11.9%*	*10.0%*	*9.7%*	*10.1%*	*9.9%*	*9.9%*	*10.2%*	*10.8%*	*11.6%*	*16.0%*	*20.7%*	*19.8%*	*28.7%*	*24.9%*	*48.3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(136.3)	(112.3)	(114.2)	(116.0)	(117.8)	(100.1)	(51.8)	(50.6)	(49.3)	(48.0)	(46.4)	(44.4)	(42.6)	(40.6)	(38.6)	(11.0)
% ingresos		*(7.5%)*	*(6.0%)*	*(6.6%)*	*(6.6%)*	*(6.4%)*	*(5.3%)*	*(2.7%)*	*(2.6%)*	*(2.6%)*	*(2.5%)*	*(2.9%)*	*(4.6%)*	*(4.3%)*	*(8.9%)*	*(8.3%)*	*(4.4%)*
EBIT		**64.6**	**109.4**	**59.1**	**55.6**	**67.9**	**86.2**	**138.8**	**149.1**	**158.0**	**177.1**	**207.1**	**156.4**	**152.7**	**91.0**	**77.2**	**111.3**
% sobre ingresos		*3.5%*	*5.9%*	*3.4%*	*3.1%*	*3.7%*	*4.6%*	*7.2%*	*7.6%*	*8.3%*	*9.1%*	*13.1%*	*16.1%*	*15.5%*	*19.9%*	*16.6%*	*44.0%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(16.2)	(27.3)	(14.8)	(13.9)	(17.0)	(21.6)	(34.7)	(37.3)	(39.5)	(44.3)	(51.8)	(39.1)	(38.2)	(22.8)	(19.3)	(27.8)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**48.5**	**82.0**	**44.3**	**41.7**	**50.9**	**64.7**	**104.1**	**111.8**	**118.5**	**132.8**	**155.4**	**117.3**	**114.5**	**68.3**	**57.9**	**83.5**
% sobre ingresos		*2.7%*	*4.4%*	*2.6%*	*2.4%*	*2.8%*	*3.4%*	*5.4%*	*5.7%*	*6.2%*	*6.8%*	*9.8%*	*12.1%*	*11.6%*	*14.9%*	*12.4%*	*33.0%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) de fuentes públicas.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**58.3**	**69.6**	**82.2**	**103.6**	**110.9**	**110.6**	**113.6**	**68.0**	**31.5**	**5.7**	**15.5**	**22.7**	**30.3**	**13.7**	**14.6**
% sobre ingresos			*4.4%*	*5.3%*	*5.8%*	*7.0%*	*7.4%*	*7.0%*	*7.0%*	*4.3%*	*2.0%*	*0.4%*	*0.9%*	*1.3%*	*1.7%*	*0.8%*	*0.8%*
Más: depreciación y amortización			142.7	145.8	148.8	151.8	154.9	158.0	160.9	162.7	164.4	167.1	169.8	172.5	175.2	177.9	180.7
Menos: Capex	(6)		(60.0)	(60.3)	(60.6)	(61.0)	(61.4)	(61.9)	(61.5)	(57.0)	(53.2)	(53.5)	(53.8)	(54.1)	(54.4)	(54.7)	(55.1)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		-	-	-	-	-	-	(29.7)	(29.7)	(29.7)	(29.7)	-	-	-	(22.1)	(22.1)
Menos: inversión en capital circulante			(16.2)	(0.3)	(10.8)	(4.0)	(2.4)	(7.0)	(5.2)	3.7	(1.3)	(0.5)	(4.3)	(4.6)	(3.7)	(0.4)	(3.5)
Flujo de caja libre			**124.8**	**154.7**	**159.6**	**190.5**	**201.9**	**199.8**	**178.0**	**147.6**	**111.7**	**89.1**	**127.2**	**136.4**	**147.4**	**114.4**	**114.7**
Valor terminal (rango alto)	(8)																
Valor terminal (rango bajo)	(8)																
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.9713	0.9163	0.8644	0.8155	0.7693	0.7258	0.6847	0.6460	0.6094	0.5749	0.5424	0.5117	0.4827	0.4554	0.4296
Valor presente del periodo @ 6,50%		6.50%	0.9690	0.9099	0.8543	0.8022	0.7532	0.7073	0.6641	0.6236	0.5855	0.5498	0.5162	0.4847	0.4551	0.4273	0.4013
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**121.2**	**141.8**	**137.9**	**155.3**	**155.4**	**145.0**	**121.9**	**95.4**	**68.1**	**51.2**	**69.0**	**69.8**	**71.1**	**52.1**	**49.3**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**120.9**	**140.8**	**136.3**	**152.8**	**152.1**	**141.3**	**118.2**	**92.1**	**65.4**	**49.0**	**65.7**	**66.1**	**67.1**	**48.9**	**46.0**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1,954.6		2,049.5
Valor presente del valor residual		279.7		360.6
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2,234.4**	**2,322.2**	**2,410.1**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141.1)	(141.1)	(141.1)
VE		**2,093.3**	**2,181.2**	**2,269.1**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**48.5**	**82.0**	**44.3**	**41.7**	**50.9**	**64.7**	**104.1**	**111.8**	**118.5**	**132.8**	**155.4**	**117.3**	**114.5**	**68.3**	**57.9**	**83.5**
% sobre ingresos			*2.7%*	*4.4%*	*2.6%*	*2.4%*	*2.8%*	*3.4%*	*5.4%*	*5.7%*	*6.2%*	*6.8%*	*9.8%*	*12.1%*	*11.6%*	*14.9%*	*12.4%*	*33.0%*
Más: depreciación y amortización			136.3	112.3	114.2	116.0	117.8	100.1	51.8	50.6	49.3	48.0	46.4	44.4	42.6	40.6	38.6	11.0
Menos: Capex	(6)		(55.4)	(53.4)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(35.4)	(35.4)	(29.8)	(21.0)	(20.9)	(13.7)	(13.7)	(11.0)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		(22.1)	(22.1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Menos: inversión en capital circulante			(3.9)	(3.7)	11.6	(3.0)	(7.1)	(3.4)	(3.9)	(3.9)	4.7	(3.4)	34.5	58.2	(1.6)	49.9	(0.7)	(1.0)
Flujo de caja libre			**103.4**	**115.2**	**133.2**	**117.8**	**124.8**	**124.6**	**115.2**	**121.7**	**137.1**	**142.0**	**206.4**	**198.9**	**134.5**	**145.1**	**82.1**	**82.5**
Valor terminal (rango alto)	(8)																	**2,011.6**
Valor terminal (rango bajo)	(8)																	**1,793.0**
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			15.50	16.50	17.50	18.50	19.50	20.50	21.50	22.50	23.50	24.50	25.50	26.50	27.50	28.50	29.50	29.50
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.4053	0.3823	0.3607	0.3403	0.3210	0.3029	0.2857	0.2695	0.2543	0.2399	0.2263	0.2135	0.2014	0.1900	0.1793	0.1793
Valor presente del periodo @ 6,50%		6.50%	0.3768	0.3538	0.3322	0.3119	0.2929	0.2750	0.2582	0.2425	0.2277	0.2138	0.2007	0.1885	0.1770	0.1662	0.1560	0.1560
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**41.9**	**44.0**	**48.1**	**40.1**	**40.1**	**37.7**	**32.9**	**32.8**	**34.9**	**34.1**	**46.7**	**42.5**	**27.1**	**27.6**	**14.7**	**360.6**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**39.0**	**40.8**	**44.3**	**36.7**	**36.6**	**34.3**	**29.7**	**29.5**	**31.2**	**30.4**	**41.4**	**37.5**	**23.8**	**24.1**	**12.8**	**279.7**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1,954.6		2,049.5
Valor presente del valor residual		279.7		360.6
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2,234.4**	**2,322.2**	**2,410.1**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141.1)	(141.1)	(141.1)
VE		**2,093.3**	**2,181.2**	**2,269.1**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Eólica		219.8	216.3	234.9	238.0	234.2	234.4	230.5	213.4	213.1	188.6	184.0	175.6	175.1	176.8	166.6
Mini hidroeléctrica		64.6	63.4	66.0	67.1	67.3	67.7	68.7	69.9	69.9	71.0	72.2	72.7	72.2	71.2	72.3
Solar		17.8	17.5	18.2	18.4	18.5	18.8	19.2	19.6	19.9	20.2	20.6	21.0	21.3	21.7	22.1
Cogeneración		24.1	27.5	28.6	27.7	26.7	26.4	26.4	26.0	25.8	24.7	17.7	15.3	9.0	-	-
Ingresos	(1)	**326.4**	**324.7**	**347.6**	**351.3**	**346.6**	**347.3**	**344.8**	**329.0**	**328.7**	**304.5**	**294.4**	**284.6**	**277.5**	**269.6**	**261.0**
% crecimiento		*1.4%*	*(0.5%)*	*7.1%*	*1.0%*	*(1.3%)*	*0.2%*	*(0.7%)*	*(4.6%)*	*(0.1%)*	*(7.3%)*	*(3.3%)*	*(3.3%)*	*(2.5%)*	*(2.9%)*	*(3.2%)*
Menos: costes de aprovisionamiento		(26.0)	(26.3)	(26.7)	(27.1)	(27.6)	(28.1)	(28.6)	(28.6)	(29.0)	(29.0)	(27.9)	(27.3)	(26.7)	(26.0)	(25.1)
Margen bruto	(2)	**300.4**	**298.4**	**320.9**	**324.1**	**319.0**	**319.2**	**316.2**	**300.4**	**299.7**	**275.6**	**266.6**	**257.4**	**250.8**	**243.7**	**235.9**
% Margen bruto		*92.0%*	*91.9%*	*92.3%*	*92.3%*	*92.1%*	*91.9%*	*91.7%*	*91.3%*	*91.2%*	*90.5%*	*90.5%*	*90.4%*	*90.4%*	*90.4%*	*90.4%*
Menos: gastos de personal		(66.6)	(67.4)	(68.3)	(69.4)	(70.6)	(71.9)	(73.2)	(72.9)	(74.2)	(74.0)	(72.9)	(71.7)	(72.1)	(72.5)	(70.2)
Menos: impuestos	(3)	(24.2)	(24.0)	(25.7)	(26.0)	(25.6)	(25.7)	(25.5)	(24.5)	(24.4)	(22.8)	(22.1)	(21.4)	(20.9)	(20.3)	(19.7)
Gastos operativos totales		**(90.7)**	**(91.4)**	**(94.0)**	**(95.3)**	**(96.2)**	**(97.6)**	**(98.7)**	**(97.3)**	**(98.6)**	**(96.7)**	**(95.0)**	**(93.1)**	**(93.0)**	**(92.8)**	**(89.9)**
% sobre ingresos		*(27.8%)*	*(28.2%)*	*(27.0%)*	*(27.1%)*	*(27.8%)*	*(28.1%)*	*(28.6%)*	*(29.6%)*	*(30.0%)*	*(31.8%)*	*(32.2%)*	*(32.7%)*	*(33.5%)*	*(34.4%)*	*(34.4%)*
EBITDA		**209.7**	**206.9**	**226.9**	**228.8**	**222.8**	**221.6**	**217.5**	**203.1**	**201.0**	**178.9**	**171.6**	**164.3**	**157.9**	**150.9**	**146.0**
% sobre ingresos		*64.2%*	*63.7%*	*65.3%*	*65.1%*	*64.3%*	*63.8%*	*63.1%*	*61.7%*	*61.2%*	*58.7%*	*58.3%*	*57.7%*	*56.9%*	*55.9%*	*55.9%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(96.9)	(97.4)	(98.0)	(98.6)	(99.2)	(99.8)	(100.5)	(98.9)	(99.5)	(98.0)	(95.3)	(92.6)	(91.9)	(91.3)	(87.3)
% ingresos		*(29.7%)*	*(30.0%)*	*(28.2%)*	*(28.1%)*	*(28.6%)*	*(28.8%)*	*(29.1%)*	*(30.1%)*	*(30.3%)*	*(32.2%)*	*(32.4%)*	*(32.5%)*	*(33.1%)*	*(33.9%)*	*(33.5%)*
EBIT		**112.8**	**109.5**	**128.9**	**130.2**	**123.6**	**121.8**	**117.0**	**104.2**	**101.5**	**80.8**	**76.3**	**71.7**	**66.0**	**59.6**	**58.7**
% sobre ingresos		*34.6%*	*33.7%*	*37.1%*	*37.1%*	*35.7%*	*35.1%*	*33.9%*	*31.7%*	*30.9%*	*26.5%*	*25.9%*	*25.2%*	*23.8%*	*22.1%*	*22.5%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(28.2)	(27.4)	(32.2)	(32.6)	(30.9)	(30.4)	(29.3)	(26.1)	(25.4)	(20.2)	(19.1)	(17.9)	(16.5)	(14.9)	(14.7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**84.6**	**82.1**	**96.7**	**97.7**	**92.7**	**91.3**	**87.8**	**78.2**	**76.1**	**60.6**	**57.2**	**53.8**	**49.5**	**44.7**	**44.0**
% sobre ingresos		*25.9%*	*25.3%*	*27.8%*	*27.8%*	*26.7%*	*26.3%*	*25.5%*	*23.8%*	*23.2%*	*19.9%*	*19.4%*	*18.9%*	*17.8%*	*16.6%*	*16.9%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
Eólica		165.7	152.4	132.5	132.0	109.8	111.0	109.0	109.4	111.7	113.4	113.4	114.7	117.1	111.8	24.0	-
Mini hidroeléctrica		73.3	74.4	75.7	74.8	76.3	77.5	78.9	80.3	82.0	83.3	84.8	86.3	88.1	89.5	91.1	92.8
Solar		22.6	22.9	23.4	23.8	24.3	24.7	25.1	25.6	26.1	26.5	27.0	27.5	28.0	0.1	-	-
Cogeneración		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**261.6**	**249.7**	**231.5**	**230.5**	**210.4**	**213.2**	**213.0**	**215.3**	**219.8**	**223.1**	**225.2**	**228.5**	**233.2**	**201.3**	**115.1**	**92.8**
% crecimiento		*0.2%*	*(4.5%)*	*(7.3%)*	*(0.4%)*	*(8.7%)*	*1.3%*	*(0.1%)*	*1.1%*	*2.1%*	*1.5%*	*0.9%*	*1.5%*	*2.1%*	*(13.7%)*	*(42.8%)*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamiento		(25.3)	(24.2)	(22.3)	(22.5)	(20.5)	(20.7)	(20.7)	(20.9)	(21.3)	(21.7)	(21.9)	(22.2)	(22.6)	(19.5)	(10.9)	(8.7)
Margen bruto	(2)	**236.3**	**225.6**	**209.2**	**208.1**	**190.0**	**192.4**	**192.3**	**194.4**	**198.4**	**201.5**	**203.3**	**206.3**	**210.6**	**181.8**	**104.1**	**84.1**
% Margen bruto		*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.3%*	*90.5%*	*90.6%*
Menos: gastos de personal		(70.5)	(67.5)	(62.6)	(62.9)	(57.2)	(58.1)	(58.1)	(58.7)	(59.7)	(60.8)	(61.4)	(62.3)	(63.4)	(58.7)	(39.4)	(34.6)
Menos: impuestos	(3)	(19.8)	(19.0)	(17.8)	(17.7)	(16.3)	(16.5)	(16.5)	(16.7)	(17.1)	(17.3)	(17.5)	(17.8)	(18.1)	(15.9)	(9.9)	(8.4)
Gastos operativos totales		**(90.3)**	**(86.5)**	**(80.3)**	**(80.6)**	**(73.5)**	**(74.6)**	**(74.6)**	**(75.4)**	**(76.8)**	**(78.1)**	**(78.9)**	**(80.0)**	**(81.5)**	**(74.6)**	**(49.3)**	**(43.0)**
% sobre ingresos		*(34.5%)*	*(34.7%)*	*(34.7%)*	*(34.9%)*	*(34.9%)*	*(35.0%)*	*(35.0%)*	*(35.0%)*	*(34.9%)*	*(35.0%)*	*(35.0%)*	*(35.0%)*	*(35.0%)*	*(37.1%)*	*(42.8%)*	*(46.3%)*
EBITDA		**146.0**	**139.0**	**128.9**	**127.5**	**116.5**	**117.8**	**117.7**	**119.0**	**121.6**	**123.3**	**124.4**	**126.2**	**129.0**	**107.2**	**54.8**	**41.1**
% sobre ingresos		*55.8%*	*55.7%*	*55.7%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*55.3%*	*53.2%*	*47.6%*	*44.3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(86.7)	(82.2)	(75.4)	(74.9)	(67.6)	(52.6)	(10.9)	(10.6)	(10.4)	(10.1)	(9.8)	(9.5)	(9.3)	(8.9)	(8.4)	-
% ingresos		*(33.2%)*	*(32.9%)*	*(32.5%)*	*(32.5%)*	*(32.1%)*	*(24.7%)*	*(5.1%)*	*(4.9%)*	*(4.7%)*	*(4.5%)*	*(4.4%)*	*(4.2%)*	*(4.0%)*	*(4.4%)*	*(7.3%)*	*0.0%*
EBIT		**59.2**	**56.9**	**53.5**	**52.6**	**48.9**	**65.2**	**106.8**	**108.3**	**111.3**	**113.2**	**114.6**	**116.7**	**119.8**	**98.2**	**46.4**	**41.1**
% sobre ingresos		*22.6%*	*22.8%*	*23.1%*	*22.8%*	*23.2%*	*30.6%*	*50.2%*	*50.3%*	*50.6%*	*50.7%*	*50.9%*	*51.1%*	*51.4%*	*48.8%*	*40.4%*	*44.3%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(14.8)	(14.2)	(13.4)	(13.2)	(12.2)	(16.3)	(26.7)	(27.1)	(27.8)	(28.3)	(28.7)	(29.2)	(29.9)	(24.6)	(11.6)	(10.3)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
NOPAT		**44.4**	**42.6**	**40.1**	**39.5**	**36.7**	**48.9**	**80.1**	**81.3**	**83.4**	**84.9**	**86.0**	**87.5**	**89.8**	**73.7**	**34.8**	**30.8**
% sobre ingresos		*17.0%*	*17.1%*	*17.3%*	*17.1%*	*17.4%*	*22.9%*	*37.6%*	*37.7%*	*38.0%*	*38.1%*	*38.2%*	*38.3%*	*38.5%*	*36.6%*	*30.3%*	*33.2%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**84.6**	**82.1**	**96.7**	**97.7**	**92.7**	**91.3**	**87.8**	**78.2**	**76.1**	**60.6**	**57.2**	**53.8**	**49.5**	**44.7**	**44.0**
% sobre ingresos			*25.9%*	*25.3%*	*27.8%*	*27.8%*	*26.7%*	*26.3%*	*25.5%*	*23.8%*	*23.2%*	*19.9%*	*19.4%*	*18.9%*	*17.8%*	*16.6%*	*16.9%*
Más: depreciación y amortización			96.9	97.4	98.0	98.6	99.2	99.8	100.5	98.9	99.5	98.0	95.3	92.6	91.9	91.3	87.3
Menos: Capex	(6)		(11.7)	(11.9)	(12.0)	(12.2)	(12.4)	(12.6)	(12.9)	(12.6)	(12.9)	(12.7)	(12.3)	(11.8)	(11.8)	(11.8)	(11.1)
Menos: inversión en capital circulante			(4.0)	0.2	(2.2)	(0.3)	0.4	(0.1)	0.2	1.5	0.0	2.3	1.0	0.9	0.7	0.7	0.8
Flujo de caja libre			**165.7**	**167.9**	**180.5**	**183.7**	**179.9**	**178.5**	**175.6**	**165.9**	**162.8**	**148.3**	**141.2**	**135.5**	**130.2**	**124.9**	**121.1**
Valor terminal (rango alto)	(7)																
Valor terminal (rango bajo)	(7)																
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	9.50	10.50	11.50	12.50	13.50	14.50
Valor presente del periodo @ 5,75%		5.75%	0.9724	0.9196	0.8696	0.8223	0.7776	0.7353	0.6953	0.6575	0.6218	0.5879	0.5560	0.5257	0.4972	0.4701	0.4446
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.9713	0.9163	0.8644	0.8155	0.7693	0.7258	0.6847	0.6460	0.6094	0.5749	0.5424	0.5117	0.4827	0.4554	0.4296
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,75%			**161.2**	**154.4**	**157.0**	**151.1**	**139.9**	**131.2**	**122.1**	**109.1**	**101.2**	**87.2**	**78.5**	**71.2**	**64.8**	**58.7**	**53.8**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**161.0**	**153.8**	**156.0**	**149.8**	**138.4**	**129.5**	**120.3**	**107.2**	**99.2**	**85.2**	**76.6**	**69.3**	**62.9**	**56.9**	**52.0**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	2,018.3		2,061.7
Valor presente del valor residual	130.4		148.8
VE	**2,148.7**	**2,179.6**	**2,210.5**

Notas:

(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.

(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**44.4**	**42.6**	**40.1**	**39.5**	**36.7**	**48.9**	**80.1**	**81.3**	**83.4**	**84.9**	**86.0**	**87.5**	**89.8**	**73.7**	**34.8**	**30.8**
% sobre ingresos			*17.0%*	*17.1%*	*17.3%*	*17.1%*	*17.4%*	*22.9%*	*37.6%*	*37.7%*	*38.0%*	*38.1%*	*38.2%*	*38.3%*	*38.5%*	*36.6%*	*30.3%*	*33.2%*
Más: depreciación y amortización			86.7	82.2	75.4	74.9	67.6	52.6	10.9	10.6	10.4	10.1	9.8	9.5	9.3	8.9	8.4	-
Menos: Capex	(6)		(11.0)	(10.1)	(8.6)	(8.5)	(6.8)	(6.9)	(6.8)	(6.8)	(6.9)	(7.0)	(7.0)	(7.1)	(7.2)	(6.8)	(1.5)	-
Menos: inversión en capital circulante			(0.1)	1.1	1.7	0.1	1.9	(0.3)	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	3.0	8.2	(1.0)
Flujo de caja libre			**120.1**	**115.9**	**108.6**	**105.9**	**99.3**	**94.3**	**84.3**	**84.9**	**86.5**	**87.7**	**88.6**	**89.7**	**91.4**	**78.8**	**49.9**	**29.8**
Valor terminal (rango alto)	(7)																	**774.5**
Valor terminal (rango bajo)	(7)																	**727.2**
Periodo parcial			1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio			15.50	16.50	17.50	18.50	19.50	20.50	21.50	22.50	23.50	24.50	25.50	26.50	27.50	28.50	29.50	29.50
Valor presente del periodo @ 5,75%		5.75%	0.4204	0.3975	0.3759	0.3555	0.3361	0.3179	0.3006	0.2842	0.2688	0.2542	0.2404	0.2273	0.2149	0.2032	0.1922	0.1922
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%	0.4053	0.3823	0.3607	0.3403	0.3210	0.3029	0.2857	0.2695	0.2543	0.2399	0.2263	0.2135	0.2014	0.1900	0.1793	0.1793
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,75%			**50.5**	**46.1**	**40.8**	**37.7**	**33.4**	**30.0**	**25.3**	**24.1**	**23.2**	**22.3**	**21.3**	**20.4**	**19.7**	**16.0**	**9.6**	**148.8**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**48.7**	**44.3**	**39.2**	**36.0**	**31.9**	**28.6**	**24.1**	**22.9**	**22.0**	**21.0**	**20.0**	**19.1**	**18.4**	**15.0**	**8.9**	**130.4**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	2,018.3		2,061.7
Valor presente del valor residual	130.4		148.8
VE	**2,148.7**	**2,179.6**	**2,210.5**

Notas:

(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.
(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

Descuento de flujos de caja - Generación internacional

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VT (finito)	VT (perpetuo)
Total ingresos	(1)	**1,005.3**	**1,082.4**	**1,031.0**	**837.6**	**1,103.0**	**1,162.1**	**1,260.5**	**1,282.6**	**1,303.5**	**1,289.9**	**45.8**
% crecimiento		*n.a.*	*7.7%*	*(4.8%)*	*(18.8%)*	*31.7%*	*5.4%*	*8.5%*	*1.8%*	*1.6%*	*2.5%*	*2.5%*
Menos: aprovisionamientos	(2)	(575.9)	(622.1)	(502.6)	(383.5)	(537.7)	(566.5)	(614.5)	(625.3)	(635.5)	(628.9)	(22)
Margen bruto		**429.4**	**460.4**	**528.4**	**454.1**	**565.3**	**595.5**	**646.0**	**657.3**	**668.0**	**661.1**	**23.5**
% Margen bruto		*42.7%*	*42.5%*	*51.2%*	*54.2%*	*51.2%*	*51.2%*	*51.2%*	*51.2%*	*51.2%*	*51.2%*	*51.2%*
Más: otros ingresos de explotación	(2)	13.5	11.8	14.6	11.4	15.6	16.4	17.8	18.1	18.4	18.2	0.6
Menos: gastos de personal	(2)	(41.7)	(46.0)	(42.5)	(35.3)	(45.5)	(47.9)	(52.0)	(52.9)	(53.8)	(53.2)	(1.9)
Menos: impuestos	(2)	(4.5)	(3.5)	(4.5)	(3.4)	(4.8)	(5.0)	(5.5)	(5.6)	(5.7)	(5.6)	(0.2)
Menos: otros gastos de explotación	(2)	(85.7)	(81.4)	(70.5)	(66.0)	(75.4)	(79.5)	(86.2)	(87.7)	(89.2)	(88.2)	(3.1)
Total ingresos y gastos de explotación		**(118.3)**	**(119.2)**	**(103.0)**	**(93.3)**	**(110.2)**	**(116.1)**	**(125.9)**	**(128.1)**	**(130.2)**	**(128.9)**	**(4.6)**
% sobre ingresos		*(11.8%)*	*(11.0%)*	*(10.0%)*	*(11.1%)*	*(10.0%)*	*(10.0%)*	*(10.0%)*	*(10.0%)*	*(10.0%)*	*(10.0%)*	*(10.0%)*
EBITDA	(3)	**311.1**	**341.1**	**425.4**	**360.7**	**455.1**	**479.5**	**520.1**	**529.2**	**537.8**	**532.2**	**18.9**
% sobre ingresos		*30.9%*	*31.5%*	*41.3%*	*43.1%*	*41.3%*	*41.3%*	*41.3%*	*41.3%*	*41.3%*	*41.3%*	*41.3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(136.4)	(179.4)	(176.9)	(122.0)	(189.0)	(189.0)	(189.0)	(189.0)	(189.0)	(182.6)	(1.7)
% MW		*(5.0%)*	*(6.4%)*	*(5.9%)*	*(3.8%)*	*(5.3%)*	*(5.3%)*	*(5.3%)*	*(5.3%)*	*(5.3%)*	*(5.3%)*	*n.a.*
EBIT		**174.7**	**161.7**	**248.5**	**238.8**	**266.1**	**290.4**	**331.0**	**340.2**	**348.8**	**349.7**	**17.2**
% sobre ingresos		*17.4%*	*14.9%*	*24.1%*	*28.5%*	*24.1%*	*25.0%*	*26.3%*	*26.5%*	*26.8%*	*27.1%*	*37.5%*
Menos: impuesto de sociedades		(52.2)	(48.4)	(74.3)	(71.4)	(79.6)	(86.8)	(99.0)	(101.7)	(104.3)	(104.5)	(5.1)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(5)	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*	*(29.9%)*
NOPAT		**122.5**	**113.4**	**174.2**	**167.4**	**186.5**	**203.6**	**232.1**	**238.5**	**244.5**	**245.1**	**12.0**
% sobre ingresos		*12.2%*	*10.5%*	*16.9%*	*20.0%*	*16.9%*	*17.5%*	*18.4%*	*18.6%*	*18.8%*	*19.0%*	*26.3%*

Notas:

(1) Los ingresos se han estimado aplicando el margen EBITDA reportado en 2019 a la mediana de EBITDA de las estimaciones de los analistas a futuro. Para el VT, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC esperado en USD a largo plazo (2,4%), dadas las proyecciones en USD.
(2) Se ha considerado que los aprovisionamientos y otros gastos de explotación se mantienen constantes como porcentaje de ingresos de 2019.
(3) El EBITDA se ha basado en la mediana de las estimaciones de los analistas para el período 2021-2025. Se ha considerado este enfoque debido a que la Compañía vende bajo contratos PPA para los que no hay información pública disponible.
(4) Se espera que permanezca constante como porcentaje por MW basado en la relación histórica del promedio amortización/MW del período 2017- 2020
(5) Se ha considerado un tipo impositivo en línea con el aplicado en la WACC.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VT (finito) (8)	VT (perpetuo) (9)
NOPAT			**122.5**	**113.4**	**174.2**	**167.4**	**186.5**	**203.6**	**232.1**	**238.5**	**244.5**	**245.1**	**12.0**
% sobre ingresos			*12.2%*	*10.5%*	*16.9%*	*20.0%*	*16.9%*	*17.5%*	*18.4%*	*18.6%*	*18.8%*	*19.0%*	*26.3%*
Más: Depreciación y amortización							189.0	189.0	189.0	189.0	189.0	182.6	1.7
Menos: Capex	(6)						(42.4)	(42.5)	(47.3)	(48.1)	(48.9)	(48.4)	(1.7)
Menos: inversión en capital circulante	(7)						(0.8)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
Flujo de caja libre							**332.4**	**349.9**	**373.5**	**379.3**	**384.6**	**379.2**	**12.0**
Valor terminal (rango alto)												**3,865.8**	**239.7**
Valor terminal (rango bajo)												**3,680.9**	**208.5**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50	4.50
Valor presente del periodo @ 7,5%		7.50%					0.96	0.90	0.83	0.78	0.72	0.72	0.72
Valor presente del periodo @ 8,5%		8.25%					0.96	0.89	0.82	0.76	0.70	0.70	0.70
Valor presente del flujo de caja libre @ 7,5%							**320.6**	**314.0**	**311.8**	**294.5**	**277.8**	**2,791.9**	**173.1**
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,5%							**319.5**	**310.7**	**306.4**	**287.4**	**269.2**	**2,576.5**	**146.0**

USDmm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	**4,215.6**	**4,349.6**	**4,483.5**
USD/EUR	1.21	1.21	1.21
VE (€mm)	**3,496.8**	**3,607.9**	**3,719.1**

Notas:

(6) El capex de 2021 está basado en el capex de mantenimiento estimado en el plan estratégico de la Compañía para esta línea de negocio. A partir de 2022 se mantiene como % de ventas.

(7) El capital ciculante se proyecta como porcentaje de los ingresos en base al capital circulante histórico sobre ingresos del grupo de compañías comparables.

(8) El VT (finito) considera las plantas de ciclo combinado, eólicas, fotovoltaicas y centrales termoeléctricas. Se ha estimado la vida útil remanente en 15 años a partir de 2026, basándose en la vida útil restante ponderada por los MW de cada planta. Para el Valor Terminal, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC previsto de Estados Unidos a largo plazo (2,4%), ya que las proyecciones están en USD.

(9) Se ha considerado que las centrales hidroeléctricas son un negocio en continuidad, por lo que hemos calculado un valor terminal para ellas en 2026 que considera un crecimiento de ingresos a perpetuidad para estas plantas. Para el Valor Terminal, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC previsto de Estados Unidos a largo plazo (2,4%) ya que las proyecciones están en USD.

Descuento de Flujos de Caja - GNL Internacional

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal
EBITDA	(1)		**276.0**	**496.0**	**344.0**	**171.5**	**239.5**	**269.0**	**256.0**	**262.0**	**265.5**	**270.4**	**275.2**	**280.1**	**285.2**	**290.5**
% crecimiento			*n.a.*	*79.7%*	*(30.6%)*	*(50.1%)*	*39.7%*	*12.3%*	*(4.8%)*	*2.3%*	*1.3%*	*1.9%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.9%*
Menos: depreciación y amortización	(2)		(51.0)	(75.0)	(133.0)	(127.0)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(128.7)	(131.1)
% EBITDA			*(18.5%)*	*(15.1%)*	*(38.7%)*	*(74.1%)*	*(53.7%)*	*(47.8%)*	*(50.3%)*	*(49.1%)*	*(48.5%)*	*(47.6%)*	*(46.8%)*	*(45.9%)*	*(45.1%)*	*(45.1%)*
EBIT			**225.0**	**421.0**	**211.0**	**44.5**	**110.8**	**140.3**	**127.3**	**133.3**	**136.8**	**141.7**	**146.5**	**151.4**	**156.5**	**159.4**
% Margen (EBITDA)			*81.5%*	*84.9%*	*61.3%*	*25.9%*	*46.3%*	*52.2%*	*49.7%*	*50.9%*	*51.5%*	*52.4%*	*53.2%*	*54.1%*	*54.9%*	*54.9%*
Menos: impuesto de sociedades	(3)		(56.3)	(105.3)	(52.8)	(11.1)	(27.7)	(35.1)	(31.8)	(33.3)	(34.2)	(35.4)	(36.6)	(37.8)	(39.1)	(39.9)
Impuesto de sociedades (% EBIT)			*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*
NOPAT			**168.8**	**315.8**	**158.3**	**33.4**	**83.1**	**105.2**	**95.5**	**100.0**	**102.6**	**106.3**	**109.9**	**113.5**	**117.4**	**119.6**
% Margen (EBITDA)			*61.1%*	*63.7%*	*46.0%*	*19.5%*	*34.7%*	*39.1%*	*37.3%*	*38.2%*	*38.6%*	*39.3%*	*39.9%*	*40.5%*	*41.2%*	*41.2%*
Más: Depreciación y amortización							128.7	128.7	128.7	128.7	128.7	128.7	128.7	128.7	128.7	131.1
Menos: Capex / ajuste NIIF 16	(4)						(10.0)	(11.0)	(11.0)	(12.0)	(12.0)	(12.2)	(12.4)	(12.7)	(12.9)	(131.1)
% EBITDA							*(4.2%)*	*(4.1%)*	*(4.3%)*	*(4.6%)*	*(4.5%)*	*(4.5%)*	*(4.5%)*	*(4.5%)*	*(4.5%)*	*(45.1%)*
Menos: inversión en capital circulante	(5)						(6.2)	(2.7)	1.2	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
WK % EBITDA							*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*
Flujo de caja libre							**195.6**	**220.3**	**214.3**	**216.1**	**219.0**	**222.3**	**225.7**	**229.1**	**232.7**	**119.1**
Valor Terminal - WACC Bajo	(6)															**2,206.0**
Valor Terminal - WACC Alto	(6)															**1,861.2**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	8.50
Valor presente del periodo @ 7,3%	(7)	7.25%					0.9656	0.9003	0.8395	0.7827	0.7298	0.6805	0.6345	0.5916	0.5516	0.5516
Valor presente del periodo @ 8,3%	(7)	8.25%					0.9611	0.8879	0.8202	0.7577	0.7000	0.6466	0.5973	0.5518	0.5098	0.5098
Valor presente del flujo de caja libre - @ 7,25%							**188.9**	**198.3**	**179.9**	**169.2**	**159.8**	**151.3**	**143.2**	**135.6**	**128.4**	**1,216.9**
Valor presente del flujo de caja libre - @ 8,25%							**188.0**	**195.6**	**175.8**	**163.8**	**153.3**	**143.8**	**134.8**	**126.4**	**118.6**	**948.8**

€mm	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1,400.1	1,427.3	1,454.6
Valor Presente del Valor Terminal	948.8	1,082.8	1,216.9
VE	**2,348.9**	**2,510.1**	**2,671.4**

Notas:

(1) EBITDAs de 2020-2025E proyectados en base a la mediana de los EBITDAs esimados por los analistas. De 2025E en adelante proyectamos los EBITDAs en línea con la inflación esperada en España de acuerdo a IHS. Calculamos el VT considerando un crecimiento en línea con la inflación media esperada a largo plazo para España de acuerdo a las expectativas de IHS.

(2) Proyectamos la amortización en línea la amortización annual de los buques de GNL para que se alcance el valor neto contable de dichos activos a 31 de diciembre de 2020. La amortización del VT la proyectamos en línea con la inflación media esperada a largo plazo para España de acuerdo a las expectativas de IHS.

(3) Se ha considerado una tasa impositiva de 25,0%, en línea con el impuesto de sociedades en España.

(4) El Capex 2020-2025E ha sido proyectado en base a estimaciones de analistas. A partir de 2025E proyectamos el Capex en línea con la inflación esperada en España de acuerdo a IHS hasta 2030E. En el VT se ha mantenido igual que el nivel de la amortización en el VT, ya que asumimos un ajuste mediante una salida de caja en el VT para considerar el impacto de los contratos de arrendamiento de los gaseros de GNL (IFRS 16).

(5) Proyectamos el capital circulante como un % constante sobre el EBITDA durante todo el periodo proyectado, en línea con la media histórica de las compañías comparables.

(6) Calculamos el Valor Terminal de la siguiente forma, VT = FCL/(WACC - 1,9%).

(7) Tasa de descuento basada en el WACC. Para mayor detalle, ver la sección del WACC en el Informe.

Descuento de flujos de caja - Redes gas España

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
Retribución base (RDE)						790.1	790.1	790.1	790.1	790.1	790.1	
Retribución por desarrollo de mercado (RTD)						108.8	89.6	64.0	44.8	19.2	-	
Componente del desarrollo de mercado (RDM)						5.9	11.8	17.8	23.9	29.9	36.1	
Distribución regulada	(1)	**927.0**	**936.4**	**1,024.7**	**960.9**	**904.9**	**891.6**	**872.0**	**858.8**	**839.3**	**826.2**	
Transporte regulado		38.5	38.9	37.3	38.2	36.0	35.4	34.7	34.1	33.4	32.8	
Otros ingresos		295.5	278.7	175.0	177.9	167.6	165.1	161.5	159.0	155.4	153.0	
Total ingresos		**1,261.0**	**1,254.0**	**1,237.0**	**1,177.0**	**1,108.4**	**1,092.1**	**1,068.1**	**1,052.0**	**1,028.1**	**1,012.1**	**1,022.2**
% crecimiento	(2)	*n.a.*	*(0.6%)*	*(1.4%)*	*(4.9%)*	*(5.8%)*	*(1.5%)*	*(2.2%)*	*(1.5%)*	*(2.3%)*	*(1.6%)*	*1.0%*
Menos: aprovisionamientos	(3)	(68.0)	(75.0)	(74.0)	(70.0)	(65.9)	(65.0)	(63.5)	(62.6)	(61.1)	(60.2)	
Margen bruto		**1,193.0**	**1,179.0**	**1,163.0**	**1,107.0**	**1,042.5**	**1,027.2**	**1,004.6**	**989.4**	**966.9**	**951.9**	**961.4**
% margen bruto		*94.6%*	*94.0%*	*94.0%*	*94.1%*	*94.1%*	*94.1%*	*94.1%*	*94.1%*	*94.1%*	*94.1%*	*94.1%*
Más: otros ingresos de explotación	(4)	39.0	40.0	38.0	38.0	37.9	38.4	38.9	39.4	40.0	40.8	
Menos: gastos de personal	(5)	(94.0)	(118.0)	(99.0)	(107.0)	(88.5)	(90.2)	(91.8)	(93.5)	(95.4)	(97.6)	
Menos: impuestos	(3)	(27.0)	(28.0)	(25.0)	(25.0)	(23.5)	(23.2)	(22.7)	(22.3)	(21.8)	(21.5)	
Menos: otros gastos de explotación	(6)	(223.0)	(189.0)	(144.0)	(122.0)	(123.7)	(125.3)	(127.0)	(129.0)	(131.3)	(133.7)	
Total ingresos y gastos de explotación		**(305.0)**	**(295.0)**	**(230.0)**	**(216.0)**	**(197.9)**	**(200.3)**	**(202.6)**	**(205.4)**	**(208.5)**	**(212.1)**	**(214.2)**
% sobre ingresos		*(24.2%)*	*(23.5%)*	*(18.6%)*	*(18.4%)*	*(17.9%)*	*(18.3%)*	*(19.0%)*	*(19.5%)*	*(20.3%)*	*(21.0%)*	*(21.0%)*
EBITDA		**888.0**	**884.0**	**933.0**	**891.0**	**844.6**	**826.9**	**801.9**	**784.0**	**758.4**	**739.8**	**747.2**
% sobre ingresos		*70.4%*	*70.5%*	*75.4%*	*75.7%*	*76.2%*	*75.7%*	*75.1%*	*74.5%*	*73.8%*	*73.1%*	*73.1%*
Menos: amortización	(7)	(307.0)	(320.0)	(301.0)	(297.0)	(295.0)	(293.1)	(291.5)	(290.1)	(288.9)	(287.9)	(220.9)
% sobre ingresos		*(24.3%)*	*(25.5%)*	*(24.3%)*	*(25.2%)*	*(26.6%)*	*(26.8%)*	*(27.3%)*	*(27.6%)*	*(28.1%)*	*(28.4%)*	*(21.6%)*
EBIT		**581.0**	**564.0**	**632.0**	**594.0**	**549.6**	**533.7**	**510.4**	**493.9**	**469.5**	**451.9**	**526.3**
% sobre ingresos		*46.1%*	*45.0%*	*51.1%*	*50.5%*	*49.6%*	*48.9%*	*47.8%*	*46.9%*	*45.7%*	*44.7%*	*51.5%*
Menos: impuesto de sociedades		(145.3)	(141.0)	(158.0)	(148.5)	(137.4)	(133.4)	(127.6)	(123.5)	(117.4)	(113.0)	(131.6)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(8)	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*
NOPAT		**435.8**	**423.0**	**474.0**	**445.5**	**412.2**	**400.3**	**382.8**	**370.4**	**352.1**	**338.9**	**394.7**
% sobre ingresos		*34.6%*	*33.7%*	*38.3%*	*37.9%*	*37.2%*	*36.7%*	*35.8%*	*35.2%*	*34.3%*	*33.5%*	*38.6%*

Notas:

(1) Ingresos regulados para 2020-2021 de acuerdo con el CNMC-3377492. Ingresos regulados para el periodo 2022-2026 ajustados en base a la Circular 04/2020 de la CNMC.
(2) El crecimiento a largo plazo asume hipótesis operativas similares y en línea con las hipótesis de la Compañía utilizadas en su test de deterioro anual, de acuerdo con las cuentas anuales.
(3) Gastos estimados en base a los gastos como % de ventas de 2020.
(4) Otros ingresos de explotación han sido estimados en base a la inflación proyectada por IHS Markit.
(5) Gastos de personal se basan en el 1T21 anualizado (€/punto de suministro) incrementados por la inflación proyectada por IHS Markit.
(6) Otros gastos de explotación incrementados por la inflación proyectada por IHS Markit.
(7) Para el inmovilizado existente se asume una amortización decreciente (97% respecto al año anterior) y una amortización lineal a 40 años para futuras inversiones de acuerdo a la guía de la CNMC (circular 04/2020).
(8) Tasa impositiva de España.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
NOPAT			**435.8**	**423.0**	**474.0**	**445.5**	**412.2**	**400.3**	**382.8**	**370.4**	**352.1**	**338.9**	**394.7**
% sobre ingresos			*34.6%*	*33.7%*	*38.3%*	*37.9%*	*37.2%*	*36.7%*	*35.8%*	*35.2%*	*34.3%*	*33.5%*	*38.6%*
Más: amortización							295.0	293.1	291.5	290.1	288.9	287.9	220.9
Menos: Capex							(213.3)	(214.4)	(215.5)	(216.6)	(217.6)	(218.7)	(220.9)
Capex de mantenimiento	(9)						(49.3)	(49.5)	(49.8)	(50.0)	(50.3)	(50.5)	(51.0)
Capex de expansión	(10)						(164.0)	(164.9)	(165.7)	(166.5)	(167.4)	(168.2)	(169.9)
Menos: inversión en capital circulante	(11)						16.3	3.9	5.7	3.8	5.7	3.8	(2.4)
Flujo de caja libre							**510.2**	**482.9**	**464.6**	**447.8**	**429.1**	**411.9**	**392.3**
Valor terminal (rango alto)													**8,717.7**
Valor terminal (rango bajo)													**7,845.9**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	5.50
Valor presente del periodo @ 5,50%		5.50%					0.9736	0.9228	0.8747	0.8291	0.7859	0.7449	0.7449
Valor presente del periodo @ 6,00%		6.00%					0.9713	0.9163	0.8644	0.8155	0.7693	0.7258	0.7258
Valor presente de los flujos de caja @ 5,50%							**496.7**	**445.6**	**406.4**	**371.3**	**337.2**	**306.8**	**6,494.0**
Valor presente de los flujos de caja @ 6,00%							**495.5**	**442.5**	**401.6**	**365.2**	**330.1**	**299.0**	**5,694.6**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	2,333.9		2,364.1
Valor presente del valor residual	5,694.6		6,494.0
VE	**8,028.5**	**8,443.3**	**8,858.1**

Notas:

(9) Capex de mantenimiento se basa en €9,1 por punto de suministro.
(10) Capex de expansión se basa en c. €6.100 por punto de suministro nuevo.
(11) Capital circulante en base a la media histórica de 3 años como % de ingresos.

Descuento de flujos de caja - Redes eléctricas España

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Retribución base		604.2	592.3	580.4	552.0	527.6	516.1	507.4	498.5	489.7	
Retribución de nuevos activos		22.7	46.6	68.7	84.3	101.3	118.4	136.1	153.6	171.5	
Retribución de otras actividades reguladas		126.3	125.9	126.1	128.1	129.8	130.8	130.4	132.3	133.9	
Incentivos y reducciones de calidad		0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Total ingresos de activos regulados	(1)	**753.7**	**764.9**	**775.3**	**764.5**	**758.7**	**765.3**	**774.0**	**784.4**	**795.2**	**803.1**
% crecimiento		*n.a.*	*1.5%*	*1.4%*	*(1.4%)*	*(0.7%)*	*0.9%*	*1.1%*	*1.3%*	*1.4%*	*1.0%*
Ingreoss de transporte regulados		27.0	27.6	27.7	27.3	27.1	27.3	27.6	28.0	28.4	28.6
Otros ingresos		89.1	55.1	77.0	50.3	50.3	50.3	50.3	50.3	50.3	50.8
Total ingresos	(2)	**869.8**	**847.5**	**880.0**	**842.0**	**836.1**	**842.9**	**851.9**	**862.7**	**873.8**	**882.6**
Más: otros ingresos de explotación	(3)	26.0	26.0	18.0	18.0	17.9	18.0	18.2	18.5	18.7	
Menos: gastos de personal	(4)	(130.0)	(94.0)	(94.0)	(83.0)	(82.3)	(83.9)	(85.4)	(87.0)	(88.8)	
Menos: aranceles / otros impuestos	(5)	(29.0)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	(29.8)	(30.0)	(30.4)	(30.8)	(31.2)	
Menos: otros gastos de explotación	(6)	(137.0)	(127.0)	(100.0)	(100.0)	(103.8)	(105.8)	(107.7)	(109.7)	(111.9)	
Total ingresos y gastos de explotación		**(270.0)**	**(225.0)**	**(206.0)**	**(195.0)**	**(198.0)**	**(201.7)**	**(205.2)**	**(209.0)**	**(213.2)**	**(215.3)**
% sobre ingresos		*(31.0%)*	*(26.5%)*	*(23.4%)*	*(23.2%)*	*(23.7%)*	*(23.9%)*	*(24.1%)*	*(24.2%)*	*(24.4%)*	*(24.4%)*
EBITDA		**599.8**	**622.5**	**674.0**	**647.0**	**638.1**	**641.2**	**646.6**	**653.6**	**660.6**	**667.3**
% sobre ingresos		*69.0%*	*73.5%*	*76.6%*	*76.8%*	*76.3%*	*76.1%*	*75.9%*	*75.8%*	*75.6%*	*75.6%*
menos: amortización	(7)	(233.0)	(252.0)	(249.0)	(251.0)	(252.7)	(248.7)	(252.9)	(257.2)	(261.7)	(256.5)
% sobre ingresos		*(26.8%)*	*(29.7%)*	*(28.3%)*	*(29.8%)*	*(30.2%)*	*(29.5%)*	*(29.7%)*	*(29.8%)*	*(29.9%)*	*(29.1%)*
EBIT		**366.8**	**370.5**	**425.0**	**396.0**	**385.3**	**392.5**	**393.8**	**396.4**	**398.9**	**410.8**
% sobre ingresos		*42.2%*	*43.7%*	*48.3%*	*47.0%*	*46.1%*	*46.6%*	*46.2%*	*46.0%*	*45.7%*	*46.5%*
menos: impuesto de sociedades		(91.7)	(92.6)	(106.3)	(99.0)	(96.3)	(98.1)	(98.4)	(99.1)	(99.7)	(102.7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(8)	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*
NOPAT		**275.1**	**277.9**	**318.8**	**297.0**	**289.0**	**294.4**	**295.3**	**297.3**	**299.2**	**308.1**
% sobre ingresos		*36.5%*	*36.3%*	*41.1%*	*38.9%*	*38.1%*	*38.5%*	*38.2%*	*37.9%*	*37.6%*	*38.4%*

Notas:

(1) Incrementos proyectados del 6,0% en 2020 y del 5,58% de 2021 a 2025 en base a la guía de la circular 06/2019 de la CNMC.
(2) El crecimiento a largo plazo asume hipótesis operativas similares y en línea con las hipótesis de la Compañía utilizadas en su test de deterioro anual, de acuerdo con las cuentas anuales.
(3) Otros ingresos de explotación han sido estimados con la misma tasa de crecimiento que los ingresos totales de activos regulados.
(4) Gastos de personal estimados en base al ratio histórico de empleado / GWh distribuidos, € / empleado (incrementados por la inflación proyectada por IHS Markit), y los GWh previstos a futuro.
(5) Gastos en base al ratio histórico de otros gastos de explotación / GWh distribuidos (incrementados por la inflación proyectada por IHS Markit) y los GWh previstos a futuro.
(6) Otros gastos de explotación estimados en base al ratio histórico de suministros y servicios / GWh distribuidos y los GWh previstos a futuro. Gasto indexado al 0,5% anual.
(7) Para el inmovilizado existente se asume una amortización decreciente (97% respecto al año anterior) y una lineal para futuras inversiones. Se ha asumido una vida de aproximadamente 40 años.
(8) Tasa impositiva de España

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
NOPAT			**275.1**	**277.9**	**318.8**	**297.0**	**289.0**	**294.4**	**295.3**	**297.3**	**299.2**	**308.1**
% sobre ingresos			*36.5%*	*36.3%*	*41.1%*	*38.9%*	*38.1%*	*38.5%*	*38.2%*	*37.9%*	*37.6%*	*38.4%*
más: amortización						251.0	252.7	248.7	252.9	257.2	261.7	256.5
menos: Capex	(9)					(225.0)	(227.1)	(232.9)	(239.4)	(246.6)	(253.9)	(256.5)
menos: inversión en capital circulante	(10)						0.8	(0.9)	(1.2)	(1.5)	(1.5)	(1.2)
Flujo de caja libre							**315.4**	**309.2**	**307.6**	**306.5**	**305.5**	**306.9**
Valor terminal (rango alto)												**6,460.9**
Valor terminal (rango bajo)												**5,845.5**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
Valor presente del periodo @ 5,75%		5.75%					0.9724	0.9196	0.8696	0.8223	0.7776	0.7776
Valor presente del periodo @ 6,25%		6.25%					0.9701	0.9131	0.8594	0.8088	0.7612	0.7612
Valor presente de los flujos de caja @ 5,75%							**306.7**	**284.3**	**267.4**	**252.0**	**237.5**	**5,023.7**
Valor presente de los flujos de caja @ 6,25%							**306.0**	**282.3**	**264.3**	**247.9**	**232.5**	**4,449.8**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1,333.1		1,348.1
Valor presente del valor residual	4,449.8		5,023.7
VE	**5,782.9**	**6,077.4**	**6,371.8**

Notas:

(9) Capex proyectado en base a un incremento anual del 0,5% de los ingresos en base a soportar el crecimiento de los ingresos en el sitema eléctrico y mantener el ratio medio histórico de Capex/Inmovilizado material.

(10) Capital circulante en base a la media histórica de 3 años como % de ingresos.

Descuento de flujos de caja - EMPL

	Notas		2017	2018	2019	2020	9M21
Total Ingresos			**304.0**	**310.0**	**334.0**	**260.0**	**193.9**
% crecimiento			*n.a.*	*2.0%*	*7.7%*	*(22.2%)*	*n.a.*
Menos: Costo de ventas			-	-	-	-	
Margen bruto			**304.0**	**310.0**	**334.0**	**260.0**	
% Margen bruto			*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*	
Más: Otros ingresos operativos			-	-	1.0	1.0	
Menos: Costes de personal			(6.0)	(6.0)	(7.0)	(7.0)	
Menos: Otros costes operativos			(19.0)	(16.0)	(15.0)	(14.0)	
Total Costes Operativos			**(25.0)**	**(22.0)**	**(21.0)**	**(20.0)**	
% sobre ingresos			*(8.2%)*	*(7.1%)*	*(6.3%)*	*(7.7%)*	
EBITDA	(1)		**279.0**	**288.0**	**313.0**	**240.0**	**182.0**
% sobre ingresos			*91.8%*	*92.9%*	*93.7%*	*92.3%*	*92.7%*
Menos: Amortización, provisiones y otros resultados	(2)		(38.0)	(44.0)	(36.0)	(56.0)	(33.1)
% sobre ingresos			*(12.5%)*	*(14.2%)*	*(10.8%)*	*(21.5%)*	*(14.8%)*
EBIT			**241.0**	**244.0**	**277.0**	**184.0**	**148.9**
% sobre ingresos			*79.3%*	*78.7%*	*82.9%*	*70.8%*	*76.8%*
Menos: impuesto de sociedades	(3)						(46.2)
Impuesto de sociedades (% EBIT)							*31.0%*
NOPAT							**102.8**
% sobre ingresos							*53.0%*
Más: Amortización							33.1
Flujo de caja libre							**135.8**
Periodo							0.38
Valor presente del periodo @ 6,5%		6.50%					0.9767
Valor presente del periodo @ 6,8%		6.75%					0.9758
Valor presente de los flujos de caja - @ 6,50%							**132.7**
Valor presente de los flujos de caja - @ 6,75%							**132.5**

€mm	Bajo	Punto Medio	Alto
VE	**132.5**	**132.6**	**132.7**

Notas:
(1) EBITDA 2021E proyectado según la mediana estimada de los analistas de mercado.
(2) Amortización estimada en línea con la media histórica y la reportada para el 1T21 por Naturgy.
(3) En línea con la tasa impositiva corporativa de Marruecos.

Descuento de flujos de caja - Chile Gas

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal
Distribución gas	(1)	485,532.5	535,289.6	545,693.5	465,068.4	541,471.4	589,742.2	620,679.0	645,635.4	671,801.4	699,238.1	728,009.5	758,182.9	789,828.9	
Servicios proporcionados	(2)	16,650.9	15,662.9	27,788.3	2,183.7	16,132.2	17,570.4	18,492.1	19,235.6	20,015.2	20,832.6	21,689.8	22,588.8	23,531.6	
Otros ingresos	(3)	6,135.0	4,590.9	2,273.6	1,825.0	3,966.7	4,320.3	4,546.9	4,729.7	4,921.4	5,122.4	5,333.2	5,554.2	5,786.0	
Total Ingresos	(4)	**508,318.4**	**555,543.4**	**575,755.4**	**469,077.1**	**561,570.3**	**611,632.8**	**643,718.0**	**669,600.7**	**696,737.9**	**725,193.1**	**755,032.5**	**786,325.9**	**819,146.6**	**844,162.0**
% crecimiento		*n.a.*	*9.3%*	*3.6%*	*(18.5%)*	*19.7%*	*8.9%*	*5.2%*	*4.0%*	*4.1%*	*4.1%*	*4.1%*	*4.1%*	*4.2%*	*3.1%*
Compra de gas	(5)	(283,399.2)	(323,036.5)	(328,178.0)	(226,658.7)	(320,349.1)	(359,626.2)	(385,328.7)	(404,826.3)	(425,310.5)	(446,831.2)	(469,440.9)	(493,194.6)	(518,150.2)	
Compra de energía	(6)	(3,539.1)	(2,110.4)	(328.6)	(321.9)	(1,375.2)	(1,497.8)	(1,576.3)	(1,639.7)	(1,706.2)	(1,775.9)	(1,848.9)	(1,925.6)	(2,005.9)	
Menos: Coste de ventas		(286,938.3)	(325,146.9)	(328,506.6)	(226,885.7)	(321,724.3)	(361,123.9)	(386,905.0)	(406,466.0)	(427,016.7)	(448,607.1)	(471,289.8)	(495,120.1)	(520,156.2)	
Margen Bruto		**221,380.1**	**230,396.5**	**247,248.8**	**242,191.5**	**239,846.0**	**250,508.9**	**256,813.0**	**263,134.7**	**269,721.3**	**276,586.0**	**283,742.7**	**291,205.8**	**298,990.4**	
% Margen bruto		*43.6%*	*41.5%*	*42.9%*	*51.6%*	*42.7%*	*41.0%*	*39.9%*	*39.3%*	*38.7%*	*38.1%*	*37.6%*	*37.0%*	*36.5%*	
Menos: Coste de personal		(22,784.9)	(22,907.5)	(22,675.5)	(23,408.8)	(23,295.5)	(23,947.8)	(24,666.2)	(25,406.2)	(26,168.4)	(26,953.5)	(27,762.1)	(28,594.9)	(29,452.8)	
Menos: Otros costes operativos		(36,243.1)	(47,041.2)	(38,491.8)	(33,312.6)	(32,686.7)	(33,601.9)	(34,610.0)	(35,648.3)	(36,717.7)	(37,819.3)	(38,953.9)	(40,122.5)	(41,326.1)	
Total costes operativos	(7)	**(59,028.0)**	**(69,948.6)**	**(61,167.3)**	**(56,721.4)**	**(55,982.2)**	**(57,549.7)**	**(59,276.2)**	**(61,054.5)**	**(62,886.1)**	**(64,772.7)**	**(66,715.9)**	**(68,717.4)**	**(70,778.9)**	
% sobre ingresos		*(11.6%)*	*(12.6%)*	*(10.6%)*	*(12.1%)*	*(10.0%)*	*(9.4%)*	*(9.2%)*	*(9.1%)*	*(9.0%)*	*(8.9%)*	*(8.8%)*	*(8.7%)*	*(8.6%)*	
EBITDA		**162,352.1**	**160,447.9**	**186,081.4**	**185,470.0**	**183,863.8**	**192,959.2**	**197,536.8**	**202,080.2**	**206,835.1**	**211,813.3**	**217,026.8**	**222,488.4**	**228,211.5**	**235,180.7**
% sobre ingresos		*31.9%*	*28.9%*	*32.3%*	*39.5%*	*32.7%*	*31.5%*	*30.7%*	*30.2%*	*29.7%*	*29.2%*	*28.7%*	*28.3%*	*27.9%*	*27.9%*
Menos: Amortización	(8)	(36,549.9)	(38,444.0)	(46,614.1)	(56,721.4)	(56,822.5)	(60,495.5)	(62,623.9)	(64,850.5)	(67,167.1)	(69,577.9)	(72,087.6)	(74,700.9)	(77,422.9)	(114,499.3)
% sobre ingresos		*(7.2%)*	*(6.9%)*	*(8.1%)*	*(12.1%)*	*(10.1%)*	*(9.9%)*	*(9.7%)*	*(9.7%)*	*(9.6%)*	*(9.6%)*	*(9.5%)*	*(9.5%)*	*(9.5%)*	*(13.6%)*
EBIT		**125,802.2**	**122,003.8**	**139,467.4**	**128,748.6**	**127,041.3**	**132,463.7**	**134,912.9**	**137,229.6**	**139,668.0**	**142,235.4**	**144,939.2**	**147,787.5**	**150,788.6**	**120,681.4**
% sobre ingresos		*24.7%*	*22.0%*	*24.2%*	*27.4%*	*22.6%*	*21.7%*	*21.0%*	*20.5%*	*20.0%*	*19.6%*	*19.2%*	*18.8%*	*18.4%*	*14.3%*
Menos: impuesto de sociedades	(9)	(33,966.6)	(32,941.0)	(37,656.2)	(34,762.1)	(34,301.2)	(35,765.2)	(36,426.5)	(37,052.0)	(37,710.4)	(38,403.5)	(39,133.6)	(39,902.6)	(40,712.9)	(32,584.0)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*	*(27.0%)*
NOPAT		**91,835.6**	**89,062.8**	**101,811.2**	**93,986.5**	**92,740.2**	**96,698.5**	**98,486.4**	**100,177.6**	**101,957.6**	**103,831.8**	**105,805.6**	**107,884.8**	**110,075.7**	**88,097.4**
% sobre ingresos		*18.1%*	*16.0%*	*17.7%*	*20.0%*	*16.5%*	*15.8%*	*15.3%*	*15.0%*	*14.6%*	*14.3%*	*14.0%*	*13.7%*	*13.4%*	*10.4%*

Notas:

(1) Distribución de gas incluye Metrogas, S.A., Gas Sur, S.A. entre otras subsidiarias. Los ingresos de distribución de gas según los ingresos regulados aprobados por la Comisión Nacional de Energía (CNE). CNE permite establecer libremente las tarifas de gas natural a los distribuidores de gas con un máximo del 6% + 3% aplicado al Valor Nuevo de Reemplazo ("VNR"). VNR incluye todos los activos y costes relacionados con el negocio de la distribución de gas.
(2) Servicios proporcionados incluyen: alquiler del equipamiento, mantenimiento del equipamiento a clientes, instalación de gas y el transporte de capacidad de gas. Para el periodo proyectado, asumimos la media histórica 2017-2020 como % sobre los ingresos.
(3) Otros ingresos incluye distribución de energía, venta del inventario y equipamiento. Para el periodo proyectado, asumimos la media histórica 2017-2020 como % sobre los ingresos de distribución de gas.
(4) Ingresos totales para el Valor Terminal en línea con la inflación a largo plazo esperada de Chile, según IHS.
(5) Coste del gas estimado según la proyección de los precios de Henry Hub para el periodo 2021-2022. A partir de 2022, hemos asumido el porcentaje medio histórico 2017-2020 sobre el coste del gas por m3 inflactado según IHS.
(6) Coste de energia estimado con base al histórico.
(7) Costes operativos según 2020, inflactados al IPC de Chile de acuerdo a las proyecciones de IHS Markit.
(8) Amortización proyectada según la amortización histórica y asumiendo la vida útil media actual dee los activos para el nuevo Capex.
(9) Asumimos una tasa del 27,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de Chile.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal
NOPAT			**91,835.6**	**89,062.8**	**101,811.2**	**93,986.5**	**92,740.2**	**96,698.5**	**98,486.4**	**100,177.6**	**101,957.6**	**103,831.8**	**105,805.6**	**107,884.8**	**110,075.7**	**88,097.4**
% sobre ingresos			*18.1%*	*16.0%*	*17.7%*	*20.0%*	*16.5%*	*15.8%*	*15.3%*	*15.0%*	*14.6%*	*14.3%*	*14.0%*	*13.7%*	*13.4%*	*10.4%*
Más: Amortización						56,721.4	56,822.5	60,495.5	62,623.9	64,850.5	67,167.1	69,577.9	72,087.6	74,700.9	77,422.9	114,499.3
Menos: Capex	(10)		(59,825.2)	(97,630.1)	(65,336.5)	(33,312.6)	(76,169.5)	(82,959.8)	(87,311.8)	(90,822.4)	(94,503.2)	(98,362.8)	(102,410.1)	(106,654.6)	(111,106.3)	(114,499.3)
Menos: Inversión en Capital Circulante	(11)						2,254.1	10.0	158.4	24.5	26.7	28.9	31.2	33.4	35.7	(289.4)
Flujo de caja libre							**75,647.2**	**74,244.1**	**73,956.9**	**74,230.2**	**74,648.3**	**75,075.9**	**75,514.3**	**75,964.6**	**76,427.9**	**87,808.0**
Valor terminal - WACC Bajo																**2,375,658.9**
Valor terminal - WACC Alto																**1,974,920.6**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50	8.50
Valor presente del periodo @ 6,8%		6.75%					0.9679	0.9067	0.8493	0.7956	0.7453	0.6982	0.6540	0.6127	0.5739	0.5739
Valor presente del periodo @ 7,5%		7.50%					0.9645	0.8972	0.8346	0.7764	0.7222	0.6718	0.6249	0.5813	0.5408	0.5408
Valor presente de los flujos de caja - @ 6,75%							**73,216.5**	**67,314.8**	**62,814.4**	**59,060.0**	**55,637.1**	**52,417.6**	**49,389.9**	**46,542.7**	**43,865.7**	**1,363,506.1**
Valor presente de los flujos de caja - @ 7,50%							**72,960.7**	**66,611.5**	**61,724.5**	**57,630.3**	**53,911.5**	**50,437.6**	**47,192.6**	**44,161.9**	**41,331.4**	**1,068,015.8**

CLPmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		495,962.0		510,258.6
Valor presente del valor residual		1,068,015.8		1,363,506.1
VE (CLPmm)		**1,563,977.9**	**1,718,871.3**	**1,873,764.7**
CLP/EUR	(12)	847.46	847.46	847.46
VE (€mm)		**1,845.5**	**2,028.3**	**2,211.0**

Notas:

(10) Capex según el porcentaje histórico sobre ingresos. Para el periodo 2021-2022, incluimos un Capex adicional del 2% para reflejar el mayor crecimiento de clientes en el periodo.
(11) Capital circulante en linea con los días de pago y cobro de 2020.
(12) Tipo de cambio a 6 de mayo de 2021.

Descuento de flujos de caja - Brasil Gas

	Notas	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
CEG		4,153.3	4,631.1	3,185.0	3,486.4	3,711.4	3,902.5	4,123.8	4,381.0	4,686.6	4,829.3	4,974.3	
CEG Rio		2,115.3	2,733.4	2,182.9	2,389.5	2,597.6	2,731.4	2,820.5	2,909.7	3,001.7	3,093.1	3,185.9	
GN Sao Paulo		670.6	814.8	497.9	547.2	582.5	612.5	632.5	652.5	673.2	693.6	714.5	
Total Ingresos	(1)	**6,939.3**	**8,179.3**	**5,865.9**	**6,423.2**	**6,891.5**	**7,246.4**	**7,576.8**	**7,943.3**	**8,361.5**	**8,616.0**	**8,874.7**	**9,149.8**
% crecimiento		*n.a.*	*17.9%*	*(28.3%)*	*9.5%*	*7.3%*	*5.1%*	*4.6%*	*4.8%*	*5.3%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.1%*
Menos: Coste de ventas		(5,447.7)	(6,468.9)	(4,182.8)	(4,580.0)	(4,871.0)	(5,118.8)	(5,342.3)	(5,587.7)	(5,864.8)	(6,043.3)	(6,224.8)	
Margen Bruto	(2)	**1,491.6**	**1,710.4**	**1,683.1**	**1,843.2**	**2,020.6**	**2,127.6**	**2,234.4**	**2,355.6**	**2,496.6**	**2,572.6**	**2,649.9**	
% Margen bruto		*21.5%*	*20.9%*	*28.7%*	*28.7%*	*29.3%*	*29.4%*	*29.5%*	*29.7%*	*29.9%*	*29.9%*	*29.9%*	
Menos: Coste de personal		(605.8)	(455.0)	(464.3)	(507.4)	(540.6)	(567.9)	(597.6)	(631.7)	(671.6)	(692.0)	(712.8)	
Menos: Otros costes operativos		(91.8)	(66.9)	(29.2)	(32.0)	(34.2)	(35.9)	(37.8)	(39.9)	(42.3)	(43.6)	(44.9)	
Total costes operativos		**(697.6)**	**(521.9)**	**(493.5)**	**(539.4)**	**(574.8)**	**(603.8)**	**(635.4)**	**(671.5)**	**(713.9)**	**(735.6)**	**(757.7)**	
% sobre ingresos		*(10.1%)*	*(6.4%)*	*(8.4%)*	*(8.4%)*	*(8.3%)*	*(8.3%)*	*(8.4%)*	*(8.5%)*	*(8.5%)*	*(8.5%)*	*(8.5%)*	
EBITDA	(3)	**794.0**	**1,188.4**	**1,189.6**	**1,303.9**	**1,445.8**	**1,523.8**	**1,599.0**	**1,684.1**	**1,782.8**	**1,837.1**	**1,892.2**	**1,950.9**
% sobre ingresos		*11.4%*	*14.5%*	*20.3%*	*20.3%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.1%*	*21.2%*	*21.3%*	*21.3%*	*21.3%*	*21.3%*
Menos: Amortización	(4)	(203.6)	(211.3)	(217.5)	(227.6)	(234.4)	(241.6)	(249.4)	(257.7)	(241.2)	(228.8)	(233.0)	(301.6)
% sobre ingresos		*(2.9%)*	*(2.6%)*	*(3.7%)*	*(3.5%)*	*(3.4%)*	*(3.3%)*	*(3.3%)*	*(3.2%)*	*(2.9%)*	*(2.7%)*	*(2.6%)*	*(3.3%)*
EBIT		**590.4**	**977.1**	**972.1**	**1,076.3**	**1,211.4**	**1,282.1**	**1,349.6**	**1,426.4**	**1,541.5**	**1,608.2**	**1,659.2**	**1,649.2**
% sobre ingresos		*8.5%*	*11.9%*	*16.6%*	*16.8%*	*17.6%*	*17.7%*	*17.8%*	*18.0%*	*18.4%*	*18.7%*	*18.7%*	*18.0%*
Menos: impuesto de sociedades					(365.9)	(411.9)	(435.9)	(458.9)	(485.0)	(524.1)	(546.8)	(564.1)	(560.7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(5)				*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*
NOPAT					**710.3**	**799.6**	**846.2**	**890.7**	**941.5**	**1,017.4**	**1,061.4**	**1,095.1**	**1,088.5**
% sobre ingresos					*11.1%*	*11.6%*	*11.7%*	*11.8%*	*11.9%*	*12.2%*	*12.3%*	*12.3%*	*11.9%*

Notas:

(1) Proyecciones preparadas pora cada concesión de Naturgy en Brasil: CEG, CEG Rio y GN São Paulo. Los ingresos consideran una recuperación de los niveles de la demanda, tras la caída en 2020, en línea con el crecimiento del PIB en Brasil.
El escenario actual considera la extensión de la concesión por 28 años adicionales (cálculo de la anualidad) según el promedio ponderado de la extensión de la concesión.
Según las condiciones estipuladas, las concesiones únicamente podrán ser renovadas por un periodo adicional (30 años para CEG y CEG RIO y 20 años para GN São Paulo).

(2) Se espera que el margen de contribución crezca con la inflación a partir de 2021, en línea con las expectativas de la regulación. El coste del gas es un pass through directo en las tarifas.

(3) El margen EBITDA de 2020 según los últimos estados financieros disponibles para cada concesión y para el consolidado de Naturgy.

(4) Proyectamos la amortización de acuerdo a la amortización histórica y el Capex proyectado.

(5) Asumimos una tasa del 34,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de Brasil.

	Notas		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
NOPAT						**710.3**	**799.6**	**846.2**	**890.7**	**941.5**	**1,017.4**	**1,061.4**	**1,095.1**	**1,088.5**
% sobre ingresos						*11.1%*	*11.6%*	*11.7%*	*11.8%*	*11.9%*	*12.2%*	*12.3%*	*12.3%*	*11.9%*
Más: Amortización						227.6	234.4	241.6	249.4	257.7	241.2	228.8	233.0	301.6
Menos: Capex	(6)					(211.8)	(227.2)	(238.9)	(249.8)	(261.9)	(275.7)	(284.0)	(292.6)	(301.6)
Menos: Inversión en Capital Circular	(7)					(179.5)	(32.3)	(24.3)	(24.2)	(27.4)	(31.9)	(17.4)	(17.7)	(18.8)
Flujo de caja libre						**546.7**	**774.4**	**824.7**	**866.1**	**909.8**	**951.1**	**988.8**	**1,017.9**	**1,069.7**
Valor terminal - WACC Bajo	(8)													**15,200.7**
Valor terminal - WACC Alto	(8)													**14,095.4**
Periodo parcial						1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio						0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	7.50
Valor presente del periodo @ 8,3%		8.25%				0.9611	0.8879	0.8202	0.7577	0.7000	0.6466	0.5973	0.5518	0.5518
Valor presente del periodo @ 9,0%		9.00%				0.9578	0.8787	0.8062	0.7396	0.6785	0.6225	0.5711	0.5240	0.5240
Valor presente de los flujos de caja - @ 8,25%						**525.4**	**687.6**	**676.4**	**656.3**	**636.8**	**615.0**	**590.7**	**561.7**	**8,387.9**
Valor presente de los flujos de caja - @ 9,00%						**523.6**	**680.5**	**664.8**	**640.6**	**617.3**	**592.1**	**564.7**	**533.3**	**7,385.5**

BRLmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		4,817.1		4,949.9
Valor presente del valor residual		7,385.5		8,387.9
Más: Reversión Valor en Libros	(9)	249.8		317.0
VE (BRLmm)		**12,452.4**	**13,053.6**	**13,654.9**
BRL/EUR	(10)	6.38	6.38	6.38
VE (€mm)		**1,953.2**	**2,047.5**	**2,141.8**

Notas:

(6) Capex estimado según los datos datos históricos de las tres concesiones.
(7) Necesidades de capital circulante según los datos históricos de las tres concesiones.
(8) Hemos calculado el Valor Terminal como una anualidad limitada a 28 años (vida útil promedio de las renovaciones) y considerando un crecimiento terminal del 3,1%, en línea con la inflación a largo plazo en Brasil, según IHS.
(9) Reversión del valor presente del valor en libros neto, a la finalización de las concesiones.
(10) Tipo de cambio de BRL a EUR, a 6 de mayo de 2021.

Descuento de flujos de caja - Brasil Gas

	Notas	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
CEG		4,153.3	4,631.1	3,185.0	3,486.4	3,711.4	3,902.5	4,123.8	4,381.0	4,686.6	4,829.3		
CEG Rio		2,115.3	2,733.4	2,182.9	2,389.5	2,597.6	2,731.4	2,820.5	2,909.7	3,001.7	3,093.1		
GN Sao Paulo		670.6	814.8	497.9	547.2	582.5	612.5	632.5	652.5	673.2	693.6	714.5	736.6
Total Ingresos	(1)	**6,939.3**	**8,179.3**	**5,865.9**	**6,423.2**	**6,891.5**	**7,246.4**	**7,576.8**	**7,943.3**	**8,361.5**	**8,616.0**	**714.5**	**736.6**
% crecimiento		*n.a.*	*17.9%*	*(28.3%)*	*9.5%*	*7.3%*	*5.1%*	*4.6%*	*4.8%*	*5.3%*	*3.0%*	*(91.7%)*	*3.1%*
Menos: Coste de ventas		(5,447.7)	(6,468.9)	(4,182.8)	(4,580.0)	(4,871.0)	(5,118.8)	(5,342.3)	(5,587.7)	(5,864.8)	(6,043.3)	(374.6)	(386.2)
Margen Bruto	(2)	**1,491.6**	**1,710.4**	**1,683.1**	**1,843.2**	**2,020.6**	**2,127.6**	**2,234.4**	**2,355.6**	**2,496.6**	**2,572.6**	**339.9**	**350.5**
% Margen bruto		*21.5%*	*20.9%*	*28.7%*	*28.7%*	*29.3%*	*29.4%*	*29.5%*	*29.7%*	*29.9%*	*29.9%*	*47.6%*	*47.6%*
Menos: Coste de personal		(605.8)	(455.0)	(464.3)	(507.4)	(540.6)	(567.9)	(597.6)	(631.7)	(671.6)	(692.0)	(48.1)	(49.6)
Menos: Otros costes operativos		(91.8)	(66.9)	(29.2)	(32.0)	(34.2)	(35.9)	(37.8)	(39.9)	(42.3)	(43.6)	-	-
Total costes operativos		**(697.6)**	**(521.9)**	**(493.5)**	**(539.4)**	**(574.8)**	**(603.8)**	**(635.4)**	**(671.5)**	**(713.9)**	**(735.6)**	**(48.1)**	**(49.6)**
% sobre ingresos		*(10.1%)*	*(6.4%)*	*(8.4%)*	*(8.4%)*	*(8.3%)*	*(8.3%)*	*(8.4%)*	*(8.5%)*	*(8.5%)*	*(8.5%)*	*(6.7%)*	*(6.7%)*
EBITDA	(3)	**794.0**	**1,188.4**	**1,189.6**	**1,303.9**	**1,445.8**	**1,523.8**	**1,599.0**	**1,684.1**	**1,782.8**	**1,837.1**	**291.8**	**300.9**
% sobre ingresos		*11.4%*	*14.5%*	*20.3%*	*20.3%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.1%*	*21.2%*	*21.3%*	*21.3%*	*40.8%*	*40.8%*
Menos: Amortización	(4)	(203.6)	(211.3)	(217.5)	(227.6)	(234.4)	(241.6)	(249.4)	(257.7)	(241.2)	(228.8)	(40.2)	(41.5)
% sobre ingresos		*(2.9%)*	*(2.6%)*	*(3.7%)*	*(3.5%)*	*(3.4%)*	*(3.3%)*	*(3.3%)*	*(3.2%)*	*(2.9%)*	*(2.7%)*	*(5.6%)*	*(5.6%)*
EBIT		**590.4**	**977.1**	**972.1**	**1,076.3**	**1,211.4**	**1,282.1**	**1,349.6**	**1,426.4**	**1,541.5**	**1,608.2**	**251.6**	**259.4**
% sobre ingresos		*8.5%*	*11.9%*	*16.6%*	*16.8%*	*17.6%*	*17.7%*	*17.8%*	*18.0%*	*18.4%*	*18.7%*	*35.2%*	*35.2%*
Menos: impuesto de sociedades					(365.9)	(411.9)	(435.9)	(458.9)	(485.0)	(524.1)	(546.8)	(85.5)	(88.2)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(5)				*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*	*34.0%*
NOPAT					**710.3**	**799.6**	**846.2**	**890.7**	**941.5**	**1,017.4**	**1,061.4**	**166.1**	**171.2**
% sobre ingresos					*11.1%*	*11.6%*	*11.7%*	*11.8%*	*11.9%*	*12.2%*	*12.3%*	*23.2%*	*23.2%*

Notas:

(1) Proyecciones preparadas por cada concesión de Naturgy en Brasil: CEG, CEG Rio y GN Sao Paulo. Los ingresos consideran una recuperación de los niveles de la demanda, trás la caída en 2020, en línea con el crecimiento del PIB en Brasil. El escenario actual considera que la concesión no será renovada y finalizará en 2027 para CEG y CEG RIO y GN São Paulo en 2029.
(2) Se espera que el Margen de contribución crezca con la inflación a partir de 2021, en línea con las expectativas de la regulación. El coste del gas es un pass through directo en las tarifas.
(3) El margen EBITDA de 2020 según los últimos estados financieros disponibles para cada concesión y para el consolidado de Naturgy.
(4) Proyectamos la amortización de acuerdo a la amortización histórica y el Capex proyectado.
(5) Asumimos una tasa del 34,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de Brasil.

	Notas		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
NOPAT						**710.3**	**799.6**	**846.2**	**890.7**	**941.5**	**1,017.4**	**1,061.4**	**166.1**	**171.2**
% sobre ingresos						*11.1%*	*11.6%*	*11.7%*	*11.8%*	*11.9%*	*12.2%*	*12.3%*	*23.2%*	*23.2%*
Más: Amortización						227.6	234.4	241.6	249.4	257.7	241.2	228.8	40.2	41.5
Menos: Capex	(7)					(211.8)	(227.2)	(238.9)	(249.8)	(261.9)	(275.7)	(284.0)	(23.6)	(24.3)
Menos: Inversión en Capital Circular	(8)					(179.5)	(32.3)	(24.3)	(24.2)	(27.4)	(31.9)	459.1	(3.4)	114.9
Más: Reversión Valor en Libros	(9)					-	-	-	-	-	-	3,375.2	-	574.8
Flujo de caja libre						**546.7**	**774.4**	**824.7**	**866.1**	**909.8**	**951.1**	**4,840.6**	**179.4**	**878.1**
Periodo parcial						1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio						0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50
Valor presente del periodo @ 8,3%		8.25%				0.9611	0.8879	0.8202	0.7577	0.7000	0.6466	0.5973	0.5518	0.5098
Valor presente del periodo @ 9,0%		9.00%				0.9578	0.8787	0.8062	0.7396	0.6785	0.6225	0.5711	0.5240	0.4807
Valor presente de los flujos de caja - @ 8,25%						**525.4**	**687.6**	**676.4**	**656.3**	**636.8**	**615.0**	**2,891.4**	**99.0**	**447.6**
Valor presente de los flujos de caja - @ 9,00%						**523.6**	**680.5**	**664.8**	**640.6**	**617.3**	**592.1**	**2,764.5**	**94.0**	**422.1**

BRLmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		6,999.7		7,235.6
VE (BRLmm)		**6,999.7**	**7,117.6**	**7,235.6**
BRL/EUR	(10)	6.38	6.38	6.38
VE (€mm)		**1,097.9**	**1,116.4**	**1,134.9**

Notas:

(6) Capex estimado según los datos datos históricos de las tres concesiones.
(7) Necesidades de capital circulante según los datos históricos de las tres concesiones.
(8) Reversión del valor presente del valor en libros a la finalización de las concesiones: CEG y CEG Rio en 2027, GN São Paulo en 2029, según los contratos de concesión.
(9) Reversión del valor presente del valor en libros neto, a la finalización de las concesiones.
(10) Tipo de cambio de BRL a EUR, a 6 de mayo de 2021.

Descuento de flujos de caja - Argentina gas y electricidad

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
EBITDA	(1)		**46.0**	**118.0**	**87.0**	**73.0**	**70.0**	**67.0**	**74.0**	**76.0**	**79.0**	**80.5**
% sobre ingresos			*13.0%*	*18.6%*	*12.6%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*
menos: amortización	(2)		(10.0)	(16.0)	(24.0)	(27.0)	(22.6)	(21.6)	(23.9)	(24.5)	(25.5)	(32.6)
% EBITDA			*(21.7%)*	*(13.6%)*	*(27.6%)*	*(37.0%)*	*(32.3%)*	*(32.3%)*	*(32.3%)*	*(32.3%)*	*(32.3%)*	*(40.5%)*
EBIT			**36.0**	**102.0**	**63.0**	**46.0**	**47.4**	**45.4**	**50.1**	**51.5**	**53.5**	**47.9**
% sobre ingresos			*10.1%*	*16.0%*	*9.1%*	*8.8%*	*9.5%*	*9.5%*	*9.5%*	*9.5%*	*9.5%*	*8.3%*
Menos: impuesto de sociedades			(12.6)	(30.6)	(18.9)	(13.8)	(11.8)	(11.3)	(12.5)	(12.9)	(13.4)	(12.0)
impuesto de sociedades (% EBIT)	(3)		*(35.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*
NOPAT			**23.4**	**71.4**	**44.1**	**32.2**	**35.5**	**34.0**	**37.6**	**38.6**	**40.1**	**35.9**
% sobre ingresos			*6.6%*	*11.2%*	*6.4%*	*6.2%*	*7.1%*	*7.1%*	*7.1%*	*7.1%*	*7.1%*	*6.2%*
Más: amortización							22.6	21.6	23.9	24.5	25.5	32.6
Menos: Capex	(4)						(28.3)	(27.1)	(29.9)	(30.8)	(32.0)	(32.6)
Menos: inversión en capital circulante	(5)						0.3	0.3	(0.7)	(0.2)	(0.3)	(0.2)
Flujo de caja libre							**30.1**	**28.9**	**30.8**	**32.2**	**33.3**	**35.8**
Valor terminal (rango alto)												**261.0**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
Valor presente del periodo @ 15,6%	(6)	15.6%					0.9301	0.8047	0.6961	0.6022	0.5210	0.5210
Valor presente de los flujos de caja @ 15,6%							**28.0**	**23.2**	**21.4**	**19.4**	**17.4**	**136.0**

€mm	**Bajo** (7)	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre			109.4
Valor presente del valor residual			136.0
VE (€mm)	**69.0**	**157.2**	**245.4**

Notas:

(1) EBITDA proyectado en base a la mediana de EBITDA proyectada por los analistas para Argentina gas y Argentina electricidad.
(2) Amortización proyectada de acuerdo a la amortización histórica como % de EBITDA.
(3) Tasa impositiva de Argentina.
(4) Capex proyectado en base a su % sobre EBITDA de 2020.
(5) Capital circulante en base al % de EBITDA del grupo de empresas comparables utilizadas en la estimación de la WACC.
(6) Rango de WACC en base al WACC ponderado considerando c.82% de Argentina Gas y c.18% de Argentina electricidad de acuerdo a su contribución de EBITDA.
(7) Basado en el valor en libros tras el deterioro reconocido por la Compañía. Aunque se haya calculado un rango alto de valor con base al DFC, nuestra conclusión se baja solamente en el rango bajo, dados los resultados publicados del 1T21, bastante inferiores al que se estimaba para 2021.

Descuento de flujos de caja - México Gas

	Notas	2017	2018	2019	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	Terminal
Venta gas natural	(1)	5,708.4	6,946.4	6,437.0	6,584.4	6,720.7	7,335.0	7,631.3	7,939.6	
Servicios de distribución	(2)	4,542.6	4,883.9	5,388.3	5,511.7	6,066.4	6,595.5	6,940.5	7,358.9	
Cargos por conexión y otros	(3)	1,400.6	1,704.8	1,865.3	2,037.3	2,501.1	2,180.3	2,250.1	2,324.3	
Total Ingresos		**11,651.6**	**13,535.2**	**13,690.6**	**14,133.4**	**15,398.6**	**16,110.8**	**16,821.9**	**17,622.8**	**18,196.6**
% crecimiento	(4)	*n.a.*	*16.2%*	*1.1%*	*3.2%*	*9.0%*	*4.6%*	*4.4%*	*4.8%*	*3.3%*
Ventas gas natural	(5)	(5,708.8)	(6,723.3)	(5,956.2)	(6,109.7)	(6,474.1)	(7,335.0)	(7,631.3)	(7,939.6)	
Servicios de distribución	(6)	(781.9)	(687.6)	(391.6)	(401.6)	(523.6)	(571.4)	(582.8)	(594.5)	
Cargos por conexión y otros	(7)	238.1	(356.0)	(788.6)	(616.4)	(1,334.9)	(678.9)	(700.6)	(723.7)	
Menos: Costo de ventas		(6,252.6)	(7,766.8)	(7,136.4)	(7,127.7)	(8,332.6)	(8,585.3)	(8,914.7)	(9,257.8)	
Margen bruto		**5,399.0**	**5,768.3**	**6,554.2**	**7,005.7**	**7,066.0**	**7,525.5**	**7,907.1**	**8,365.0**	
% Margen bruto		*46.3%*	*42.6%*	*47.9%*	*49.6%*	*45.9%*	*46.7%*	*47.0%*	*47.5%*	
Menos: Coste de personal		(554.8)	(635.9)	(495.9)	(488.2)	(498.2)	(514.8)	(532.9)	(551.1)	
Menos: Otros costes operativos		(1,216.4)	(1,453.4)	(1,142.7)	(1,098.5)	(1,090.5)	(1,127.0)	(1,166.7)	(1,206.3)	
Total costes operativos	(8)	**(1,771.2)**	**(2,089.3)**	**(1,638.6)**	**(1,586.7)**	**(1,588.7)**	**(1,641.8)**	**(1,699.6)**	**(1,757.4)**	
% sobre ingresos		*(15.2%)*	*(15.4%)*	*(12.0%)*	*(11.2%)*	*(10.3%)*	*(10.2%)*	*(10.1%)*	*(10.0%)*	
EBITDA	(9)	**3,627.8**	**3,679.0**	**4,915.7**	**5,419.0**	**5,477.3**	**5,883.7**	**6,207.5**	**6,607.6**	**6,732.7**
% sobre ingresos		*31.1%*	*27.2%*	*35.9%*	*38.3%*	*35.6%*	*36.5%*	*36.9%*	*37.5%*	*37.0%*
Menos: Amortización	(10)	(826.5)	(943.7)	(1,064.2)	(1,391.4)	(1,405.8)	(1,519.4)	(1,588.1)	(1,660.0)	(2,278.8)
% sobre ingresos		*(7.1%)*	*(7.0%)*	*(7.8%)*	*(9.8%)*	*(9.1%)*	*(9.4%)*	*(9.4%)*	*(9.4%)*	*(12.5%)*
EBIT		**2,801.3**	**2,735.3**	**3,851.5**	**4,027.7**	**4,071.6**	**4,364.3**	**4,619.4**	**4,947.6**	**4,453.9**
% sobre ingresos		*24.0%*	*20.2%*	*28.1%*	*28.5%*	*26.4%*	*27.1%*	*27.5%*	*28.1%*	*24.5%*
Menos: impuesto de sociedades	(11)	(840.4)	(820.6)	(1,155.5)	(1,208.3)	(1,221.5)	(1,309.3)	(1,385.8)	(1,484.3)	(1,336.2)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*	*(30.0%)*
NOPAT		**1,960.9**	**1,914.7**	**2,696.1**	**2,819.4**	**2,850.1**	**3,055.0**	**3,233.6**	**3,463.3**	**3,117.7**
% sobre ingresos		*16.8%*	*14.1%*	*19.7%*	*19.9%*	*18.5%*	*19.0%*	*19.2%*	*19.7%*	*17.1%*

Notas:

(1) Los ingresos de la venta de gas natural es un coste soportado por los clientes tal como establecen las directrices de la Comisión Reguladora de Energía (CRE). Hemos asumido un crecimiento del 7% en nº de clientes para el periodo 2021-2022 y un 2% posteriormente. Respecto al precio del gas natural, hemos asumido un crecimiento constante del 2%.
(2) Servicios de distribución incluye los ingresos por distribución de gas y la carga fija al consumidor. Hemos considerado las tarifas más recientes para cada segmento, actualizado a 2020 e inflactado por el IPC local para el periodo proyectado.
(3) Para cargos por conexión y otros hemos mantenido el % histórico sobre los ingresos de distribución de gas para 2020. Adicionalmente, hemos incluido la diferencia surgida entre las CCAA locales y las CCAA consolidadas por Naturgy. Posteriormente, hemos inflactado al IPC local, en base a las proyecciones de IHS.
(4) Los ingresos totales para el Valor Terminal en línea con la inflación a largo plazo esperada de México, según IHS.
(5) Los ingresos de la venta de gas natural es un coste soportado por los clientes, tal como establecen las directrices de la Comisión Reguladora de Energía (CRE).
(6) Los costes de distribución de gas según el coste histórico (2017-2020) por km multiplicado por la red de distribución proyectada (km).
(7) Cargos por conexión y otros, como el % histórico sobre los ingresos relacionados.
(8) Los costes operativos proyectados inflactados por el IPC local, en base a las proyecciones de IHS.
(9) Para el periodo terminal, hemos asumido un EBITDA normalizado del 37,0% en línea con el margen EBITDA medio proyectado.
(10) Amortización proyectada según la amortización histórica y considerando una vida útil de 30 años para el nuevo Capex.
(11) Asumimos una tasa del 30,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de México.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
NOPAT			**1,960.9**	**1,914.7**	**2,696.1**	**2,819.4**	**2,850.1**	**3,055.0**	**3,233.6**	**3,463.3**	**3,117.7**
% sobre ingresos			*16.8%*	*14.1%*	*19.7%*	*19.9%*	*18.5%*	*19.0%*	*19.2%*	*19.7%*	*17.1%*
Más: Amortización						1,391.4	1,405.8	1,519.4	1,588.1	1,660.0	2,278.8
Menos: Capex	(12)		(2,464.0)	(1,828.0)	(1,239.0)	(903.2)	(1,928.4)	(2,017.6)	(2,106.7)	(2,207.0)	(2,278.8)
Menos: Inversión en Capital Circulante	(13)						94.8	(106.2)	(63.1)	(72.7)	(26.1)
Flujo de caja libre							**2,422.3**	**2,450.6**	**2,652.0**	**2,843.6**	**3,091.7**
Valor terminal - WACC Bajo											**68,788.9**
Valor terminal - WACC Alto											**58,951.5**
Periodo parcial							1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio							0.50	1.50	2.50	3.50	3.50
Valor presente del periodo @ 7,8%		7.75%					0.9634	0.8941	0.8298	0.7701	0.7701
Valor presente del periodo @ 8,5%		8.50%					0.9600	0.8848	0.8155	0.7516	0.7516
Valor presente de los flujos de caja - @ 7,75%							**2,333.5**	**2,191.0**	**2,200.5**	**2,189.8**	**52,973.4**
Valor presente de los flujos de caja - @ 8,50%							**2,325.4**	**2,168.3**	**2,162.7**	**2,137.3**	**45,397.8**

MXNmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		8,793.8		8,914.9
Valor presente del valor residual		45,397.8		52,973.4
VE (MXNmm)		**54,191.6**	**58,039.9**	**61,888.3**
MXN/EUR	(14)	0.0411	0.0411	0.0411
VE (€mm)		**2,229.4**	**2,387.8**	**2,546.1**

Notas:
(12) Capex según el % de la media histórica 2017-2020 sobre los ingresos.
(13) Capital circulante en línea con los días de pago y cobro de 2020.
(14) Tipo de cambio a 6 de mayo de 2021.

Descuento de flujos de caja - Electricidad Panamá (sensibizado por D&P)

	Notas	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
EDEMET + EDECHI								
Total energía vendida	(1)	4,798	5,324	5,907	6,143	6,389	6,645	6,645
Total Clientes	(2)	710,000	738,400	767,936	798,653	830,600	863,824	863,824
MWh / Cliente		6.76	7.21	7.69	7.69	7.69	7.69	7.69
Tarifa ($ / MWh)	(3)	17.50	17.91	18.18	18.51	18.90	19.34	19.82
Total ingresos electricidad	(4)	839.6	953.7	1,074.0	1,137.1	1,207.8	1,285.4	1,317.1
Otros ingresos	(5)	25.7	26.5	27.5	28.4	29.4	30.5	31.6
Total ingresos		**865.3**	**980.2**	**1,101.5**	**1,165.5**	**1,237.2**	**1,315.9**	**1,348.7**
% crecimiento		*-13.6%*	*13.3%*	*12.4%*	*5.8%*	*6.2%*	*6.4%*	*2.5%*
Menos: aprovisionamientos	(6)	(668.0)	(758.8)	(854.5)	(904.8)	(961.0)	(1,022.7)	(1,048.2)
$ / GWh		*(139.23)*	*(142.53)*	*(144.67)*	*(147.28)*	*(150.41)*	*(153.92)*	*(157.72)*
Margen bruto		**197.2**	**221.4**	**246.9**	**260.8**	**276.2**	**293.1**	**300.4**
% margen bruto		*22.8%*	*22.6%*	*22.4%*	*22.4%*	*22.3%*	*22.3%*	*22.3%*
Menos: gastos de personal	(7)	(10.3)	(10.5)	(10.7)	(10.9)	(11.1)	(11.3)	
Menos: otros costes	(7)	(4.6)	-	-	-	-	-	
Menos: otros gastos de explotación	(7)	(34.2)	(35.0)	(35.5)	(36.2)	(36.9)	(37.8)	
Total gastos de explotación		**(49.0)**	**(45.5)**	**(46.2)**	**(47.0)**	**(48.0)**	**(49.2)**	**(50.4)**
% ingresos		*(5.7%)*	*(4.6%)*	*(4.2%)*	*(4.0%)*	*(3.9%)*	*(3.7%)*	*(3.7%)*
EBITDA		**148.2**	**175.9**	**200.7**	**213.7**	**228.2**	**244.0**	**250.1**
% sobre ingresos		*17.1%*	*17.9%*	*18.2%*	*18.3%*	*18.4%*	*18.5%*	*18.5%*
Menos: amortización		(71.8)	(52.6)	(55.3)	(58.1)	(60.8)	(63.5)	(110.4)
% ingresos		*(8.3%)*	*(5.4%)*	*(5.0%)*	*(5.0%)*	*(4.9%)*	*(4.8%)*	*(8.2%)*
EBIT		**76.4**	**123.2**	**145.4**	**155.7**	**167.4**	**180.5**	**139.6**
% sobre ingresos		*8.8%*	*12.6%*	*13.2%*	*13.4%*	*13.5%*	*13.7%*	*10.4%*
Menos: impuesto de sociedades	(8)	(19.1)	(30.8)	(36.3)	(38.9)	(41.8)	(45.1)	(34.9)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*	*(25.0%)*
NOPAT		**57.3**	**92.4**	**109.0**	**116.8**	**125.5**	**135.3**	**104.7**
% sobre ingresos		*6.6%*	*9.4%*	*9.9%*	*10.0%*	*10.1%*	*10.3%*	*7.8%*

Notas:

(1) Asume la recuperación de consumo por cliente a niveles pre-Covid19 en 2022 y desde ese momento se mantine a niveles históricos.
(2) Número total de clientes basado en el plan estratégico de la Compañía 2018-2022 que considera aumentar los puntos de clientes en un 4,0% partiendo del ejercicio 2018 como año base.
(3) La tarifa ha sido estimada en base a la inflación anual en USD proyectada por IHS Market.
(4) Ingresos totales estimados en base al total energía vendida y la tarifa $ / MWH.
(5) Otros ingresos se han estimado en base a su proporción sobre los ingresos regulados de 2020.
(6) Aprovisionamientos proyectados en base al precio unitario histórico incrementado por la inflación prevista en USD por IHS Markit.
(7) Otros gastos de explotación se han estimado en base a su proporción sobre el total de ingresos de 2020.
(8) Tasa impositiva de Panamá.

	Notas		2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
NOPAT			**57.3**	**92.4**	**109.0**	**116.8**	**125.5**	**135.3**	**104.7**
% sobre ingresos			*6.6%*	*9.4%*	*9.9%*	*10.0%*	*10.1%*	*10.3%*	*7.8%*
Más: amortización			71.8	52.6	55.3	58.1	60.8	63.5	110.4
Menos: Capex	(9)		(107.2)	(107.7)	(108.2)	(108.8)	(109.3)	(109.9)	(110.4)
Menos: inversión en capital circulante	(10)		13.0	(11.0)	(11.6)	(6.1)	(6.9)	(7.5)	(3.1)
Flujo de caja libre			**34.9**	**26.4**	**44.6**	**59.9**	**70.2**	**81.5**	**101.6**
Valor terminal (rango alto)									**1,844.6**
Valor terminal (rango bajo)									**1,623.6**
Periodo parcial				1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo medio				0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
Valor presente del periodo @ 8,00%		8.00%		0.9623	0.8910	0.8250	0.7639	0.7073	0.7073
Valor presente del periodo @ 8,75%		8.75%		0.9589	0.8818	0.8108	0.7456	0.6856	0.6856
Valor presente de los flujos de caja @ 8,00%				**25.4**	**39.7**	**49.4**	**53.6**	**57.6**	**1,304.7**
Valor presente de los flujos de caja @ 8,75%				**25.3**	**39.3**	**48.6**	**52.3**	**55.9**	**1,113.1**

USDmm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	221.3		225.7
Valor presente del valor residual	1,113.1		1,304.7
VE (USDmm)	**1,334.5**	**1,432.4**	**1,530.4**
USD/EUR	1.2060	1.2060	1.2060
VE (€mm)	**1,106.5**	**1,187.8**	**1,269.0**

Notas:

(9) Capex proyectado en base al Capex histórico por kilómetro de la red eléctrica. Se ha asumido un crecicimiento de la red eléctrica de un 0,5% anual en base al total de clientes por kilómetro, alineado con la media histórica.

(10) Capital circulante proyectado en base al ratio de capital circulante sobre los ingresos de 2020.

Descuento de flujos de caja - Resto (Otros)

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Ingresos Consolidados		9.0	20.0					
Ingresos entre Compañías		126.0	155.0					
Total Ingresos		**135.0**	**175.0**					
Aprovisionamientos		(7.0)	(6.0)					
Gsatos de personal		(200.0)	(186.0)					
Otros gastos operativos		(38.0)	(71.0)					
EBITDA Reportado		**(110.0)**	**(88.0)**	**(108.3)**	**(109.7)**	**(111.2)**	**(112.9)**	**(115.0)**
Elementos no ordinarios		59.0	35.0	36.3	57.3	58.4	59.4	60.4
EBITDA Ordinario		**(51.0)**	**(53.0)**	**(72.1)**	**(52.4)**	**(52.8)**	**(53.5)**	**(54.5)**
% EBITDA ordinario sobre EBITDA reportado				*66.5%*	*47.7%*	*47.5%*	*47.4%*	*47.4%*
Escudo Fiscal - EBITDA Ordinario	25.00%			18.0	13.1	13.2	13.4	13.6
EBITDA Ordinario tras impuestos				**(54.0)**	**(39.3)**	**(39.6)**	**(40.1)**	**(40.9)**
Valor Terminal								**(934.8)**
Periodo Parcial				1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Periodo Medio				0.50	1.50	2.50	3.50	3.50
Valor presente del periodo @ 6,3%	6.25%			0.9701	0.9131	0.8594	0.8088	0.8088
Valor presente de los flujos de caja				**(52.4)**	**(35.9)**	**(34.0)**	**(32.5)**	**(756.1)**

€mm	
VE - Resto	**(910.9)**

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

Resumen de EBITDA

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

EBITDA (€mm)

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
Gas & Electricidad	**1,250**	**1,422**	**1,550**	**1,583**	**1,613**
Comercialización gas, electricidad y servicios	241	338	425	427	428
Generación Europa	389	416	438	457	476
Generación Convencional	179	208	218	237	257
Generación Renovables	210	208	220	220	220
GNL Internacional	240	269	256	262	266
Generación Internacional	381	399	431	437	443
Infraestructura EMEA	**1,665**	**1,468**	**1,449**	**1,438**	**1,419**
Redes gas España	845	827	802	784	758
Redes electricidad España	638	641	647	654	661
EMPL	182	-	-	-	-
Infraestrucutra LatAm Sur	**484**	**513**	**557**	**580**	**595**
Chile Gas	213	219	228	235	238
Brasil Gas	200	226	254	269	278
Argentina Gas y Electricidad	70	67	74	76	79
Infraestructura LatAm Norte	**372**	**411**	**430**	**450**	**460**
México Gas	226	244	253	262	260
Panamá Electricidad	147	167	177	188	200
Resto (Otros)	**(72)**	**(52)**	**(53)**	**(54)**	**(55)**
EBITDA Total	***3,698***	***3,762***	***3,932***	***3,998***	***4,033***

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

Resumen de FCL

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA Total	**3,698**	**3,762**	**3,932**	**3,998**	**4,033**
(-) Otros	(60)	(64)	(65)	(65)	(65)
(-) Impuesto de sociedades	(605)	(620)	(662)	(676)	(676)
(-) Capex	(943)	(967)	(996)	(1,016)	(1,032)
(-) Capital Circulante	(76)	(60)	(49)	(12)	(12)
FCL (1)	***2,014***	***2,050***	***2,161***	***2,228***	***2,248***
(+) Ingresos por puestas en equivalencia (2)	57	57			
(+) Desinversión Chile neto de efecto fiscal (3)	2,450	-			
(+) Desinversión Unión Fenosa Gas y Egipto (4)	491	-			
FCL después de dividendos	***5,012***	***2,107***			
(-) Gastos financieros netos (5)	(538)	(538)			
(+) Escudo fiscal (6)	135	135			
FCL después de gastos financieros	***4,609***	***1,704***			
(-) Minoritarios (7)	(312)	(312)			
FCL después de gastos financieros y minoritarios	***4,297***	***1,392***			
(+) Exceso año 2021 (8)	-	*2,846*			
Caja generada acumulada	***4,297***	***4,237***			
Número de acciones (en mm)	960.9	960.9			
Dividendo por acción (EUR/acción) (9)	*1.51*	*1.59*			
Dividendo total pagado	**1,451**	**1,528**			
Caja generada acumulada después de dividendos	***2,846***	***2,709***			

Notas:

(1) Flujo de Caja libre: Obtenido como el EBITDA Total deducido por el Impuesto de sociedades, Capex y capital circulante total.
(2) Cobro de dividendos: Se estima en línea con el último dato de 2020.
(3) Desinversión de Chile.
(4) Desinversión UFG Egipto: Incluye la entrada de caja a consecuencia del cierre del arbitraje con el gobierno de Egipto por el 50% de UFG por un importe total de €491mm.
(5) Gasto financieros netos: Obtenidos en base a la cifra de 2020 (CCAA Naturgy). Incluyendo ingresos financieros, gastos financieros, variaciones de valor razonable en instrumentos financieros y Diferencias de cambio netas.
(6) Escudo fiscal obtenido por los gastos financieros netos incurridos.
(7) Minoritarios: Participaciones no dominantes de acuerdo a las CCAA, normalizando por los 3 últimos años (2018: €226mm, 2019: €395mm y 2020: 316mm).
(8) Exceso de caja generada en el año 2021, disponible años siguientes.
(9) Dividendo por acción de acuerdo al Plan Estratégico de 2018-2022 para los periodos 2021 y 2022.

Tasas de descuento en Euros

Resumen de WACCs	Comercialización gas, electricidad y servicios		Generación Europa (Convencional)		Generación Europa (Renovable)		GNL Internacional		Redes electricidad España		Redes gas España		Argentina Gas		Argentina Electricidad	
	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Alto
Beta (desapalancada)	0.58	0.67	0.62	0.68	0.59	0.64	0.81	1.01	0.55	0.65	0.50	0.59	0.52	0.67	0.59	0.77
Deuda / Capital (D)	34%	34%	30%	30%	41%	41%	30%	30%	39%	39%	42%	42%	34%	34%	30%	30%
Fondos Propios / Capital (E)	66%	66%	70%	70%	59%	59%	70%	70%	61%	61%	58%	58%	66%	66%	70%	70%
Tipo Impositivo (t)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0.81	0.93	0.82	0.90	0.89	0.97	1.07	1.33	0.81	0.96	0.78	0.91	0.71	0.93	0.79	1.01
Coste de los Fondos Propios																
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Prima de riesgo país (CRP)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
Diferencial de Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasa de Referencia Local	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Beta reapalancada (B)	0.81	0.93	0.82	0.90	0.89	0.97	1.07	1.33	0.81	0.96	0.78	0.91	0.71	0.93	0.79	1.01
Prima de Mercado (Rp)	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Coste de los Fondos Propios	**7.5%**	**8.1%**	**7.5%**	**8.0%**	**7.9%**	**8.3%**	**8.9%**	**10.4%**	**7.5%**	**8.3%**	**7.3%**	**8.1%**	**17.6%**	**18.7%**	**18.0%**	**19.2%**
Coste de la Deuda																
Tasa de Referencia Local	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Spread de Deuda	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.6%	1.6%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	4.6%	4.6%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
Tipo Impositivo (t)	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**2.9%**	**2.9%**	**2.9%**	**2.9%**	**2.9%**	**2.9%**	**3.5%**	**3.5%**	**2.9%**	**2.9%**	**2.9%**	**2.9%**	**11.3%**	**11.3%**	**11.3%**	**11.3%**
WACC																
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	3.8%	3.8%	3.4%	3.4%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	4.9%	5.3%	5.2%	5.6%	4.7%	5.0%	6.2%	7.2%	4.6%	5.1%	4.2%	4.6%	11.7%	12.5%	12.5%	13.4%
WACC Estimado	5.9%	6.3%	6.1%	6.5%	5.9%	6.1%	7.3%	8.3%	5.7%	6.2%	5.4%	5.9%	15.5%	16.2%	16.0%	16.8%
WACC (Redondeado)	**5.75%**	**6.25%**	**6.00%**	**6.50%**	**5.75%**	**6.00%**	**7.25%**	**8.25%**	**5.75%**	**6.25%**	**5.50%**	**6.00%**	**15.50%**	**16.25%**	**16.00%**	**16.75%**

Tasas de descuento en otras monedas

	Generación Internacional (USD) (1)		Chile Gas (CLP)		Brasil Gas (BRL)		México Gas (MXN)		Panamá Electricidad (USD)	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0.60	0.76	0.52	0.67	0.52	0.67	0.52	0.67	0.59	0.77
Deuda / Capital (D)	28%	28%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	30%	30%
Fondos Propios / Capital (E)	72%	72%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	70%	70%
Tipo Impositivo (t)	30%	30%	27%	27%	34%	34%	30%	30%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0.76	0.96	0.71	0.92	0.69	0.89	0.70	0.91	0.79	1.01
Coste de los Fondos Propios										
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Prima de riesgo país (CRP)	2.1%	2.1%	1.1%	1.1%	2.9%	2.9%	1.9%	1.9%	2.5%	2.5%
Diferencial de Inflación	-	-	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	-	-
Tasa de Referencia Local	4.6%	4.6%	4.3%	4.3%	6.2%	6.2%	5.4%	5.4%	5.0%	5.0%
Beta reapalancada (B)	0.76	0.96	0.71	0.92	0.69	0.89	0.70	0.91	0.79	1.01
Prima de Mercado (Rp)	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Coste de los Fondos Propios	**8.8%**	**9.9%**	**8.2%**	**9.3%**	**10.0%**	**11.1%**	**9.3%**	**10.4%**	**9.3%**	**10.5%**
Coste de la Deuda										
Tasa de Referencia Local	4.6%	4.6%	4.3%	4.3%	6.2%	6.2%	5.4%	5.4%	5.0%	5.0%
Spread de Deuda	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	6.0%	6.0%	5.7%	5.7%	7.6%	7.6%	6.9%	6.9%	6.4%	6.4%
Tipo Impositivo (t)	29.9%	29.9%	27.0%	27.0%	34.0%	34.0%	30.0%	30.0%	25.0%	25.0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**4.2%**	**4.2%**	**4.2%**	**4.2%**	**5.0%**	**5.0%**	**4.8%**	**4.8%**	**4.8%**	**4.8%**
WACC										
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	6.3%	7.1%	5.4%	6.2%	6.6%	7.4%	6.2%	6.9%	6.5%	7.4%
WACC Estimado	7.5%	8.3%	6.8%	7.6%	8.3%	9.1%	7.8%	8.6%	7.9%	8.8%
WACC (Redondeado)	**7.50%**	**8.25%**	**6.75%**	**7.50%**	**8.25%**	**9.00%**	**7.75%**	**8.50%**	**8.00%**	**8.75%**

Notas:

(1) Generación Internacional es compuesta por negocios relacionados a diferentes tecnologías de generación y 6 países distintos: México (CCGT y eólica - 90,5% del total de energía producida en 2020), República Dominicana (fuel - 3,0%), Costa Rica (hidro - 2,3%), Brasil (solar - 1,8%), Australia (eólica - 1,8%) y Panamá (hidro - 0,6%). Hemos calculado un CRP medio ponderado e impuestos con base en la proporción de la contribución de cada país al total de energía producida por la linea de negocio.

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.81	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7.5%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.8%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.58
D/E Industria	52.2%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.81**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
A2A S.p.A.	EUR	1.10	0.88	3,385	4,056	366	4,422	7,807	77%	43%	28%	0.57
CEZ, a. s.	CZK	0.93	0.68	122,249	275,751	5,130	280,881	403,130	44%	30%	19%	0.50
E.ON SE	EUR	0.93	0.88	29,951	23,633	4,189	27,822	57,773	108%	52%	30%	0.50
Edison S.p.A.	EUR	0.57	0.58	595	5,431	149	5,580	6,175	11%	10%	28%	0.54
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0.89	0.91	15,303	20,338	3,375	23,714	39,017	65%	39%	27%	0.62
Electricité de France S.A.	EUR	1.31	1.17	39,267	39,910	8,990	48,900	88,167	80%	45%	25%	0.73
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.59
Endesa, S.A.	EUR	0.93	0.86	7,336	23,663	154	23,817	31,153	31%	24%	25%	0.70
Enel SpA	EUR	0.92	0.88	56,389	84,112	13,968	98,080	154,469	57%	37%	28%	0.62
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.64
Fortum Oyj	EUR	1.11	0.98	7,613	17,499	2,724	20,223	27,836	38%	27%	20%	0.75
Hera S.p.A.	EUR	0.85	0.65	3,458	4,385	188	4,573	8,030	76%	43%	28%	0.42
Iberdrola, S.A.	EUR	0.74	0.72	38,923	71,684	8,843	80,527	119,450	48%	33%	25%	0.53
Lechwerke AG	EUR	0.66	0.50	-2	3,544	0	3,544	3,543	0%	0%	30%	0.50
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	descartada
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1.39	descartada	7,344	12,153	877	13,030	20,374	56%	36%	19%	descartada
VERBUND AG	EUR	0.99	0.71	1,445	24,267	702	24,969	26,414	6%	5%	25%	0.69
Mediana		**0.93**	**0.77**						**52%**	**34%**	**26%**	**0.58**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	34%	=	1.0%
Fondos Propios (6)	7.5%	x	66%	=	4.9%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5.9%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**5.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.31	0.56	**0.81**	1.06	1.31
Deuda / Capital	14%	3.5%	4.5%	5.3%	6.3%	7.0%
	24%	3.8%	4.8%	5.5%	6.5%	7.5%
	34%	4.0%	5.0%	**5.8%**	6.8%	7.8%
	44%	4.3%	5.3%	6.3%	7.0%	8.0%
	54%	4.8%	5.5%	6.5%	7.3%	8.3%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.93	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.1%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.8%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.67
D/E Industria	52%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.93**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
A2A S.p.A.	EUR	1.10	0.88	3,385	4,056	366	4,422	7,807	77%	43%	28%	0.71
CEZ, a. s.	CZK	0.93	0.68	122,249	275,751	5,130	280,881	403,130	44%	30%	19%	0.69
E.ON SE	EUR	0.93	0.88	29,951	23,633	4,189	27,822	57,773	108%	52%	30%	0.53
Edison S.p.A.	EUR	0.57	0.58	595	5,431	149	5,580	6,175	11%	10%	28%	0.53
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0.89	0.91	15,303	20,338	3,375	23,714	39,017	65%	39%	27%	0.60
Electricité de France S.A.	EUR	1.31	1.17	39,267	39,910	8,990	48,900	88,167	80%	45%	25%	0.82
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.65
Endesa, S.A.	EUR	0.93	0.86	7,336	23,663	154	23,817	31,153	31%	24%	25%	0.76
Enel SpA	EUR	0.92	0.88	56,389	84,112	13,968	98,080	154,469	57%	37%	28%	0.65
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.78
Fortum Oyj	EUR	1.11	0.98	7,613	17,499	2,724	20,223	27,836	38%	27%	20%	0.85
Hera S.p.A.	EUR	0.85	0.65	3,458	4,385	188	4,573	8,030	76%	43%	28%	0.55
Iberdrola, S.A.	EUR	0.74	0.72	38,923	71,684	8,843	80,527	119,450	48%	33%	25%	0.55
Lechwerke AG	EUR	0.66	0.50	-2	3,544	0	3,544	3,543	0%	0%	30%	0.66
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	0.62
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1.39	descartada	7,344	12,153	877	13,030	20,374	56%	36%	19%	0.95
VERBUND AG	EUR	0.99	0.71	1,445	24,267	702	24,969	26,414	6%	5%	25%	0.95
Mediana		**0.93**	**0.77**						**52%**	**34%**	**26%**	**0.67**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	34%	=	1.0%
Fondos Propios (6)	8.1%	x	66%	=	5.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.42	0.67	**0.92**	1.17	1.42
Deuda / Capital	14%	4.0%	4.8%	5.8%	6.5%	7.5%
	24%	4.3%	5.0%	6.0%	7.0%	7.8%
	34%	4.5%	5.5%	**6.3%**	7.3%	8.0%
	44%	4.8%	5.8%	6.5%	7.5%	8.3%
	54%	5.0%	6.0%	6.8%	7.8%	8.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.
WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Bajo)
Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020
€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.8182	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7.5000%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.9%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.61814
D/E Industria	0.43150
Tasa impositiva (t)	0.25000
Beta (reapalancada)	**0.81819**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30.143%
Fondos Propios / Capital (E)	69.857%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
A2A S.p.A.	EUR	1.10	0.88	3,385	4,056	366	4,422	7,807	77%	43%	28%	0.57
BKW AG	CHF	0.63	descartada	582	5,236	271	5,507	6,089	11%	10%	15%	descartada
CEZ, a. s.	CZK	0.93	0.68	122,249	275,751	5,130	280,881	403,130	44%	30%	19%	0.50
Edison S.p.A.	EUR	0.57	0.58	595	5,431	149	5,580	6,175	11%	10%	28%	0.54
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0.89	0.91	15,303	20,338	3,375	23,714	39,017	65%	39%	27%	0.62
Electricité de France S.A.	EUR	1.31	1.17	39,267	39,910	8,990	48,900	88,167	80%	45%	25%	0.73
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.59
Endesa, S.A.	EUR	0.93	0.86	7,336	23,663	154	23,817	31,153	31%	24%	25%	0.70
Enel SpA	EUR	0.92	0.88	56,389	84,112	13,968	98,080	154,469	57%	37%	28%	0.62
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.64
Fortum Oyj	EUR	1.11	0.98	7,613	17,499	2,724	20,223	27,836	38%	27%	20%	0.75
Iberdrola, S.A.	EUR	0.74	0.72	38,923	71,684	8,843	80,527	119,450	48%	33%	25%	0.53
Lechwerke AG	EUR	0.66	0.50	-2	3,544	0	3,544	3,543	0%	0%	30%	0.50
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	descartada
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1.39	descartada	7,344	12,153	877	13,030	20,374	56%	36%	19%	descartada
RWE Aktiengesellschaft	EUR	0.98	0.92	-2,620	23,366	228	23,594	20,974	0%	0%	30%	0.92
VERBUND AG	EUR	0.99	0.71	1,445	24,267	702	24,969	26,414	6%	5%	25%	0.69
Mediana		**0.93**	**0.86**						**43%**	**30.14334%**	**25.000%**	**61.814%**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9006%	x	30.143%	=	0.9%
Fondos Propios (6)	7.5000%	x	69.857%	=	5.2392%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6.1136%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6.0000%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.32	0.57	**0.82**	1.07	1.32
Deuda / Capital	10%	3.8%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%
	20%	4.0%	5.0%	5.8%	6.8%	7.8%
	30%	4.3%	5.3%	**6.3%**	7.0%	8.0%
	40%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.3%
	50%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.
WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Alto)
Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020
€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.90	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.0%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.9%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.68
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.90**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
A2A S.p.A.	EUR	1.10	0.88	3,385	4,056	366	4,422	7,807	77%	43%	28%	0.71
BKW AG	CHF	0.63	descartada	582	5,236	271	5,507	6,089	11%	10%	15%	0.58
CEZ, a. s.	CZK	0.93	0.68	122,249	275,751	5,130	280,881	403,130	44%	30%	19%	0.69
Edison S.p.A.	EUR	0.57	0.58	595	5,431	149	5,580	6,175	11%	10%	28%	0.53
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0.89	0.91	15,303	20,338	3,375	23,714	39,017	65%	39%	27%	0.60
Electricité de France S.A.	EUR	1.31	1.17	39,267	39,910	8,990	48,900	88,167	80%	45%	25%	0.82
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.65
Endesa, S.A.	EUR	0.93	0.86	7,336	23,663	154	23,817	31,153	31%	24%	25%	0.76
Enel SpA	EUR	0.92	0.88	56,389	84,112	13,968	98,080	154,469	57%	37%	28%	0.65
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.78
Fortum Oyj	EUR	1.11	0.98	7,613	17,499	2,724	20,223	27,836	38%	27%	20%	0.85
Iberdrola, S.A.	EUR	0.74	0.72	38,923	71,684	8,843	80,527	119,450	48%	33%	25%	0.55
Lechwerke AG	EUR	0.66	0.50	-2	3,544	0	3,544	3,543	0%	0%	30%	0.66
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	0.62
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1.39	descartada	7,344	12,153	877	13,030	20,374	56%	36%	19%	0.95
RWE Aktiengesellschaft	EUR	0.98	0.92	-2,620	23,366	228	23,594	20,974	0%	0%	30%	0.98
VERBUND AG	EUR	0.99	0.71	1,445	24,267	702	24,969	26,414	6%	5%	25%	0.95
Mediana		**0.93**	**0.86**						**43%**	**30%**	**25%**	**0.68**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	30%	=	0.9%
Fondos Propios (6)	8.0%	x	70%	=	5.6%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6.5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6.50%**

WACC Tabla de Sensibilidad

Deuda / Capital \ Beta (reapalancada)	0.40	0.65	**0.90**	1.15	1.40
10%	4.0%	5.0%	5.8%	6.8%	7.8%
20%	4.3%	5.3%	6.3%	7.0%	8.0%
30%	4.5%	5.5%	**6.5%**	7.5%	8.3%
40%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
50%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.
WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Bajo)
Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020
€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.89	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7.9%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.8%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.59
D/E Industria	68%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.89**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	41%
Fondos Propios / Capital (E)	59%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP (4)	Deuda/ Capital (4)	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	65%	39%	25.0%	0.51
EDP Renováveis, S.A.	EUR	0.76	0.77	3,853	19,889	1,280	21,169	25,022	42%	30%	25.0%	0.58
Encavis AG	EUR	1.14	0.97	1,638	2,956	3	2,958	4,597	159%	61%	30.0%	0.46
ERG S.p.A.	EUR	0.91	0.86	1,421	3,484	11	3,495	4,916	58%	37%	27.9%	0.61
Ørsted A/S	DKK	0.73	0.65	7,496	522,352	2,790	525,142	532,638	5%	5%	22.0%	0.62
SSE plc	GBP	1.17	0.88	9,640	15,516	0	15,516	25,156	68%	41%	17.0%	0.56
Alerion Clean Power S.p.A.	EUR	0.95	descartada	498	565	4	570	1,067	157%	61%	27.9%	descartada
Arise AB (publ)	SEK	1.35	0.92	532	1,476	0	1,476	2,008	173%	63%	21.4%	0.39
NextEra Energy Partners, LP	USD	1.04	1.01	4,940	4,895	4,425	9,320	14,260	95%	49%	25.0%	0.59
TransAlta Renewables Inc.	CAD	1.07	0.85	773	5,807	48	5,855	6,628	30%	23%	26.5%	0.69
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	EUR	0.97	0.84	348	958	22	980	1,328	62%	38%	25.0%	0.57
Atlantica Sustainable Infrastructure plc	USD	1.03	0.94	5,636	4,051	203	4,255	9,891	247%	71%	17.0%	0.31
Energiekontor AG	EUR	0.86	0.72	213	823	0	823	1,037	69%	41%	30.0%	0.49
Grenergy Renovables, S.A.	EUR	1.31	descartada	118	922	0	922	1,040	25%	20%	25.0%	descartada
Scatec ASA	NOK	1.35	0.98	9,745	54,046	632	54,678	64,423	76%	43%	22.0%	0.61
Innergex Renewable Energy Inc.	CAD	1.05	0.73	4,715	4,778	69	4,848	9,563	183%	65%	26.5%	0.31
The Renewables Infrastructure Group Limited	GBP	0.93	0.66	-24	2,433	0	2,433	2,408	0%	0%	0.0%	0.66
PNE AG	EUR	0.81	0.79	210	611	-10	601	811	38%	27%	30.0%	0.63
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	EUR	1.09	1.06	312	2,954	0	2,954	3,266	32%	24%	25.0%	0.85
Falck Renewables S.p.A.	EUR	1.05	1.03	0	1,906	0	1,906	1,906	90%	47%	27.9%	0.62
Neoen S.A.	EUR	0.89	descartada	2,155	5,344	4	5,348	7,503	74%	43%	25.0%	descartada
Mediana		**1.03**	**0.86**						**68%**	**41%**	**25%**	**0.59**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	2.9%	x	41%	=	1.2%
Fondos Propios (7)	7.9%	x	59%	=	4.7%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5.9%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**5.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.39	0.64	**0.89**	1.14	1.39
Deuda / Capital	21%	3.8%	4.5%	5.3%	6.0%	7.0%
	31%	4.0%	4.8%	5.5%	6.5%	7.3%
	41%	4.3%	5.0%	**5.8%**	6.8%	7.5%
	51%	4.5%	5.3%	6.3%	7.0%	7.8%
	61%	4.8%	5.5%	6.5%	7.3%	8.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Con base a la mediana histórica de 5 años.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.97	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.3%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.8%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.64
D/E Industria	68%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.97**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	41%
Fondos Propios / Capital (E)	59%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP (4)	Deuda/ Capital (4)	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	65%	39%	25.0%	0.67
EDP Renováveis, S.A.	EUR	0.76	0.77	3,853	19,889	1,280	21,169	25,022	42%	30%	25.0%	0.58
Encavis AG	EUR	1.14	0.97	1,638	2,956	3	2,958	4,597	159%	61%	30.0%	0.54
ERG S.p.A.	EUR	0.91	0.86	1,421	3,484	11	3,495	4,916	58%	37%	27.9%	0.64
Ørsted A/S	DKK	0.73	0.65	7,496	522,352	2,790	525,142	532,638	5%	5%	22.0%	0.70
SSE plc	GBP	1.17	0.88	9,640	15,516	0	15,516	25,156	68%	41%	17.0%	0.75
Alerion Clean Power S.p.A.	EUR	0.95	descartada	498	565	4	570	1,067	157%	61%	27.9%	0.44
Arise AB (publ)	SEK	1.35	0.92	532	1,476	0	1,476	2,008	173%	63%	21.4%	0.57
NextEra Energy Partners, LP	USD	1.04	1.01	4,940	4,895	4,425	9,320	14,260	95%	49%	25.0%	0.61
TransAlta Renewables Inc.	CAD	1.07	0.85	773	5,807	48	5,855	6,628	30%	23%	26.5%	0.87
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	EUR	0.97	0.84	348	958	22	980	1,328	62%	38%	25.0%	0.66
Atlantica Sustainable Infrastructure plc	USD	1.03	0.94	5,636	4,051	203	4,255	9,891	247%	71%	17.0%	0.34
Energiekontor AG	EUR	0.86	0.72	213	823	0	823	1,037	69%	41%	30.0%	0.58
Grenergy Renovables, S.A.	EUR	1.31	descartada	118	922	0	922	1,040	25%	20%	25.0%	1.10
Scatec ASA	NOK	1.35	0.98	9,745	54,046	632	54,678	64,423	76%	43%	22.0%	0.85
Innergex Renewable Energy Inc.	CAD	1.05	0.73	4,715	4,778	69	4,848	9,563	183%	65%	26.5%	0.45
The Renewables Infrastructure Group Limited	GBP	0.93	0.66	-24	2,433	0	2,433	2,408	0%	0%	0.0%	0.93
PNE AG	EUR	0.81	0.79	210	611	-10	601	811	38%	27%	30.0%	0.64
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	EUR	1.09	1.06	312	2,954	0	2,954	3,266	32%	24%	25.0%	0.88
Falck Renewables S.p.A.	EUR	1.05	1.03	0	1,906	0	1,906	1,906	90%	47%	27.9%	0.64
Neoen S.A.	EUR	0.89	descartada	2,155	5,344	4	5,348	7,503	74%	43%	25.0%	0.57
Mediana		**1.03**	**0.86**						**68%**	**41%**	**25%**	**0.64**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	2.9%	x	41%	=	1.2%
Fondos Propios (7)	8.3%	x	59%	=	5.0%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6.1%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6.00%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.47	0.72	**0.97**	1.22	1.47
21%	4.0%	4.8%	5.5%	6.3%	7.3%
31%	4.3%	5.0%	5.8%	6.8%	7.5%
41%	4.5%	5.3%	**6.0%**	7.0%	7.8%
51%	4.8%	5.5%	6.5%	7.3%	8.0%
61%	5.0%	5.8%	6.8%	7.5%	8.3%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Con base a la mediana histórica de 5 años.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Internacional (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2.1%	Spread de bonos (1)
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	4.6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.76	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.8%**	
Tasa de Referencia Local	4.6%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6.0%	
Tasa impositiva (t) (1)	29.9%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.60
D/E Industria	39%
Tasa impositiva (t)	29.9%
Beta (reapalancada)	**0.76**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	28%
Fondos Propios / Capital (E)	72%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (2)	Beta (histórica 5YW) (3)	Deuda Neta (4)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1.73	1.08	40,934	57,626	508	58,134	99,068	70%	41%	34%	0.73
Colbún S.A.	USD	1.04	descartada	836	3,098	189	3,287	4,123	25%	20%	27%	descartada
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1.53	1.00	10,623	23,039	5	23,043	33,666	46%	32%	34%	0.77
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1.17	0.91	6,844	19,787	272	20,059	26,902	34%	25%	34%	0.74
CPFL Energia S.A.	BRL	1.30	0.75	14,139	37,506	286	37,792	51,931	37%	27%	34%	0.60
Enel Américas S.A.	USD	1.21	0.73	4,393	12,423	1,987	14,410	18,803	30%	23%	27%	0.60
Enel Chile S.A.	CLP	1.05	descartada	2,876,865	3,817,994	238,506	4,056,500	6,933,364	71%	41%	27%	descartada
Enel Generación Chile S.A.	CLP	0.97	0.64	871,702	2,188,720	9,750	2,198,471	3,070,173	40%	28%	27%	0.50
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Equatorial Energia S.A.	BRL	1.32	0.75	10,256	23,403	1,893	25,296	35,552	41%	29%	34%	0.59
Voltalia SA	EUR	0.96	descartada	483	2,464	38	2,501	2,985	19%	16%	28%	descartada
Mediana		**1.13**	**0.75**						**39%**	**28%**	**31%**	**0.60**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4.2%	x	28%	=	1.2%
Fondos Propios (7)	8.8%	x	72%	=	6.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7.5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**7.50%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.26	0.51	**0.76**	1.01	1.26
8%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	8.8%
18%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
28%	5.5%	6.5%	**7.5%**	8.5%	9.5%
38%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
48%	6.5%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%

Notas:

(1) CRP y tasa impositiva ponderada por la energía producidad en cada país donde GPG opera, de acuerdo con la información pública de Naturgy.
(2) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(3) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(4) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Internacional (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2.1%	Spread de bonos (1)
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	4.6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.96	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9.9%**	
Tasa de Referencia Local	4.6%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6.0%	
Tasa impositiva (t) (1)	29.9%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.76
D/E Industria	39%
Tasa impositiva (t)	29.9%
Beta (reapalancada)	**0.96**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	28%
Fondos Propios / Capital (E)	72%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (2)	Beta (histórica 5YW) (3)	Deuda Neta (4)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1.73	1.08	40,934	57,626	508	58,134	99,068	70%	41%	34%	1.18
Colbún S.A.	USD	1.04	descartada	836	3,098	189	3,287	4,123	25%	20%	27%	0.88
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1.53	1.00	10,623	23,039	5	23,043	33,666	46%	32%	34%	1.17
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1.17	0.91	6,844	19,787	272	20,059	26,902	34%	25%	34%	0.96
CPFL Energia S.A.	BRL	1.30	0.75	14,139	37,506	286	37,792	51,931	37%	27%	34%	1.04
Enel Américas S.A.	USD	1.21	0.73	4,393	12,423	1,987	14,410	18,803	30%	23%	27%	0.99
Enel Chile S.A.	CLP	1.05	descartada	2,876,865	3,817,994	238,506	4,056,500	6,933,364	71%	41%	27%	0.69
Enel Generación Chile S.A.	CLP	0.97	0.64	871,702	2,188,720	9,750	2,198,471	3,070,173	40%	28%	27%	0.75
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Equatorial Energia S.A.	BRL	1.32	0.75	10,256	23,403	1,893	25,296	35,552	41%	29%	34%	1.04
Voltalia SA	EUR	0.96	descartada	483	2,464	38	2,501	2,985	19%	16%	28%	0.84
Mediana		**1.13**	**0.75**						**39%**	**28%**	**31%**	**0.92**
											Media de BARRA Beta e histórica (6)	**0.76**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (7)	4.2350%	x	28%	=	1.2%
Fondos Propios (8)	9.9%	x	72%	=	7.1%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**8.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

Deuda / Capital	Beta (reapalancada) 0.46	0.71	**0.96**	1.21	1.46
8%	7.0%	8.3%	9.5%	10.8%	12.0%
18%	6.8%	7.8%	9.0%	10.0%	11.3%
28%	6.3%	7.3%	**8.3%**	9.3%	10.3%
38%	6.0%	7.0%	7.8%	8.5%	9.5%
48%	5.8%	6.5%	7.3%	8.0%	8.8%

Notas:

(1) CRP y tasa impositiva ponderada por la energía producidad en cada país donde GPG opera, de acuerdo con la información pública de Naturgy.
(2) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(3) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(4) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(7) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(8) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - GNL International (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	1.07	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.9%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	1.6%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4.6%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3.5%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.81
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**1.07**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Exxon Mobil Corporation	USD	1.45	1.06	59,967	174,288	7,212	181,500	241,467	33%	25%	25%	0.85
Chevron Corporation	USD	1.50	1.13	27,916	162,594	264	162,858	190,774	17%	15%	25%	1.00
Royal Dutch Shell plc	USD	1.74	1.08	73,342	136,439	3,173	139,612	212,954	53%	34%	25%	0.77
TOTAL SE	USD	1.66	1.15	39,935	113,314	2,177	115,491	155,426	35%	26%	28%	0.92
Cheniere Energy, Inc.	USD	1.28	1.03	29,963	15,144	2,371	17,515	47,478	171%	63%	25%	0.45
BP p.l.c.	USD	1.82	1.02	51,044	70,166	14,200	84,366	135,410	61%	38%	19%	0.69
Gaztransport & Technigaz SA	EUR	1.14	1.11	-193	2,936	0	2,936	2,743	0%	0%	28%	1.11
Mediana		**1.47**	**1.07**						**44%**	**30%**	**25%**	**0.81**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3.5%	x	30%	=	1.0%
Fondos Propios (6)	8.9%	x	70%	=	6.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**7.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.57	0.82	**1.07**	1.32	1.57
10%	4.8%	5.8%	6.5%	7.5%	8.5%
20%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	8.8%
30%	5.3%	6.3%	**7.3%**	8.3%	9.3%
40%	5.8%	6.8%	7.8%	8.5%	9.5%
50%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - GNL International (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	1.33	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10.4%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	1.6%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4.6%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3.5%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	1.01
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**1.33**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Exxon Mobil Corporation	USD	1.45	1.06	59,967	174,288	7,212	181,500	241,467	33%	25%	25%	1.01
Chevron Corporation	USD	1.50	1.13	27,916	162,594	264	162,858	190,774	17%	15%	25%	1.16
Royal Dutch Shell plc	USD	1.74	1.08	73,342	136,439	3,173	139,612	212,954	53%	34%	25%	1.01
TOTAL SE	USD	1.66	1.15	39,935	113,314	2,177	115,491	155,426	35%	26%	28%	1.12
Cheniere Energy, Inc.	USD	1.28	1.03	29,963	15,144	2,371	17,515	47,478	171%	63%	25%	0.51
BP p.l.c.	USD	1.82	1.02	51,044	70,166	14,200	84,366	135,410	61%	38%	19%	0.96
Gaztransport & Technigaz SA	EUR	1.14	1.11	-193	2,936	0	2,936	2,743	0%	0%	28%	1.13
Mediana		**1.47**	**1.07**						**44%**	**30%**	**25%**	**1.01**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3.5%	x	30%	=	1.0%
Fondos Propios (6)	10.4%	x	70%	=	7.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**8.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.83	1.08	**1.33**	1.58	1.83
10%	5.8%	6.8%	7.5%	8.5%	9.5%
20%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	9.8%
30%	6.3%	7.3%	**8.3%**	9.3%	10.3%
40%	6.8%	7.8%	8.8%	9.5%	10.5%
50%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes gas España (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.78	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7.3%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.9%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.9%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.50
D/E Industria	74%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.78**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	42%
Fondos Propios / Capital (E)	58%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
E.ON SE	EUR	0.93	0.88	29,951	23,633	4,189	27,822	57,773	108%	52%	30%	0.50
Enagás, S.A.	EUR	1.05	0.67	3,853	4,698	16	4,714	8,566	82%	45%	25%	0.42
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.59
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.64
EVN AG	EUR	0.91	0.77	765	3,185	261	3,446	4,211	22%	18%	25%	0.66
Fluxys Belgium SA	EUR	0.63	descartada	1,436	2,108	0	2,108	3,544	68%	41%	29%	descartada
Hera S.p.A.	EUR	0.85	0.65	3,458	4,385	188	4,573	8,030	76%	43%	28%	0.42
Iren SpA	EUR	0.95	0.86	3,066	2,733	359	3,092	6,158	99%	50%	28%	0.50
Italgas S.p.A.	EUR	0.79	0.66	4,706	4,208	220	4,427	9,134	106%	52%	28%	0.37
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	descartada
Snam S.p.A.	EUR	0.78	0.69	12,805	14,886	3	14,889	27,694	86%	46%	28%	0.42
Mediana		**0.88**	**0.76**						**74%**	**42%**	**28%**	**0.50**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	42%	=	1.2%
Fondos Propios (6)	7.3%	x	58%	=	4.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5.4%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**5.50%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.28	0.53	**0.78**	1.03	1.28
Deuda / Capital	22%	3.3%	4.0%	4.8%	5.8%	6.5%
	32%	3.5%	4.3%	5.3%	6.0%	6.8%
	42%	3.8%	4.8%	**5.5%**	6.3%	7.0%
	52%	4.3%	5.0%	5.8%	6.5%	7.3%
	62%	4.5%	5.3%	6.0%	6.8%	7.5%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes gas España (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.91	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.1%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.9%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.9%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.59
D/E Industria	74%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.91**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	42%
Fondos Propios / Capital (E)	58%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
E.ON SE	EUR	0.93	0.88	29,951	23,633	4,189	27,822	57,773	108%	52%	30%	0.53
Enagás, S.A.	EUR	1.05	0.67	3,853	4,698	16	4,714	8,566	82%	45%	25%	0.65
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.65
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.78
EVN AG	EUR	0.91	0.77	765	3,185	261	3,446	4,211	22%	18%	25%	0.78
Fluxys Belgium SA	EUR	0.63	descartada	1,436	2,108	0	2,108	3,544	68%	41%	29%	0.42
Hera S.p.A.	EUR	0.85	0.65	3,458	4,385	188	4,573	8,030	76%	43%	28%	0.55
Iren SpA	EUR	0.95	0.86	3,066	2,733	359	3,092	6,158	99%	50%	28%	0.56
Italgas S.p.A.	EUR	0.79	0.66	4,706	4,208	220	4,427	9,134	106%	52%	28%	0.45
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	0.62
Snam S.p.A.	EUR	0.78	0.69	12,805	14,886	3	14,889	27,694	86%	46%	28%	0.48
Mediana		**0.88**	**0.76**						**74%**	**42%**	**28%**	**0.59**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	42%	=	1.2%
Fondos Propios (6)	8.1%	x	58%	=	4.6%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5.9%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6.00%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.41	0.66	**0.91**	1.16	1.41
22%	3.8%	4.5%	5.3%	6.0%	7.0%
32%	4.0%	4.8%	5.5%	6.5%	7.3%
42%	4.3%	5.0%	**6.0%**	6.8%	7.5%
52%	4.5%	5.5%	6.3%	7.0%	7.8%
62%	5.0%	5.8%	6.5%	7.3%	8.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes electricidad España (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.81	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7.5%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.8%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.55
D/E Industria	63%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.81**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	39%
Fondos Propios / Capital (E)	61%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
A2A S.p.A.	EUR	1.10	0.88	3,385	4,056	366	4,422	7,807	77%	43%	28%	0.57
BKW AG	CHF	0.63	descartada	582	5,236	271	5,507	6,089	11%	10%	15%	descartada
CEZ, a. s.	CZK	0.93	0.68	122,249	275,751	5,130	280,881	403,130	44%	30%	19%	0.50
E.ON SE	EUR	0.93	0.88	29,951	23,633	4,189	27,822	57,773	108%	52%	30%	0.50
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0.89	0.91	15,303	20,338	3,375	23,714	39,017	65%	39%	27%	0.62
Electricité de France S.A.	EUR	1.31	1.17	39,267	39,910	8,990	48,900	88,167	80%	45%	25%	0.73
Elia Group SA/NV	EUR	0.83	descartada	6,429	6,694	308	7,001	13,431	92%	48%	29%	descartada
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.59
Endesa, S.A.	EUR	0.93	0.86	7,336	23,663	154	23,817	31,153	31%	24%	25%	0.70
Enel SpA	EUR	0.92	0.88	56,389	84,112	13,968	98,080	154,469	57%	37%	28%	0.62
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.64
EVN AG	EUR	0.91	0.77	765	3,185	261	3,446	4,211	22%	18%	25%	0.66
Fortum Oyj	EUR	1.11	0.98	7,613	17,499	2,724	20,223	27,836	38%	27%	20%	0.75
Hera S.p.A.	EUR	0.85	0.65	3,458	4,385	188	4,573	8,030	76%	43%	28%	0.42
Iberdrola, S.A.	EUR	0.74	0.72	38,923	71,684	8,843	80,527	119,450	48%	33%	25%	0.53
Iren SpA	EUR	0.95	0.86	3,066	2,733	359	3,092	6,158	99%	50%	28%	0.50
Lechwerke AG	EUR	0.66	0.50	-2	3,544	0	3,544	3,543	0%	0%	30%	0.50
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	descartada
National Grid plc	GBP	0.85	0.62	31,262	30,451	22	30,473	61,735	103%	51%	17%	0.33
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1.39	descartada	7,344	12,153	877	13,030	20,374	56%	36%	19%	descartada
Red Eléctrica Corporación, S.A.	EUR	0.70	0.64	6,489	9,037	0	9,037	15,526	72%	42%	25%	0.41
SSE plc	GBP	1.17	0.88	9,640	15,516	0	15,516	25,156	62%	38%	17%	0.58
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	EUR	0.72	0.67	8,825	12,554	44	12,598	21,422	70%	41%	28%	0.45
Mediana		**0.91**	**0.81**						**63%**	**39%**	**25%**	**0.55**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	39%	=	1.1%
Fondos Propios (6)	7.5%	x	61%	=	4.6%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5.7%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**5.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

Deuda / Capital	Beta (reapalancada) 0.31	0.56	**0.81**	1.06	1.31
19%	3.5%	4.3%	5.0%	6.0%	6.8%
29%	3.8%	4.5%	5.5%	6.3%	7.0%
39%	4.0%	4.8%	**5.8%**	6.5%	7.5%
49%	4.3%	5.3%	6.0%	6.8%	7.8%
59%	4.5%	5.5%	6.3%	7.0%	8.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes electricidad España (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.0%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.96	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.3%**	
Tasa de Referencia Local	3.0%	
Spread por riesgo crediticio	0.8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3.8%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2.9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.65
D/E Industria	63%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.96**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	39%
Fondos Propios / Capital (E)	61%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
A2A S.p.A.	EUR	1.10	0.88	3,385	4,056	366	4,422	7,807	77%	43%	28%	0.71
BKW AG	CHF	0.63	descartada	582	5,236	271	5,507	6,089	11%	10%	15%	0.58
CEZ, a. s.	CZK	0.93	0.68	122,249	275,751	5,130	280,881	403,130	44%	30%	19%	0.69
E.ON SE	EUR	0.93	0.88	29,951	23,633	4,189	27,822	57,773	108%	52%	30%	0.53
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0.89	0.91	15,303	20,338	3,375	23,714	39,017	65%	39%	27%	0.60
Electricité de France S.A.	EUR	1.31	1.17	39,267	39,910	8,990	48,900	88,167	80%	45%	25%	0.82
Elia Group SA/NV	EUR	0.83	descartada	6,429	6,694	308	7,001	13,431	92%	48%	29%	0.50
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0.85	0.76	8,077	15,168	3,714	18,882	26,959	43%	30%	30%	0.65
Endesa, S.A.	EUR	0.93	0.86	7,336	23,663	154	23,817	31,153	31%	24%	25%	0.76
Enel SpA	EUR	0.92	0.88	56,389	84,112	13,968	98,080	154,469	57%	37%	28%	0.65
ENGIE SA	EUR	1.21	0.98	25,071	30,212	4,789	35,001	60,072	72%	42%	25%	0.78
EVN AG	EUR	0.91	0.77	765	3,185	261	3,446	4,211	22%	18%	25%	0.78
Fortum Oyj	EUR	1.11	0.98	7,613	17,499	2,724	20,223	27,836	38%	27%	20%	0.85
Hera S.p.A.	EUR	0.85	0.65	3,458	4,385	188	4,573	8,030	76%	43%	28%	0.55
Iberdrola, S.A.	EUR	0.74	0.72	38,923	71,684	8,843	80,527	119,450	48%	33%	25%	0.55
Iren SpA	EUR	0.95	0.86	3,066	2,733	359	3,092	6,158	99%	50%	28%	0.56
Lechwerke AG	EUR	0.66	0.50	-2	3,544	0	3,544	3,543	0%	0%	30%	0.66
Mainova AG	EUR	0.70	descartada	497	2,808	2	2,810	3,306	18%	15%	30%	0.62
National Grid plc	GBP	0.85	0.62	31,262	30,451	22	30,473	61,735	103%	51%	17%	0.46
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1.39	descartada	7,344	12,153	877	13,030	20,374	56%	36%	19%	0.95
Red Eléctrica Corporación, S.A.	EUR	0.70	0.64	6,489	9,037	0	9,037	15,526	72%	42%	25%	0.45
SSE plc	GBP	1.17	0.88	9,640	15,516	0	15,516	25,156	62%	38%	17%	0.77
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	EUR	0.72	0.67	8,825	12,554	44	12,598	21,422	70%	41%	28%	0.48
Mediana		**0.91**	**0.81**						**63%**	**39%**	**25%**	**0.65**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2.9%	x	39%	=	1.1%
Fondos Propios (6)	8.3%	x	61%	=	5.1%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.46	0.71	**0.96**	1.21	1.46
Deuda / Capital	19%	4.0%	4.8%	5.5%	6.5%	7.3%
	29%	4.3%	5.0%	6.0%	6.8%	7.5%
	39%	4.5%	5.3%	**6.3%**	7.0%	8.0%
	49%	4.8%	5.8%	6.5%	7.3%	8.3%
	59%	5.0%	6.0%	6.8%	7.5%	8.5%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.1%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.6%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	4.3%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.71	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8.2%**	
Tasa de Referencia Local	4.3%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5.7%	
Tasa impositiva (t)	27.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.52
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	27.0%
Beta (reapalancada)	**0.71**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	0.56
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	0.58
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.40
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.40
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.35
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.52**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	4.2%	x	34%	=	1.4%
Fondos Propios (6)	8.2%	x	66%	=	5.4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6.8%
Coste Promedio Ponderado de Capital en CLP (redondeado)					**6.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.21	0.46	**0.71**	0.96	1.21
Deuda / Capital	14%	5.3%	6.5%	7.8%	8.8%	10.0%
	24%	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%	9.3%
	34%	5.0%	6.0%	**6.8%**	7.8%	8.8%
	44%	5.0%	5.8%	6.5%	7.3%	8.0%
	54%	4.8%	5.5%	6.0%	6.8%	7.3%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Chile Gas (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.1%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.6%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	4.3%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.92	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9.3%**	
Tasa de Referencia Local	4.3%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5.7%	
Tasa impositiva (t)	27.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.67
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	27.0%
Beta (reapalancada)	**0.92**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	1.08
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	1.03
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.82
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.81
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.82
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.82**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0.67**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4.2%	x	34%	=	1.4%
Fondos Propios (7)	9.3%	x	66%	=	6.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7.6%
Coste Promedio Ponderado de Capital en CLP (redondeado)					**7.50%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.42	0.67	**0.92**	1.17	1.42
Deuda / Capital	14%	6.3%	7.5%	8.8%	9.8%	11.0%
	24%	6.0%	7.0%	8.0%	9.3%	10.3%
	34%	5.8%	6.8%	**7.5%**	8.5%	9.5%
	44%	5.5%	6.3%	7.0%	7.8%	8.8%
	54%	5.3%	6.0%	6.5%	7.3%	7.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2.9%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.8%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	6.2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.69	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10.0%**	
Tasa de Referencia Local	6.2%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	7.6%	
Tasa impositiva (t)	34.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**5.0%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.52
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	34.0%
Beta (reapalancada)	**0.69**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	0.56
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	0.58
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.40
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.40
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.35
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.52**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	5.0%	x	34%	=	1.7%
Fondos Propios (6)	10.0%	x	66%	=	6.6%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8.3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en BRL (redondeado)					**8.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.19	0.44	**0.69**	0.94	1.19
Deuda / Capital	14%	7.0%	8.3%	9.3%	10.5%	11.8%
	24%	6.8%	7.8%	8.8%	10.0%	11.0%
	34%	6.5%	7.5%	**8.3%**	9.3%	10.3%
	44%	6.3%	7.0%	7.8%	8.5%	9.5%
	54%	6.0%	6.8%	7.3%	8.0%	8.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2.9%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.8%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	6.2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.89	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**11.1%**	
Tasa de Referencia Local	6.2%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	7.6%	
Tasa impositiva (t)	34.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**5.0%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.67
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	34.0%
Beta (reapalancada)	**0.89**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	1.08
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	1.03
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.82
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.81
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.82
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.82**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0.67**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	5.0%	x	34%	=	1.7%
Fondos Propios (7)	11.1%	x	66%	=	7.4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					9.1%
Coste Promedio Ponderado de Capital en BRL (redondeado)					**9.00%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.39	0.64	**0.89**	1.14	1.39
Deuda / Capital	14%	6.3%	7.3%	8.0%	9.0%	10.0%
	24%	6.8%	7.8%	8.5%	9.5%	10.5%
	34%	7.3%	8.3%	**9.0%**	10.0%	11.0%
	44%	7.8%	8.8%	9.5%	10.5%	11.5%
	54%	8.3%	9.3%	10.0%	11.0%	12.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Gas (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	11.6%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.71	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**17.6%**	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15.1%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11.3%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.52
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.71**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	0.56
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	0.58
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.40
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.40
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.35
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.52**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	11.3%	x	34%	=	3.8%
Fondos Propios (6)	17.6%	x	66%	=	11.7%
Coste Promedio Ponderado de Capital					15.5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**15.50%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.21	0.46	**0.71**	0.96	1.21
Deuda / Capital	14%	14.3%	15.5%	16.8%	18.0%	19.0%
	24%	14.0%	15.0%	16.0%	17.3%	18.3%
	34%	13.8%	14.5%	**15.5%**	16.5%	17.3%
	44%	13.3%	14.0%	14.8%	15.8%	16.5%
	54%	13.0%	13.5%	14.3%	14.8%	15.5%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Gas (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	11.6%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.93	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**18.7%**	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15.1%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11.3%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.67
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.93**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	1.08
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	1.03
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.82
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.81
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.82
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.82**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0.67**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	11.3%	x	34%	=	3.8%
Fondos Propios (7)	18.7%	x	66%	=	12.5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					16.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**16.25%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.42	0.67	**0.93**	1.17	1.42
14%	15.3%	16.5%	17.8%	19.0%	20.0%
24%	14.8%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%
34%	14.5%	15.3%	**16.3%**	17.3%	18.0%
44%	14.0%	14.8%	15.5%	16.3%	17.0%
54%	13.5%	14.0%	14.8%	15.5%	16.0%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Electricidad (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	11.6%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.79	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**18.0%**	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15.1%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11.3%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.59
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.79**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1.73	1.08	40,934	57,626	508	58,134	99,068	70%	41%	34%	0.73
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1.53	1.00	10,623	23,039	5	23,043	33,666	46%	32%	34%	0.77
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1.17	0.91	6,844	19,787	272	20,059	26,902	34%	25%	34%	0.74
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1.06	descartada	1,221,140	1,848,569	43,382	1,891,951	3,113,091	65%	39%	27%	descartada
CPFL Energia S.A.	BRL	1.30	0.75	14,139	37,506	286	37,792	51,931	37%	27%	34%	0.60
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1.03	0.63	1,975	18,721	328	19,049	21,024	10%	9%	34%	0.59
Enel Américas S.A.	USD	1.21	0.73	4,393	12,423	1,987	14,410	18,803	30%	23%	27%	0.60
Enel Chile S.A.	CLP	1.05	descartada	2,876,865	3,817,994	238,506	4,056,500	6,933,364	71%	41%	27%	descartada
Energisa S.A.	BRL	1.30	descartada	14,228	21,857	835	22,693	36,920	63%	39%	34%	descartada
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Equatorial Energia S.A.	BRL	1.32	0.75	10,256	23,403	1,893	25,296	35,552	41%	29%	34%	0.59
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0.58	descartada	2,239	12,417	0	12,417	14,657	18%	15%	30%	descartada
Neoenergia S.A.	BRL	1.30	0.89	20,918	21,387	336	21,723	42,641	96%	49%	34%	0.54
Mediana		**1.19**	**0.76**						**43%**	**30%**	**34%**	**0.59**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	11.3%	x	30%	=	3.4%
Fondos Propios (6)	18.0%	x	70%	=	12.5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					16.0%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**16.00%**

WACC Tabla de Sensibilidad

Deuda / Capital \ Beta (reapalancada)	0.29	0.54	**0.79**	1.04	1.29
10%	11.8%	12.8%	13.8%	14.8%	15.8%
20%	13.0%	14.0%	14.8%	15.8%	16.8%
30%	14.0%	15.0%	**16.0%**	17.0%	18.0%
40%	15.3%	16.3%	17.0%	18.0%	19.0%
50%	16.3%	17.3%	18.3%	19.3%	20.3%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Electricidad (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	11.6%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Beta (Reapalancada) (B)	1.01	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**19.2%**	
Tasa de Referencia Local	13.6%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15.1%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11.3%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.77
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**1.01**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1.73	1.08	40,934	57,626	508	58,134	99,068	70%	41%	34%	1.18
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1.53	1.00	10,623	23,039	5	23,043	33,666	46%	32%	34%	1.17
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1.17	0.91	6,844	19,787	272	20,059	26,902	34%	25%	34%	0.96
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1.06	descartada	1,221,140	1,848,569	43,382	1,891,951	3,113,091	65%	39%	27%	0.72
CPFL Energia S.A.	BRL	1.30	0.75	14,139	37,506	286	37,792	51,931	37%	27%	34%	1.04
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1.03	0.63	1,975	18,721	328	19,049	21,024	10%	9%	34%	0.96
Enel Américas S.A.	USD	1.21	0.73	4,393	12,423	1,987	14,410	18,803	30%	23%	27%	0.99
Enel Chile S.A.	CLP	1.05	descartada	2,876,865	3,817,994	238,506	4,056,500	6,933,364	71%	41%	27%	0.69
Energisa S.A.	BRL	1.30	descartada	14,228	21,857	835	22,693	36,920	63%	39%	34%	0.92
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Equatorial Energia S.A.	BRL	1.32	0.75	10,256	23,403	1,893	25,296	35,552	41%	29%	34%	1.04
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0.58	descartada	2,239	12,417	0	12,417	14,657	18%	15%	30%	0.51
Neoenergia S.A.	BRL	1.30	0.89	20,918	21,387	336	21,723	42,641	96%	49%	34%	0.80
Mediana		**1.19**	**0.76**						**43%**	**30%**	**34%**	**0.94**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0.77**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	11.3%	x	30%	=	3.4%
Fondos Propios (7)	19.2%	x	70%	=	13.4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					16.8%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**16.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

	Beta (reapalancada)				
Deuda / Capital	0.51	0.76	**1.01**	1.26	1.51
10%	16.0%	17.3%	18.5%	19.8%	21.0%
20%	15.5%	16.5%	17.8%	18.8%	19.8%
30%	15.0%	16.0%	**16.8%**	17.8%	18.8%
40%	14.5%	15.3%	16.0%	16.8%	17.8%
50%	14.0%	14.5%	15.3%	16.0%	16.5%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Gas México (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.9%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	1.0%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	5.4%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.70	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9.3%**	
Tasa de Referencia Local	5.4%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6.9%	
Tasa impositiva (t)	30.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.52
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	30.0%
Beta (reapalancada)	**0.70**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	0.56
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	0.58
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.40
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.40
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.35
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.52**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	4.8%	x	34%	=	1.6%
Fondos Propios (6)	9.3%	x	66%	=	6.2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7.8%
Coste Promedio Ponderado de Capital en MXN (redondeado)					**7.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.20	0.45	**0.70**	0.95	1.20
Deuda / Capital	14%	6.3%	7.5%	8.8%	10.0%	11.0%
	24%	6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	34%	6.0%	7.0%	**7.8%**	8.8%	9.8%
	44%	5.8%	6.5%	7.3%	8.3%	9.0%
	54%	5.8%	6.3%	7.0%	7.5%	8.3%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Gas México (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1.9%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	1.0%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	5.4%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.91	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10.4%**	
Tasa de Referencia Local	5.4%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6.9%	
Tasa impositiva (t)	30.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.67
D/E Industria	50%
Tasa impositiva (t)	30.0%
Beta (reapalancada)	**0.91**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	34%
Fondos Propios / Capital (E)	66%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1.19	0.62	3,668	23,032	0	23,032	26,700	16%	14%	34%	1.08
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro - CEG	BRL	1.07	0.60	780	15,578	0	15,578	16,358	5%	5%	34%	1.03
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1.11	0.54	12,541,177	24,330,119	517,960	24,848,079	37,389,256	50%	34%	32%	0.82
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1.17	0.58	3,648	5,661	5	5,666	9,314	64%	39%	30%	0.81
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1.19	0.50	6,368,463	9,532,724	262,899	9,795,623	16,164,086	65%	39%	32%	0.82
Mediana		**1.11**	**0.60**						**50%**	**34%**	**32%**	**0.82**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0.67**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4.8%	x	34%	=	1.6%
Fondos Propios (7)	10.4%	x	66%	=	6.9%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8.6%
Coste Promedio Ponderado de Capital en MXN (redondeado)					**8.50%**

WACC Tabla de Sensibilidad

		Beta (reapalancada)				
		0.41	0.66	**0.91**	1.16	1.41
Deuda / Capital	14%	7.3%	8.5%	9.8%	10.8%	12.0%
	24%	7.0%	8.0%	9.0%	10.3%	11.3%
	34%	6.8%	7.8%	**8.5%**	9.5%	10.5%
	44%	6.5%	7.3%	8.0%	8.8%	9.5%
	54%	6.3%	6.8%	7.5%	8.0%	8.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Electricidad Panamá (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2.5%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	5.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	0.79	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9.3%**	
Tasa de Referencia Local	5.0%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6.4%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.59
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**0.79**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.52
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1.73	1.08	40,934	57,626	508	58,134	99,068	70%	41%	34%	0.73
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1.53	1.00	10,623	23,039	5	23,043	33,666	46%	32%	34%	0.77
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1.17	0.91	6,844	19,787	272	20,059	26,902	34%	25%	34%	0.74
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1.06	descartada	1,221,140	1,848,569	43,382	1,891,951	3,113,091	65%	39%	27%	descartada
CPFL Energia S.A.	BRL	1.30	0.75	14,139	37,506	286	37,792	51,931	37%	27%	34%	0.60
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1.03	0.63	1,975	18,721	328	19,049	21,024	10%	9%	34%	0.59
Enel Américas S.A.	USD	1.21	0.73	4,393	12,423	1,987	14,410	18,803	30%	23%	27%	0.60
Enel Chile S.A.	CLP	1.05	descartada	2,876,865	3,817,994	238,506	4,056,500	6,933,364	71%	41%	27%	descartada
Energisa S.A.	BRL	1.30	descartada	14,228	21,857	835	22,693	36,920	63%	39%	34%	descartada
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.54
Equatorial Energia S.A.	BRL	1.32	0.75	10,256	23,403	1,893	25,296	35,552	41%	29%	34%	0.59
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0.58	descartada	2,239	12,417	0	12,417	14,657	18%	15%	30%	descartada
Neoenergia S.A.	BRL	1.30	0.89	20,918	21,387	336	21,723	42,641	96%	49%	34%	0.54
Mediana		**1.19**	**0.76**						**43%**	**30%**	**34%**	**0.59**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	4.8%	x	30%	=	1.5%
Fondos Propios (6)	9.3%	x	70%	=	6.5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7.9%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**8.00%**

WACC Tabla de Sensibilidad

Deuda / Capital \ Beta (reapalancada)	0.29	0.54	**0.79**	1.04	1.29
10%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%
20%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%	9.3%
30%	6.0%	7.0%	**8.0%**	9.0%	9.8%
40%	6.5%	7.5%	8.5%	9.3%	10.3%
50%	7.0%	8.0%	9.0%	9.8%	10.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Electricidad Panamá (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de diciembre de 2020

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	12/31/2020	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2.5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2.5%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0.0%	
Tasa de Referencia Local	5.0%	
Beta (Reapalancada) (B)	1.01	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5.5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10.5%**	
Tasa de Referencia Local	5.0%	
Spread por riesgo crediticio	1.4%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6.4%	
Tasa impositiva (t)	25.0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4.8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0.77
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25.0%
Beta (reapalancada)	**1.01**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	1.00	0.77	13,612	18,219	3,237	21,456	35,068	63%	39%	25%	0.68
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1.73	1.08	40,934	57,626	508	58,134	99,068	70%	41%	34%	1.18
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1.53	1.00	10,623	23,039	5	23,043	33,666	46%	32%	34%	1.17
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1.17	0.91	6,844	19,787	272	20,059	26,902	34%	25%	34%	0.96
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1.06	descartada	1,221,140	1,848,569	43,382	1,891,951	3,113,091	65%	39%	27%	0.72
CPFL Energia S.A.	BRL	1.30	0.75	14,139	37,506	286	37,792	51,931	37%	27%	34%	1.04
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1.03	0.63	1,975	18,721	328	19,049	21,024	10%	9%	34%	0.96
Enel Américas S.A.	USD	1.21	0.73	4,393	12,423	1,987	14,410	18,803	30%	23%	27%	0.99
Enel Chile S.A.	CLP	1.05	descartada	2,876,865	3,817,994	238,506	4,056,500	6,933,364	71%	41%	27%	0.69
Energisa S.A.	BRL	1.30	descartada	14,228	21,857	835	22,693	36,920	63%	39%	34%	0.92
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1.09	0.67	12,740	35,852	4	35,856	48,597	36%	26%	34%	0.88
Equatorial Energia S.A.	BRL	1.32	0.75	10,256	23,403	1,893	25,296	35,552	41%	29%	34%	1.04
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0.58	descartada	2,239	12,417	0	12,417	14,657	18%	15%	30%	0.51
Neoenergia S.A.	BRL	1.30	0.89	20,918	21,387	336	21,723	42,641	96%	49%	34%	0.80
Mediana		**1.19**	**0.76**						**43%**	**30%**	**34%**	**0.94**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0.77**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4.8%	x	30%	=	1.5%
Fondos Propios (7)	10.5%	x	70%	=	7.4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8.8%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**8.75%**

WACC Tabla de Sensibilidad

Deuda / Capital \ Beta (reapalancada)	0.51	0.76	**1.01**	1.26	1.51
10%	6.0%	7.0%	7.8%	8.8%	9.8%
20%	6.5%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
30%	7.0%	7.8%	**8.8%**	9.8%	10.8%
40%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%	11.3%
50%	7.8%	8.8%	9.8%	10.8%	11.8%

Notas:

(1) BARRA Betas a diciembre de 2020.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

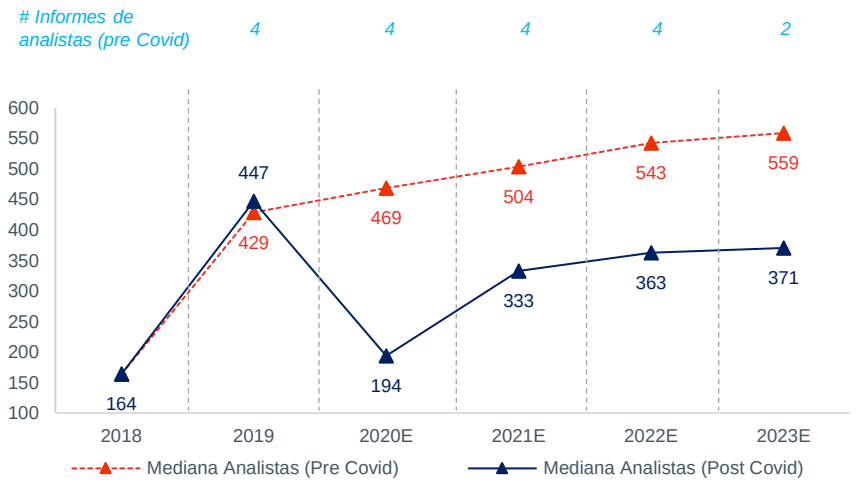
12 Anexos

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas
12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo
12.C. Compañías Comparables Cotizadas
12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid
12.E. Anexos del Modelo de Valoración
12.F. Soporte Estimativas Analistas
12.G. Nota importante

Comparativa de EBITDAs de analistas pre y post Covid-19

Comercialización Gas, Electricidad y Servicios

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA post Covid-19 de los analistas han sufrido una reducción significativa en comparación con las previsiones pre Covid-19, principalmente debido al impacto de la pandemia en los precios y la demanda de gas y electricidad.

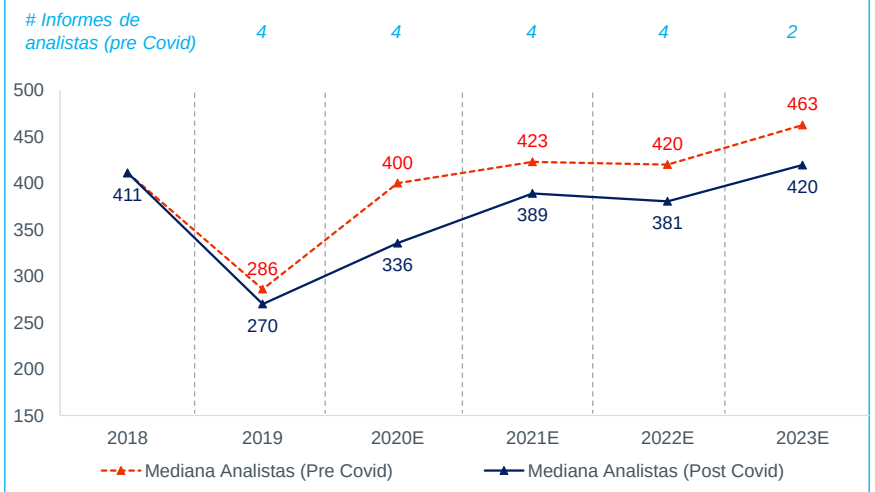
La pandemia ha generado importantes desafíos a las actividades del negocio e introducido un alto nivel de incertidumbre en la economía. El parón generalizado en la economía ha tenido un impacto significativo en la evolución de la demanda de gas y electricidad en España.

En las previsiones post Covid-19, se estima una recuperación gradual del EBITDA entre 2020 y 2023, pero aún significativamente más bajo que lo que se esperaba anteriormente.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Generación Europa

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 han sufrido una reducción significativa comparado con las previsiones pre Covid-19, debido principalmente al impacto de la pandemia en los márgenes y volúmenes de la línea de negocio.

Las previsiones de los analistas post Covid-19 esperan un entorno aún más desafiante para las actividades liberalizadas de generación en Europa.

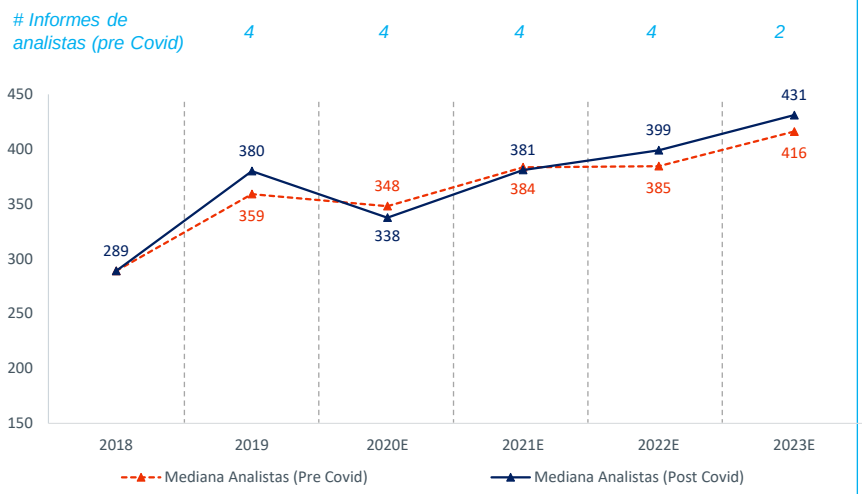
No obstante, se estima una recuperación paulatina del EBITDA entre el 2021 y el 2023, aunque en general por debajo de la visión pre Covid-19. Esta expectativa puede verse mejorada en función de la capacidad instalada, la transición energética y la mejora en los márgenes en España.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Comparativa de EBITDAs de analistas pre y post Covid-19

Generación Internacional

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



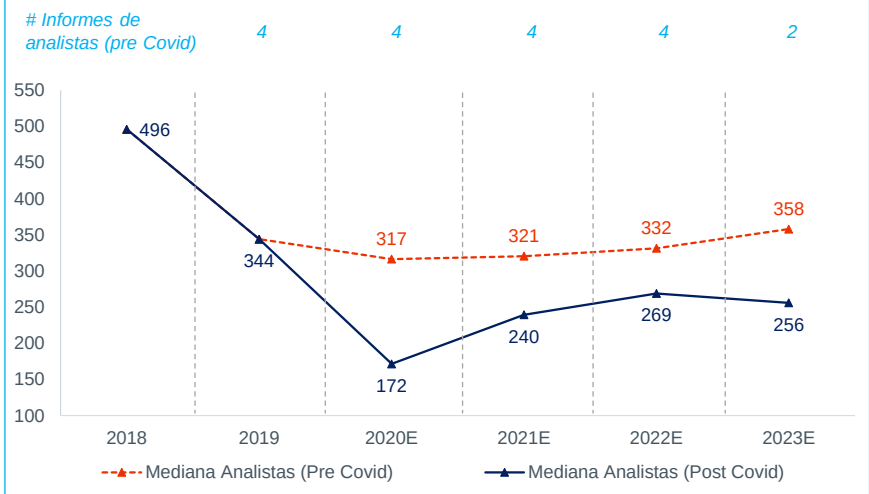
Las proyecciones de analistas pre y post Covid-19 se encuentran alineadas. El impacto del Covid se ha visto compensado principalmente con el incremento de los MW instalados en Australia (+180MW) y Chile (+310MW). El impacto del Covid-19 se aprecia principalmente en:

- la caída en el crecimiento del PIB esperado (-5,5 p.p. y -8,1 p.p. para México y el resto de países respectivamente); y
- la depreciación general de las monedas de los países donde opera la línea de negocio respecto del euro.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

GNL Internacional

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 han sufrido una reducción significativa comparado con las previsiones pre Covid-19, debido principalmente a la bajada en el precio del gas y en la demanda global de GNL.

En las proyecciones post Covid-19, se estima una recuperación paulatina del EBITDA durante el 2021 y 2022, marcada por la renegociación de contratos de aprovisionamiento y venta de GNL, los cuales darán lugar a una mejora en los márgenes de esta línea de negocio.

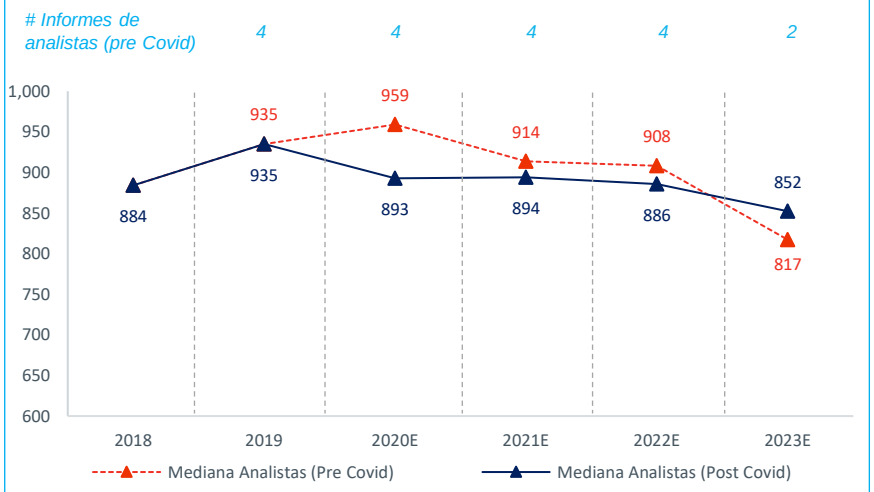
De 2022 a 2023 se mantienen los niveles, con lo que no se espera una recuperación a niveles pre Covid-19 a medio-plazo. Esta expectativa puede verse mejorada en función de la renegociación y flexibilidad de los contratos.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Comparativa de EBITDAs de analistas pre y post Covid-19

Redes Gas España

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 han sufrido una reducción en comparación con las perspectivas pre Covid-19. Esto se debe principalmente al impacto de la pandemia en el mercado industrial.

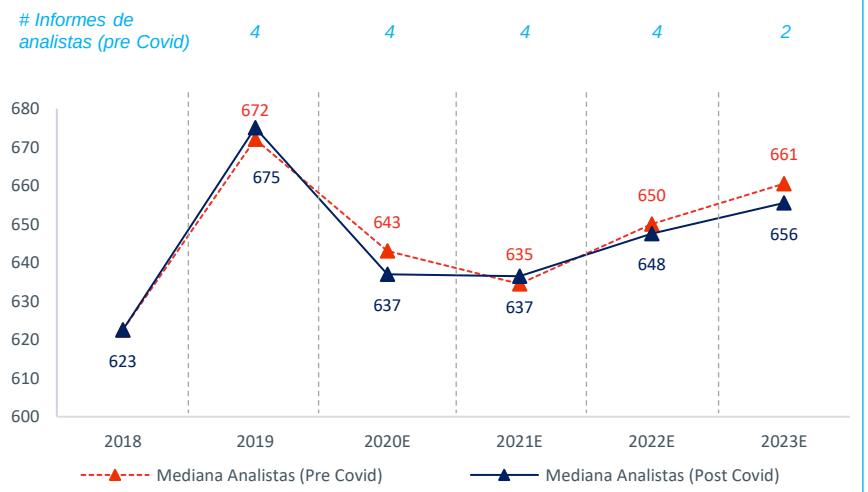
Tras la pandemia ha habido un incremento tanto en el número de puntos de conexión, como en el tamaño / extensión de la red. Independientemente de que este crecimiento sea marginal, ayuda a soportar el hecho de una previsión de EBITDA para los últimos años del periodo proyectado por encima de las estimaciones pre Covid-19.

El impacto económico de la pandemia también se pude apreciar en una bajada tanto en los crecimiento de inflación como del PIB, los cuales han sufrido una recorte de aproximadamente un 13,0% (absoluto) comparado con las expectativas pre Covid-19.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Redes Electricidad España

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 se mantienen en línea con las previsiones pre Covid-19. Las estimaciones a largo plazo a partir de 2022 post Covid-19 son ligeramente inferiores a las estimaciones pre Covid-19.

En diciembre de 2019, el regulador aprobó un nuevo régimen de retribución financiera que rebajó la tasa de retribución del 6,5% al 5,6%. Esta disminución, junto con la reducción de las tasas en las revisiones de contadores, a causa del Covid-19, explican la desviación de las proyecciones de EBITDA en comparación con las expectativas de 2019A.

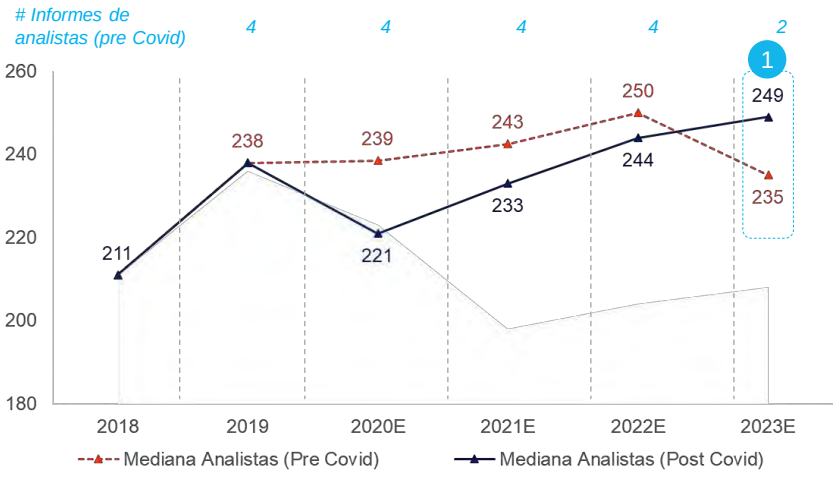
A pesar del aumento en puntos de suministro, el crecimiento marginal de unos 50 puntos básicos está en línea con el crecimiento histórico.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Comparativa de EBITDAs de analistas pre y post Covid-19

Chile Gas

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



La evolución de las previsiones en Chile Gas se ha visto fuertemente marcada por el efecto del Covid-19. Con una caída pronunciada en el 2020, debido a la caída en la demanda de gas, aunque compensada parcialmente por la indexación de las tarifas.

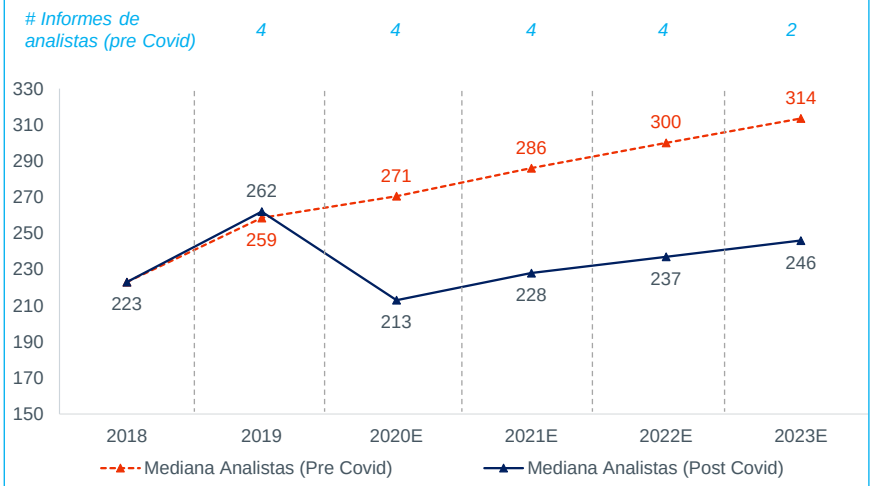
Sin embargo, se espera que durante el periodo 2021-2022 el EBITDA se recupere gradualmente, alcanzando niveles muy cercanos previos al Covid-19.

1 El incremento de 2023E viene dado por la disminución del número de proyecciones de analistas para el periodo. Principalmente uno de los analistas (JP Morgan), ubicado en el rango alto de la muestra, deja de emitir proyecciones para el 2023.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Brasil Gas

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 han sufrido una reducción significativa comparado con las previsiones pre Covid-19, debido principalmente a la fuerte depreciación de la moneda brasileña en 2020, que no se espera se recupere en los próximos años, así como el impacto de la pandemia en la demanda de gas.

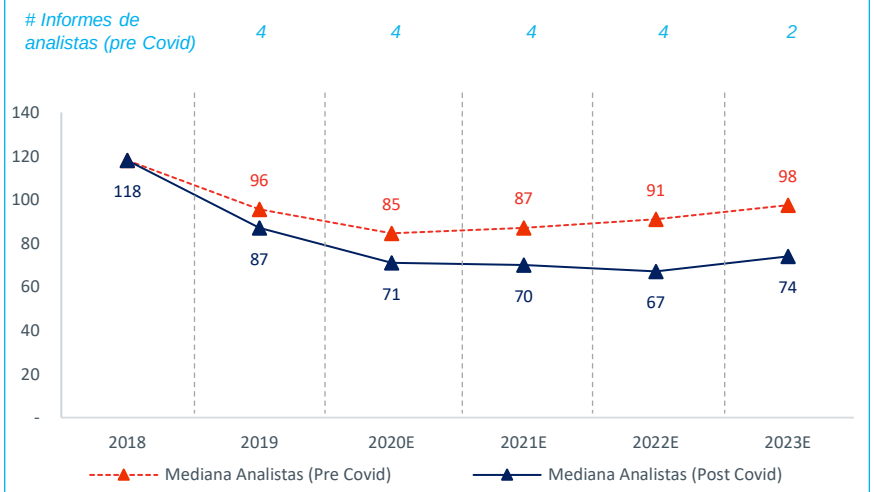
En las proyecciones post Covid-19, se estima una recuperación paulatina del EBITDA a partir del 2020, marcada por una mejora en los márgenes de la línea de negocio y la demanda de gas en el país a medida que la pandemia causada por el Covid-19 mejore, aunque insuficiente para compensar el efecto del tipo de cambio en el corto-medio plazo.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Comparativa de EBITDAs de analistas pre y post Covid-19

Argentina Gas y Electricidad

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 han sufrido una disminución importante en comparación con las previsiones pre Covid-19, debido principalmente a la disminución de la demanda y al impacto económico en el tipo de cambio a causa de la pandemia y de la crisis macroeconómica que atraviesa el país, causando una disminución de €14m en los beneficios del ejercicio de 2020.

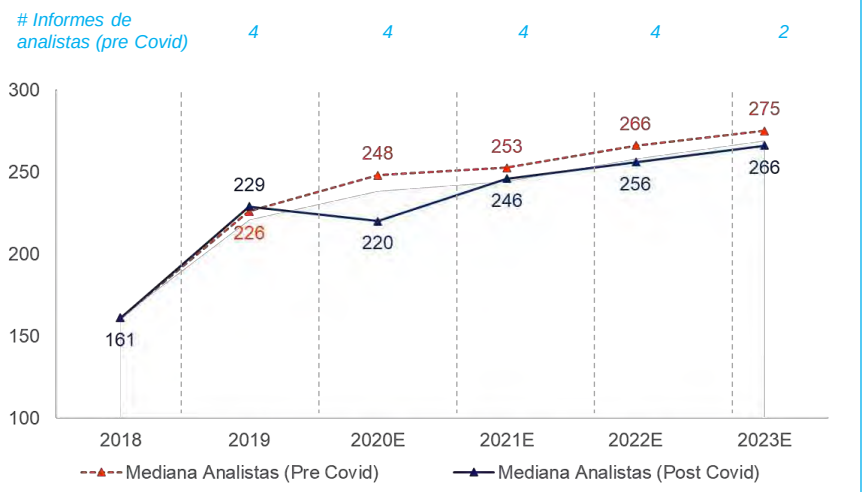
Tanto los puntos de suministro como la red global han aumentado a lo largo de 2020, reduciendo el impacto de la disminución de demanda a causa de la pandemia.

En comparación con los niveles pre Covid-19, los volúmenes de energía vendida (GWh) post Covid han sufrido un decrecimiento del 11,1% en 2020.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

México Gas

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 han sufrido una reducción significativa comparado con las previsiones pre Covid-19, debido principalmente a la bajada de la demanda de gas, aunque parcialmente compensada por la actualización de las tarifas y la mejora de márgenes.

En las proyecciones post Covid-19, se estima una recuperación del EBITDA en el periodo 2021, tras la mejora de la demanda de gas, aunque ligeramente por debajo de las previsiones pre Covid-19.

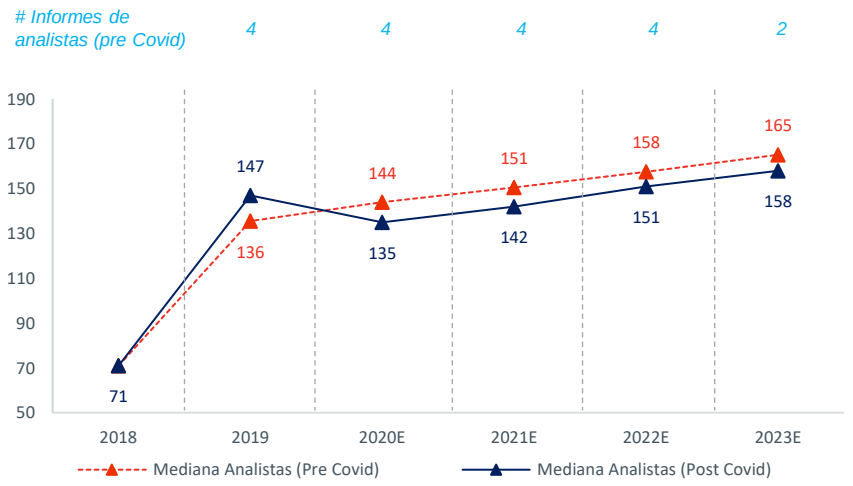
Respecto a los periodos 2022 a 2023, la evolución en ambos periodos es muy similar aunque no se espera el EBITDA alcance la previsión inicial pre Covid-19 a medio plazo.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

Comparativa de EBITDAs de analistas pre y post Covid-19

Panamá Electricidad

Comparativa de EBITDAs de Analistas pre y post Covid-19 (€mm)



Las previsiones de EBITDA de los analistas post Covid-19 están relativamente en línea con las previsiones pre Covid-19.

Los indicadores macroeconómicos se mantienen relativamente estables en comparación con los previstos pre Covid-19.

Fuente: Thomson Estimates, Capital IQ y análisis de D&P.

12 Anexos

12.A. Selección del Grupo de Comparables Cotizadas
12.B. Estructura de apalancamiento del Grupo
12.C. Compañías Comparables Cotizadas
12.D. Certificado de la Bolsa de Madrid
12.E. Anexos del Modelo de Valoración
12.F. Soporte Estimativas Analistas
12.G. Nota importante

Nota Importante

A continuación detallamos un listado de notas importantes a tener en consideración, alguna de las cuales ya han sido mencionadas a lo largo del presente Informe:

- Este Informe solo debe ser leído junto con nuestra Carta de Valoración de fecha 1 de julio de 2021.
- El Informe contiene información suministrada a Duff & Phelps por IFM en el contexto de la oferta de adquisición de las acciones de Naturgy, la Transacción Propuesta (tal y como se define en la Carta de Valoración adjunta). En el contexto del procedimiento de aprobación de la Transacción Propuesta, IFM nos ha solicitado la preparación del Informe. Dicho Informe, ha sido redactado de acuerdo a los criterios del artículo 137.2 de la LMV.
- La información utilizada en la preparación del presente Informe se obtuvo de diferentes fuentes públicas, financieras y de la industria. No se otorga ninguna declaración ni garantía, expresa o implícita, sobre la veracidad o integridad de dicha información y nada de lo aquí contenido debe considerarse como una declaración en relación con el pasado ni el futuro. Duff & Phelps no ha llevado a cabo, ni se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada. Duff & Phelps no ha tenido acceso al consejo de administración ni a la Dirección de Naturgy, y no ha recibido ninguna información o proyecciones financieras de ninguno de ellos.
- Debido a que el Informe ha sido preparado para su utilización en el contexto mencionado anteriormente, Duff & Phelps no asume ninguna responsabilidad en relación con la exactitud o integridad de nuestro Informe frente a otras partes distintas de IFM.
- Ninguna de las compañías y transacciones seleccionadas que han sido utilizadas en nuestro análisis es directa y totalmente comparable a la Compañía. En cualquier caso, se han considerado las más relevantes y similares para el propósito de nuestro trabajo.
- Nuestra Valoración i) no aborda el fondo de la decisión empresarial subyacente del Oferente de llevar a cabo la Transacción Propuesta; ii) no constituye una recomendación sobre cómo el Oferente o cualquier otro accionista de la Compañía debería votar o actuar en relación con ninguna cuestión relacionada con la OPA o sobre si proceder con la OPA o cualquier otra operación, y iii) por lo tanto, no presenta ninguna obligación fiduciaria por parte de Duff & Phelps con ninguna parte.
- La Valoración se facilita exclusivamente para el uso y en beneficio de IFM en relación con su consideración de la Transacción Propuesta y la misma deberá considerarse como confidencial y no podrá ser utilizada por ninguna otra persona, sin el consentimiento expreso de Duff & Phelps. No obstante, Duff & Phelps acepta que el Informe final y la carta de Valoración se mencionen y se incorporen como un anexo a los documentos de la oferta formulada por el Oferente o en cualesquiera documentos que deban ser divulgados o comunicados públicamente en cumplimiento de la legislación aplicable y que una copia del Informe se adjunte como anexo a la documentación de la oferta del Oferente. El Informe constituye el material de apoyo sobre el que Duff & Phelps ha realizado la Valoración. Duff & Phelps no asume ninguna responsabilidad en lo relacionado a la actualización o revisión de la información proporcionada en el Informe en función de las circunstancias, desarrollos o eventos que ocurran después de dicha fecha.

DUFF & PHELPS
A KROLL BUSINESS

Sobre Duff & Phelps, un Negocio de Kroll

Durante casi 100 años, Duff & Phelps ha ayudado a sus clientes a tomar decisiones confiables en las áreas de valoración, bienes inmuebles, impuestos y precios de transferencia, disputas, asesoramiento en fusiones y adquisiciones y otras transacciones corporativas. Para más información, visite www.duffandphelps.com.

Sobre Kroll

Kroll es el principal proveedor mundial de servicios y productos digitales relacionados con el buen gobierno corporativo, la gestión de riesgos y la transparencia. Trabajamos con clientes de diversos sectores en las áreas de valoración, servicios profesionales, investigaciones, ciberseguridad, finanzas corporativas, reestructuraciones, soluciones legales y comerciales, análisis de datos y cumplimiento normativo. Nuestra firma cuenta con cerca de 5.000 profesionales en 30 países y territorios alrededor del mundo. Para más información, visite www.kroll.com.

Duff & Phelps Securities, LLC proporciona servicios de asesoramiento en fusiones y adquisiciones, obtención de capital y asesoramiento en el mercado secundario en los Estados Unidos. Miembro FINRA / SIPC. Pagemill Partners es una división de Duff & Phelps Securities, LLC. Los servicios de asesoramiento en fusiones y adquisiciones, obtención de capital y asesoramiento en el mercado secundario en el Reino Unido son proporcionados por Duff & Phelps Securities Ltd. (DPSL), que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera. Los servicios de asesoramiento de valoración en la India son proporcionados por Duff & Phelps India Private Limited bajo una licencia de banquero comercial de categoría 1 emitida por la Junta de Bolsa y Valores de la India.

© 2021 Kroll, LLC. Todos los derechos reservados. Duff & Phelps es un nombre comercial para Kroll, LLC y sus filiales.

IFM Investors Pty Ltd

Informe Complementario relativo a la Valoración independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

27 de agosto de 2021

DUFF & PHELPS
A KROLL BUSINESS

IFM Investors Pty Ltd

Level 29 Casselden Place

2 Lonsdale Street

Melbourne VIC 3000

Australia

Estimados/as Señores/as,

Según ustedes nos han solicitado, emitimos el siguiente informe (el “Informe Complementario”) que complementa el trabajo y las conclusiones recogidas en el informe de valoración (el “Informe”), que emitimos el pasado 1 de julio de 2021 en calidad de experto independiente sobre Naturgy Energy Group, S.A. (“Naturgy”), en relación con la oferta pública de adquisición (la “OPA” o la “Oferta”) formulada el 26 de enero de 2021 por Global InfraCo O (2) S.à.r.l. (el “Oferente”), tal y como se describe en el Informe. El Informe fue preparado de cara a proporcionar una valoración independiente de conformidad con lo previsto en el artículo 137 de la LMV.

El objetivo del Informe Complementario contempla los procedimientos adicionales realizados de cara a considerar la información pública relevante que ha sido proporcionada al mercado, en particular el plan estratégico 2021-2025 presentado por Naturgy (el “Nuevo Plan Estratégico”), así como los resultados del primer semestre de 2021 y otros análisis complementarios, con el propósito de cuantificar el posible impacto en valor de los mismos. Este Informe Complementario debe ser interpretado y analizado junto con el Informe de Valoración emitido el 1 de julio de 2021, y está sujeto a las mismas consideraciones que se expresan en el Informe.

Respetuosamente,

Duff & Phelps, S.LU.

Por Javier Zoido, Managing Director

Índice de contenidos

1 INTRODUCCIÓN

Introducción…… 4

2 NUEVO PLAN ESTRATÉGICO 2021-2025

Nuevo Plan Estratégico 2021-2025…… 6

3 IMPACTO EN VALOR DEL NUEVO PLAN ESTRATÉGICO

3.i. Impactos en *Pipeline* de Renovables…….. 12
3.ii. Impactos en Redes…… 22
3.iii. Impactos en GNL Internacional…….. 26
3.iv. Impactos en *Supply*…….. 28
3.v. Proyecciones financieras actualizadas…….. 30

4 OTROS POSIBLES IMPACTOS

4.i Deuda financiera neta y valor teórico contable…….. 33
4.ii Tasas de descuento (WACC)…….. 36
4.iii Intereses minoritarios…… 42
4.iv Múltiplos de compañías comparables cotizadas y transacciones…….. 44

5 CONCLUSIÓN 61

6 ANEXOS

Anexos de soporte…….. 67

Sus contactos de Duff & Phelps, a Kroll Business para cualquier pregunta relacionada con este Informe Complementario son:

Javier Zoido
Managing Director (Iberia VAS Leader)
Tel +34 910 389 010
javier.zoido@duffandphelps.com
javier.zoido@kroll.com

Jeffrey Schiedemeyer
Managing Director
jeff.schiedemeyer@duffandphelps.com

Eraj Weerasinghe
Managing Director
eraj.weerasinghe@duffandphelps.com

Ezequiel Botella
Director
ezequiel.botella@duffandphelps.com

Francisco Micheloto
Vice President
francisco.micheloto@duffandphelps.com

Manuel Rodrigues
Vice President
manuel.rodrigues@duffandphelps.com

1 Introducción

Introducción

Nueva información pública

Desde la fecha de emisión del Informe a la fecha de emisión del Informe Complementario, se ha publicado la siguiente información financiera relevante con respecto a Naturgy:

- Resultados del primer semestre de 2021 presentados el 28 de julio de 2021.
- Plan Estratégico 2021-2025 ("Nuevo Plan Estratégico"), aprobado por el Consejo de Administración de Naturgy el 27 de julio de 2021, el cual fue presentado al mercado el 28 de julio de 2021.

Al igual que en el Informe emitido el 1 de julio de 2021, de cara al Informe Complementario tampoco se ha tenido acceso a otra información diferente a la información pública. Si bien el Nuevo Plan Estratégico no cuenta con un nivel de granularidad suficiente para hacer un análisis detallado por línea de negocio, consideramos que la información pública es suficiente para realizar de forma razonable la actualización presentada en este Informe Complementario.

Análisis del Informe Complementario

Hemos realizado un análisis de esta nueva información relevante y realizado una serie de análisis adicionales con el objeto de estimar el posible impacto en el rango de valor de Naturgy de acuerdo a las reglas de valoración contenidas en el artículo 137.2 de la LMV.

Los análisis realizados para la estimación del posible impacto en el rango de valor de Naturgy han sido:

- Análisis del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 de Naturgy presentado al mercado el 28 de julio de 2021;
- Comparativa de las principales cifras financieras de nuestras proyecciones financieras con respecto a las estimaciones del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025;
- Actualización de las proyecciones financieras presentadas en el Informe atendiendo a la información contenida en el Nuevo Plan Estratégico y nuestro análisis independiente;

Análisis del Informe Complementario (cont.)

- Actualización de la valoración por descuento de flujos de caja atendiendo a las proyecciones financieras actualizadas, la posición financiera neta ajustada resultante del balance a 30 de junio de 2021 y otras hipótesis de valoración;
- Actualización de la valoración por el método del valor teórico contable de acuerdo al balance a 30 de junio de 2021;
- Actualización a 31 de julio de 2021 de las tasas de descuento utilizadas en la valoración por descuento de flujos de caja;
- Actualización del período parcial y factor de descuento a 30 de junio de 2021;
- Actualización de las proyecciones macroeconómicas para España a julio de 2021 y contraste del resto de proyecciones macroeconómicas y de mercado del Informe siguen siendo vigentes a fecha actual;
- Actualización de la posición financiera neta a 30 de junio de 2021;
- Actualización de las tasas de cambio "spot" a 31 de julio de 2021 utilizadas de cara a convertir a euros ciertos negocios valorados en moneda local;
- Actualización del análisis de múltiplos de compañías comparables cotizadas a 31 de julio de 2021; y
- Actualización del análisis de múltiplos de transacciones a 31 de julio de 2021.

Como mencionamos arriba, se está realizando una valoración con fecha de referencia 30 de junio de 2021 que concuerda con los últimos estados financieros disponibles. En cualquier caso, las tasas de descuento se han actualizado a 31 de julio de 2021 y se ha tenido en cuenta la información hecha pública a 28 de julio de 2021. Por lo tanto, si bien la fecha de referencia del 30 de junio de 2021 es la fecha de valoración actualizada ("Fecha de Valoración") a efectos del Informe Complementario, las conclusiones son válidas a la fecha de emisión de este Informe Complementario. Como conclusión de este Informe Complementario, se presenta un análisis conjunto que tiene como objetivo principal proporcionar un resumen de todos los potenciales cambios en el rango de valoración de Naturgy, que como mencionamos anteriormente, es válido a la fecha de emisión de este Informe Complementario.

2 Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

Premisas del Nuevo Plan Estratégico

El Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 presentado por la dirección de Naturgy se enfoca en 5 pilares estratégicos fundamentales:

- **"Growth"** – Crecimiento mayoritariamente orgánico, enfocado en la transición energética y con planes oportunísticos de rotación de activos para acelerar la transformación de Naturgy;
- **"Focus"** – Renovables y Redes con una apuesta en geografías y marcos regulatorios estables;
- **"Best-in-class"** – Desarrollo continuo y aumentar la presencia digital con una nueva relación con el cliente;
- **"ESG"** – Prioridad de alineamiento con los objetivos de desarrollo sostenible con objetivos tangibles para mantener compromisos; y
- **"Culture"** – Aumentar la pasión de los empleados, solidificando los valores fundamentales y alineamiento con los *stakeholders.*

Como conclusión, estos 5 pilares del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 se trasladan en los siguientes objetivos de inversión:

Capex Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

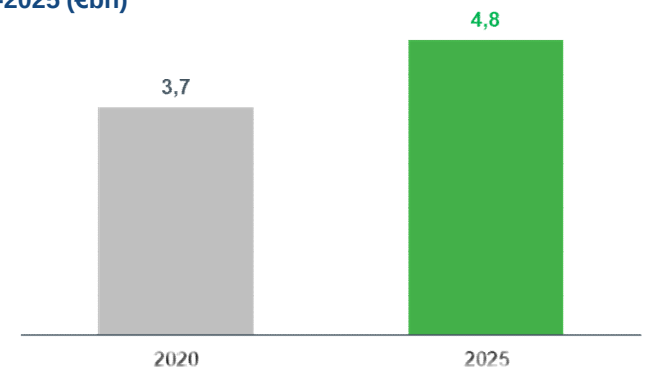
Fuente: Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

La Compañía espera invertir €14bn hasta 2025, destinando aproximadamente un c. 62% a renovables, 29% en Redes y el restante en los demás segmentos. En relación a la inversión en renovables, la Compañía espera invertir a un ritmo medio de €1,73bn por año en el periodo 2021-2025. La mayoría de estas inversiones se materializarán en la segunda mitad de ese periodo. En cuanto al negocio de *Supply*, la inversión media anual se ha doblado de c. €70mm en el periodo 2018-2020 a c. €140mm entre 2021 y 2025 según el Nuevo Plan Estratégico.

Premisas del Nuevo Plan Estratégico (cont.)

Los planes de inversión de la Compañía se traducen en una expectativa de incremento de los principales indicadores de rentabilidad. La Compañía espera poder alcanzar un EBITDA en 2025 de €4,8bn.

EBITDA ordinario 2020 vs. 2025 Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 (€bn)



Fuente: Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

Adicionalmente, la Compañía proporciona en su Nuevo Plan Estratégico las siguientes estimaciones de EBITDA y Capex por segmento:

EBITDA ordinario y Capex por segmento

	EBITDA			Capex Total
€mm	2020	2025	TCAC	2021-2025
Renewables	362	990	22,0%	8.700
Networks	2.467	2.730	2,0%	4.100
Energy Management	579	470	(4,0%)	500
Supply	359	650	13,0%	700
Resto (2)	-53	-40	(5,5%)	n.a.
Total	**3.714**	**4.800**	**5,1%**	**14.000**

Fuente: Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

(1) Por su nomenclatura en inglés (€1bn igual a €1.000mm).

(2) Ajuste "Resto" con el fin de reconciliar con el EBITDA del Grupo mostrado en el Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 Naturgy en 2025 y con las CCAA en 2020.

Resultados 1S 2021

Resultados del 1S 2021

A continuación se muestran los resultados de la Compañía del primer semestre de 2021 publicados el 28 de julio de 2021:

Cuenta de pérdidas y ganancias

		Reportado			Ordinario		
	(€mm)	1S21	1S20	Variación	1S21	1S20	Variación
1	Importe neto de la cifra de negocios	9.130	7.779	17,4%	9.125	7.779	17,3%
	Aprovisionamientos	-6.331	-5.070	24,9%	-6.332	-5.070	24,9%
	Margen Bruto	**2.799**	**2.709**	**3,3%**	**2.793**	**2.709**	**3,1%**
	Gastos operativos	-451	-381	18,4%	-422	-381	10,8%
	Gastos de personal	-609	-520	17,1%	-309	-355	-13,0%
	Trabajos para el inmovilizado	39	28	39,3%	39	28	39,3%
	Otros gastos operativos	91	85	7,1%	77	84	-8,3%
	Tributos	-191	-177	7,9%	-219	-177	23,7%
2	**EBITDA**	**1.678**	**1.744**	**-3,8%**	**1.959**	**1.908**	**2,7%**
	Otros Resultados	106	15	-	0	0	0,0%
	Amortizaciones y pérdidas por deterioro	-729	-743	-1,9%	-707	-743	-4,8%
	Deterioro de crédito por pérdidas crediticias	-52	-79	-34,2%	-52	-79	-34,2%
	EBIT	**1.003**	**937**	**7,0%**	**1.200**	**1.086**	**10,5%**
	Resultado financiero	-236	-242	-2,5%	-241	-242	-0,4%
	Resultado método de participación	33	3	-	33	3	-
	Resultado antes de impuestos	**800**	**698**	**14,6%**	**992**	**847**	**17,1%**
	Impuesto sobre beneficios	-204	-159	28,3%	-259	-195	32,8%
	Resultado operaciones interrumpidas	51	-32	-	0	0	0,0%
	Participaciones no dominantes	-163	-173	-5,8%	-176	-176	0,0%
3	**Resultado Neto**	**484**	**334**	**44,9%**	**557**	**476**	**17,0%**

Fuente: Informes semestrales de la Compañía

Resultados del 1S 2021 (cont.)

1. El **importe neto de la cifra de negocios** ordinaria del 1S21 asciende a €9.125mm y registra un incremento del 17,3% respecto al mismo período del año anterior principalmente como resultado de la mayor demanda y evolución positiva de los precios de la energía, con un impacto positivo en las actividades de Gestión de la energía y Comercialización.

2. Mientras que el **EBITDA** consolidado ordinario del 1S21 alcanzó los €1.959mm, con un incremento del 2,7% respecto al mismo período del año anterior (un 14% menos comparado con el primer semestre de 2019, antes del brote de Covid-19), el EBITDA reportado cayó un 3,8% en 1S21 con respecto al 1S20.

3. El **resultado neto** ordinario consolidado del 1S21 asciende a €557mm, un 17,0% superior si comparamos con el mismo período del año anterior. Sin embargo, es un 20% menos comparado con el 1S19, antes del brote de Covid-19.

Proyecciones financieras del Informe vs. Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

Comparativa con las proyecciones financieras del Informe

Hemos realizado una comparación de las cifras financieras a nivel EBITDA y Capex de las proyecciones financieras utilizadas en el Informe con el Nuevo Plan Estratégico 2021-2025. Como se menciona en el Informe, en la publicación de los resultados de 2020, Naturgy ha cambiado la estructura de reporte respecto a las diferentes líneas de negocio, siendo que nuestra Valoración sigue la estructura previa. Adicionalmente, el Nuevo Plan Estratégico proporciona estimaciones financieras solamente para los grandes segmentos (Renovables, Redes, Gestión de la Energía, y *Supply*), no desglosando entre las diferentes líneas de negocio que componen cada segmento. Por tanto, es importante considerar que no es posible realizar una comparación directa y precisa del EBITDA por línea del Nuevo Plan Estratégico de Naturgy y nuestras proyecciones financieras, siendo el único segmento donde se podría hacer una comparación relativamente más exacta el de Redes.

EBITDA 2021-2025

Naturgy, en su presentación de resultados del primer semestre de 2021, estima que el EBITDA ordinario se situará entre €3.900mm y €4.000mm, lo que tras considerar los €400mm esperados en este año en costes de restructuración, situaría el EBITDA entre €3.500mm y €3.600mm, unos €150mm por debajo de la estimación en nuestro Informe de €3.698mm (en su punto medio).

Con respecto a las estimaciones de EBITDA para 2025, tal y como se explica en el Informe, nuestras proyecciones financieras incluían dos escenarios en el área de Generación Europa. En ambos escenarios se consideraba sólo la contribución de los activos existentes y, si bien no se consideraba el EBITDA de nuevos activos en renovables, tampoco teníamos en cuenta la salida de caja relacionada con esas inversiones. A nivel consolidado nuestras proyecciones financieras consideran un EBITDA en 2025 en el rango alto de €4.082mm y en el rango bajo de €3.984mm, y por lo tanto un punto medio de €4.033mm. Este EBITDA no asumía ningún tipo de Capex de expansión en renovables, como mencionamos anteriormente.

Comparativa con las proyecciones financieras del Informe (cont.)

Por otra parte, Naturgy en su Nuevo Plan Estratégico espera alcanzar un EBITDA de €4.800mm en 2025. Como se puede ver en la tabla que mostramos abajo, la diferencia principal viene motivada por la inversión en renovables, ya que €630mm proceden de este área.

EBITDA 2025 Nuevo Plan Estratégico vs. Informe de Duff & Phelps (€mm)

Informe de Duff & Phelps – 1 de julio de 2021	
Rango Alto	4.082
Rango Bajo	3.984
Punto Medio	4.033
Nuevo Plan Estratégico 2021-2025	**4.800**
Diferencia vs. Punto Medio D&P	**767**
del cuál Renovables	630
Diferencia Remanente EBITDA 2025	**137**

Fuente: Análisis Duff & Phelps

Nota: Ver la página 32 para la comparativa de EBITDA en 2025 entre el Nuevo Plan Estratégico y las Proyecciones Financieras del Informe Complementario.

Por tanto, las principales diferencias entre las proyecciones financieras de nuestro Informe y las del Nuevo Plan Estratégico son:

- Las proyecciones financieras del Nuevo Plan Estratégico asumen un EBITDA para 2021 unos €150mm por debajo de la estimación en nuestro Informe;
- El Nuevo Plan Estratégico asume alrededor de €630mm más de EBITDA y €8.700mm más de inversión en renovables y nuevos negocios en 2025;
- El Nuevo Plan Estratégico considera unas proyecciones mayores en Redes y *Supply* (aunque la comparación para *Supply* no sea directa por las diferencias de *reporting*); y
- El Nuevo Plan Estratégico considera unas proyecciones menores en GNL Internacional por la estrategia de *downsizing*.

Como mencionado anteriormente, para las otras líneas de negocio la comparativa no es posible hacerla de forma exacta debido a las diferencias en *reporting* mencionadas anteriormente.

Proyecciones financieras del Informe vs. Nuevo Plan Estratégico 2021-2025

Comparativa con las proyecciones financieras del Informe (cont.)

Capex 2021-2025

Hemos tratado de comparar las inversiones acumuladas desde 2021 hasta 2025 entre las proyecciones financieras consideradas en nuestro Informe y las expectativas y proyecciones de la Dirección en su Nuevo Plan Estratégico 2021-2025.

Naturgy, en su Nuevo Plan Estratégico espera invertir unos €14.000mm entre 2021 y 2025. Como se puede apreciar en la tabla siguiente, la principal diferencia con las inversiones consideradas en nuestro Informe viene motivada por la inversión en renovables.

Capex Nuevo Plan Estratégico vs. Informe de Duff & Phelps (€mm)	
Informe de Duff & Phelps – 1 de julio de 2021	
Capex Acumulado	4.955
Nuevo Plan Estratégico 2021-2025	**14.000**
Diferencia vs. Punto Medio D&P	**9.045**
del cuál Renovables y Nuevos Negocios	8.700
Diferencia Remanente Capex Acumulado 2025	**345**

Fuente: Análisis Duff & Phelps

Nota: Ver la página 32 para la comparativa de Capex entre el Nuevo Plan Estratégico y las Proyecciones Financieras del Informe Complementario.

De la misma forma, Naturgy presenta, en sus resultados del primer semestre de 2021, una inversión en activo fijo de €413mm, la cual estaría por debajo de la inversión considerada en nuestras proyecciones financieras de €943mm para todo el 2021 (excluyendo el Capex relativo a planes de crecimiento en renovables). Estimamos una inversión superior en la segunda mitad del año de 2021 en comparación con el primer semestre.

Actualización de nuestras proyecciones financieras

Tal y como hemos mencionado en el Informe Complementario, hemos analizado el Nuevo Plan Estratégico y hemos considerado varios aspectos en las proyecciones financieras actualizadas. Algunos de estos aspectos se han considerado en su totalidad, mientras que otros se han considerado de forma parcial o no nos han llevado a modificar las proyecciones financieras. A continuación resumimos estos aspectos:

- Inversión en Renovables: De cara a reflejar los objetivos de inversión evidenciados en el Nuevo Plan Estratégico, hemos procedido a actualizar las proyecciones financieras del segmento de *Pipeline* de Renovables. Si bien en nuestro Informe consideramos válida la opción de valorar la Compañía de acuerdo a los activos de generación existentes, dadas las explicaciones del Nuevo Plan Estratégico en relación a la expansión en renovables, hemos tenido en cuenta las mismas. Para más detalle, ver sección 3.i;
- Redes: Actualización de las proyecciones financieras del segmento de Redes España y Redes LatAm (México Gas) de cara a aproximarnos al Nuevo Plan Estratégico, si bien es cierto que nuestras proyecciones revisadas quedan ligeramente por debajo, de manera agregada en el segmento Redes, al mencionado en el Nuevo Plan Estratégico. Por otro lado, nuestras proyecciones de Capex también quedan por debajo de las presentadas en el Nuevo Plan Estratégico. La Compañía no detalla cómo se reparten los crecimientos en EBITDA y Capex y no hemos identificado ningún factor adicional que pudiera cambiar nuestra visión en LatAm o España con relación a las proyecciones presentadas en el Informe adicionales a las que ya estamos considerando. Las estimaciones del Nuevo Plan Estratégico consideran un crecimiento del EBITDA ordinario del 2% en TCAC de 2020-2025, mientras que nosotros consideramos un crecimiento con una TCAC en EBITDA del 1,4% para el mismo periodo, lo que significa un EBITDA en 2025 €186mm menor. Para más detalle, ver sección 3.ii;
- GNL Internacional: hemos actualizado nuestras proyecciones financieras de cara a contemplar la estrategia de *downsizing* de la Compañía en esta línea de negocio. Para más detalle, ver sección 3.iii;
- *Supply*: no hemos actualizado las proyecciones del Informe con los objetivos presentados en el Nuevo Plan Estratégico, ya que se basan en premisas de crecimiento muy ambiciosas que implican revertir los patrones históricos en este área en una situación de mayor competencia en el mercado, tal y como se detalla en la sección 3.iv.

Proyecciones financieras del Informe Complementario

Actualización de nuestras proyecciones financieras (cont.)

- Para las demás líneas de negocio, la nueva información pública disponible no nos ha llevado a hacer cambios en ninguna de las otras líneas, que por lo tanto hemos mantenido en el Informe Complementario tal y como se encontraban en el Informe emitido el 1 de julio de 2021.

Fondos Next Gen

El Nuevo Plan Estratégico de Naturgy menciona posibles oportunidades adicionales de inversión bajo el programa Next Gen de la Unión Europea. Con respecto a este aspecto, consideramos que:

- Se espera gran concurrencia de empresas en el acceso a estos fondos, entre ellas, grandes empresas líderes en el sector con gran implantación y experiencia así como una gran cantidad de empresas de tamaño reducido, que podrían gozar de un mayor potencial para cumplir las características requeridas en varias de las políticas palanca (incluyendo la creación de empleo en zonas rurales, igualdad de género, transformación digital, etc.) que otras empresas maduras y establecidas como Naturgy.
- De acuerdo con la actividad y los planes futuros de Naturgy y, atendiendo a los requisitos de elegibilidad y principales líneas de actuación, la Compañía respondería a una de las diez políticas palanca: *Transición Energética Justa e Inclusiva*. Esta política acapara sólo el 9,2% del total de los fondos del Plan España Puede, en torno a los €6.385mm. (1)
- Existe incertidumbre con la capacidad de España para ejecutar estos fondos, a todos los niveles (estatal, autonómico y local), dados los precedentes. En el período 2014-2020, sólo se ejecutaron €24.129mm de los €56.553mm asignados a España en los diversos programas europeos (entre otros, los fondos FEDER), representando sólo un 43% de los fondos asignados. (2)

Fondos Next Gen (cont.)

Por tanto, dada la alta incertidumbre relativa a la concesión de una parte de los fondos de Next Generation a Naturgy, el importe de estos y su calendario, no han sido considerados en nuestro análisis. Esto va en línea con otras empresas del sector como Iberdrola, que no ha considerado dichos fondos en su plan de inversiones hasta 2025(3); o Acciona (4), que ha aclarado a sus inversores que el montante de la inversión solicitada al Ministerio de Transición Ecológica no está ni mucho menos asegurado. En cualquier caso, el Nuevo Plan Estratégico tampoco proporciona detalles para poder calcular su potencial impacto.

(1) Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Gobierno de España. https://www.lamoncloa.gob.es/temas/fondosrecuperacion/Documents/30042021Plan_Recuperacion_%20Transformacion_%20Resiliencia.pdf

(2) Comisión Europea. https://cohesiondata.ec.europa.eu/overview#finance-implementation

(3) Iberdrola. https://www.iberdrola.com/sala-comunicacion/noticias/detalle/iberdrola-lanza-plan-inversion-75-000-millones-euros-hasta-2025-como-contribucion-decisiva-recuperacion-economica

(4) Cinco Días. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/06/07/companias/1623068946_434123.html

3

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico

i. Impactos en Pipeline de Renovables

ii. Impactos en Redes

iii. Impactos en GNL Internacional

iv. Impactos en Supply

v. Proyecciones financieras actualizadas

Impactos en valor: *Pipeline* de Renovables

Planes de crecimiento en Renovables

En su Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 la dirección de Naturgy presenta los siguientes objetivos de crecimiento para la línea de negocio "Renewables and New Businesses" (bajo la nueva estructura de reporting de la Compañía):

- Capacidad instalada en Renovables de 14,0 GW para 2025, lo que supone un incremento de 9,4 GW distribuidos por las siguientes geografías.
  - Europa: 5,2 GW (solar y eólico mayoritariamente)
  - Australia: 2,2 GW (eólico y baterías mayoritariamente)
  - EEUU: 1,2 GW (solar y baterías)
  - Chile: 0,7 GW (solar y eólico)

  El incremento de capacidad se hará de forma gradual con una aceleración de desarrollo de capacidad instalada de 2023 adelante. La Dirección ha comentado que espera instalar c. 2,2 GW hasta 2022 y los restantes 7,2 GW entre el 2023 y 2025.
- Inversión de €8,7bn (1) hasta el 2025, que, de acuerdo a lo comentado por la Compañía en la presentación del día 28 de julio de 2021 del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025, se divide entre:
  - Nuevos Negocios: €550mm
  - Renovables: €8.150mm, de los cuales:
    - €7.626mm tiene repercusión en EBITDA hasta 2025 y
    - €524mm con repercusión en EBITDA después de 2025.
- EBITDA normalizado generado por las inversiones de €7.626mm y de €647mm por año, lo que supone un multiplicador de Capex/EBITDA normalizado de c.11,8x. Para 2025, la Dirección espera una contribución de €630mm en EBITDA de dichas inversiones.

(1) Como mencionado anteriormente, por su nomenclatura en inglés (€1bn igual a €1.000mm). Por tanto, en este caso el importe sería de €8.700mm.

Planes de crecimiento en Renovables (cont.)

Con las principales cifras financieras proporcionadas por la Compañía hemos realizado un análisis del potencial impacto en valor de la proyección de flujos de caja libres para los planes de crecimiento en renovables. Para dicha sensibilidad, se han considerado los siguientes presupuestos:

- Inversión total de €8,15bn en renovables con un multiplicador de Capex/EBITDA de 11,8x, lo que supone un EBITDA normalizado de €691mm.
- Hemos considerado una entrada de GW en linea con lo comentado por la Compañía, lo que supone un mayor ritmo inversor en el periodo de 2023 a 2025.
- En línea con el análisis de valoración para los activos operativos de renovables (solar y eólico), hemos considerado una vida útil de las inversiones de 30 años y una tasa impositiva del 25% (promedio de los 4 países, asumiendo para la tasa de Europa la de España al estar focalizadas en España la mayor parte de las inversiones en Europa).
- No hemos considerado ninguna ganancia en eficiencia en las proyecciones que, en caso de existir, pensamos que podría estar contrarrestada por un posible factor de degradación en ciertos activos.
- Tasa de descuento entre el 6,0% y el 6,5% considerando un grupo de compañías comparables cotizadas con una cartera de desarrollo/*pipeline* elevado. En las páginas siguientes proporcionamos detalle adicional sobre la selección del grupo de compañías comparables y el cálculo de la tasa de descuento.
- Asumimos que la inversión en Nuevos Negocios de c.€550mm tendrá un retorno requerido significativamente por encima de la inversión en renovables y que por lo tanto el valor presente asociado a esa inversión es cero.

WACC *Pipeline* Renovables

Proceso de selección

Para valorar el negocio de *Pipeline* de Renovables, hemos estimado un WACC a través de una selección de compañías comparables basado en la industria de renovables como punto de partida. Como paso inicial, hemos evaluado las compañías cotizadas que operan bajo la clasificación de *Independent Power and Renewable Electricity Producers*, *Engineering Services, Power Generation Equipment y Renewable Electricity industries* (basadas en la clasificación de S&P Capital IQ). (1)

Pasos seguidos para seleccionar el grupo inicial de compañías comparables

		Número de compañías
1	Criterios del filtrado inicial: 1) Compañía cotizada; 2) Clasificación de industria principal: *Independent Power and Renewable Electricity Producers* o *Engineering Services* o *Power Generation Equipment industries*. (2) 3) Clasificación de industria: *Renewable Electricity*.	302
2	Eliminar las compañías con una capitalización bursátil inferior a €300mm. (3)	94
3	Derivamos un grupo de 94 compañías para su posterior análisis. Sobre la base de un análisis geográfico y operativo exhaustivo, que se analiza con más detalle en las páginas siguientes, seleccionamos aquellas compañías comparables que cuentan con una cartera de desarrollo de proyectos (pipeline) relevante, de cara a reflejar un perfil similar al presentado por Naturgy en su plan de crecimiento de renovables.	17

Hemos concluido con 17 compañías cuyo perfil mejor se adaptaría al negocio del plan de crecimiento en renovables por parte de Naturgy.

(1) Los códigos SIC equivalentes para las industrias son 4911, 8711 y 5063.

(2) Acciona no se extrae de esta selección, ya que Capital IQ no considera estas clasificaciones de la industria como primarias. Sin embargo, la hemos incluido en el grupo de *PowGen - Pipeline*, ya que entendemos que cumple con los criterios. Destacamos que seleccionamos la matriz Acciona en vez de Acciona Energía, ya que Acciona Energía a fecha del Informe todavía no cotiza en bolsa.

(3) Grenalia, a fecha de emisión de este Informe Complementario tiene una capitalización bursátil de €246mm, no obstante a fecha del Informe superaba los €300mm de capitalización bursátil, por lo que la hemos mantenido parte de nuestro *peer group*.

WACC *Pipeline* Renovables

Compañías comparables (17 compañías)

Este grupo reúne compañías que desarrollan, construyen y operan sus propias plantas de generación de electricidad renovable. Aplicamos los siguientes criterios:

i. Geografía: más del 33% de la actividad se genera en EMEA y/o América;

ii. Actividad: más del 50% de la actividad de las compañías se genera a partir de la generación de energía;

iii. Fuentes renovables: más del 70% del segmento de generación de energía proviene de fuentes fotovoltaicas y/o eólicas; y

iv. MW en *pipeline*: más del 20% de la cartera total de la compañía.

Compañías comparables (9 de 17)

Compañía	País (HQ)	Cap. burs. (€ mm) (1)	Betas BBG aj. (2)	Betas BARRA (3)	D/C (4)	Betas BBG desap.	Betas BARRA desap.	*Rating CIQ*	Descripción
SOLAR PACK		869,6	0,85	1,22	34,0%	0,61	0,88	BB-	Solarpack se dedica a la operación y desarrollo de proyectos fotovoltaicos en España, Chile, India, Perú y Malaysia.
NEOEN		3.913,1	0,66	1,10	41,0%	0,43	0,72	BB	Neoen se dedica al diseño, desarrollo, financiación, gestión de proyectos de construcción y operación de plantas de energía renovable.
Scatec		2.877,2	1,02	1,62	40,1%	0,67	1,06	BB+	Scatec, junto con sus subsidiarias, opera como un productor de energía solar independiente.
Solaria		2.032,3	1,12	1,33	27,4%	0,87	1,04	BB-	Solaria Energía y Medio Ambiente se dedica al negocio de generación de energía solar fotovoltaica.
Grenergy		768,4	1,13	1,38	19,3%	0,96	1,17	B+	Grenergy Renovables, junto con sus subsidiarias, opera como un productor de energía independiente.
edp renováveis		19.019,1	0,82	0,98	27,2%	0,64	0,76	BBB	EDP Renováveis es una empresa de energías renovables que diseña, desarrolla, gestiona y opera centrales eléctricas renovables.
voltalia		2.161,5	0,71	1,00	34,6%	0,50	0,72	B+	Voltalia se dedica a la producción de electricidad a partir de fuentes de energía renovables.
Omega		1.160,2	0,85	1,25	39,1%	0,60	0,88	B	Omega Geração genera y vende electricidad a partir de fuentes eólicas, hidroeléctricas y solares.
NORTHLAND POWER		6.679,2	0,81	1,04	57,4%	0,41	0,52	BBB	Northland Power, un productor de energía independiente, desarrolla, construye, posee y opera proyectos de energía limpia y ecológica.
Mediana (de 17)			**0,82**	**1,04**	**37,6%**	**0,64**	**0,74**		

Fuente: Capital IQ, Barra y Bloomberg

Nota: Valores en rojo excluidos de los cálculos por considerarse insuficientemente significativos desde puntos de vista estadísticos.

(1) A 31 de julio de 2021

(2) Betas BBG 5YW a 31 de julio de 2021

(3) Betas BARRA a julio de 2021

(4) Ratio D/C (5 años) a 31 de julio de 2021

WACC *Pipeline* Renovables

Compañías comparables (17 compañías)

Este grupo reúne compañías que desarrollan, construyen y operan sus propias plantas de generación de electricidad renovable. Aplicamos los siguientes criterios:

i. Geografía: más del 33% de la actividad se genera en EMEA y/o América;

ii. Actividad: más del 50% de la actividad de las compañías se genera a partir de la generación de energía;

iii. Fuentes renovables: más del 70% del segmento de generación de energía proviene de fuentes fotovoltaicas y/o eólicas; y

iv. MW en *pipeline*: más del 20% de la cartera total de la compañía.

Compañías comparables (8 de 17)

Compañía	País (HQ)	Cap. burs. (€ mm) (1)	Betas BBG aj. (2)	Betas BARRA (3)	D/C (4)	Betas BBG desap.	Betas BARRA desap.	*Rating CIQ*	Descripción
TERNA ENERGY		1.312,3	0,67	0,90	39,6%	0,45	0,60	BB-	Terna Energy opera en los sectores de energía renovable, construcción, comercialización y concesiones.
		538,2	0,82	0,83	22,1%	0,68	0,69	B	PNE se dedica al desarrollo, planificación, realización, financiación, operación y venta de parques eólicos y fotovoltaicos y estaciones de transformación.
EnergieKontor		808,3	0,78	0,96	37,1%	0,55	0,68	BB-	Energiekontor se dedica a la planificación, construcción y operación de parques eólicos y solares en Alemania, Portugal y Gran Bretaña.
ERG		3.924,2	0,90	0,91	37,6%	0,63	0,64	BB+	ERG es un productor de energía italiano de fuentes renovables, principalmente eólica.
FALCK RENEWABLES		1.674,5	0,99	1,08	37,8%	0,69	0,75	BB-	Falck Renewables, junto con sus subsidiarias, se dedica a la planificación, desarrollo, construcción y gestión de plantas de generación de electricidad.
greenalia		245,6	0,57	1,13	40,6%	0,37	0,74	CCC+	Greenalia, productor de energía independiente, genera y comercializa electricidad en España y el resto de Europa, e internacionalmente.
Ørsted		52.584,6	0,67	0,85	4,2%	0,65	0,82	BBB+	Ørsted es una compañía eléctrica multinacional danesa con sede en Fredericia, Dinamarca.
acciona		7.060	0,70	1,00	51,7%	0,39	0,56	BB	Acciona, junto con sus filiales, se dedica a los negocios de energía renovable, infraestructuras y otros en España e internacionalmente.
Mediana (de 17)			**0,82**	**1,04**	**37,6%**	**0,64**	**0,74**		

Fuente: Capital IQ, Barra y Bloomberg

Nota: Valores en rojo excluidos de los cálculos por considerarse insuficientemente significativos desde puntos de vista estadísticos.

(1) A 31 de julio de 2021

(2) Betas BBG 5YW a 31 de julio de 2021

(3) Betas BARRA a julio de 2021

(4) Ratio D/C (5 años) a 31 de julio de 2021

WACC *Pipeline* Renovables

Coste de los fondos propios

Tasa de Referencia Local ("TRL")

Para seleccionar la tasa de referencia apropiada, nos hemos basado en una tasa libre de riesgo más una Prima de Riesgo País ("CRP" por sus siglas en inglés) para tener en cuenta el riesgo de tener un negocio en un país con un *rating* crediticio diferente al AAA, considerado libre de riesgo. Por lo tanto, en nuestro análisis hemos considerado lo siguiente:

- Tasa Libre de Riesgo:

  Anteriormente, era común utilizar la tasa *spot* de los bonos de los gobiernos de países con calificación AAA. Sin embargo, tras la crisis financiera de 2008, las principales economías han experimentado una importante tendencia a la baja en las tasas de interés nominales. Asimismo, en el contexto de la crisis de la deuda europea en 2011/2012 y del impacto actual en la economía del Covid-19, esta tendencia a la baja para algunos países ha continuado y recientemente alcanzó mínimos históricos.

  Los analistas y profesionales de la valoración han reexaminado si la tasa libre de riesgo "*spot*" sigue siendo un componente fiable sobre el cual basar sus estimaciones de coste de los fondos propios. Las tasas *spot* con retornos mínimos, e incluso negativos, desafiaron las prácticas aceptadas desde hace mucho tiempo y destacaron los problemas potenciales de usar la tasa de interés *spot* de un título gubernamental seguro como la tasa libre de riesgo, sin ningún tipo de ajuste.

  Estas distorsiones materiales en las tasas *spot* pueden ocurrir durante períodos caracterizados por importantes huidas de inversores hacia activos con menor riesgo (*flight to quality*) o por políticas monetarias de los bancos centrales que implican una intervención significativa en los mercados de valores de deuda soberana y/o la implementación de políticas de tipos de interés negativos. Estas acciones pueden (i) distorsionar los rendimientos de largo plazo que ya no reflejarían las expectativas del mercado sobre la inflación; e incluso (ii) llevar los rendimientos (*yields*) reales a corto plazo a niveles negativos (es decir, por debajo del 0,0%), lo que ya no reflejaría el valor temporal del dinero y asume implícitamente que la tasa real de crecimiento de la economía en general será negativa.

Coste de los fondos propios (cont.)

Por esta razón, durante los períodos en los que las tasas libres de riesgo parecen ser anormalmente bajas debido a la huida de los inversores hacia activos con menor riesgo o a las intervenciones monetarias masivas, es razonable considerar la normalización de la tasa libre de riesgo, como recomiendan D&P y otros profesionales de valoración. (1)

Por "normalización" nos referimos a estimar una tasa libre de riesgo que probablemente refleje mejor el rendimiento promedio sostenible de los bonos a largo plazo emitidos por gobiernos considerados "seguros" (típicamente, aquellos calificados AAA por las principales agencias de calificación).

Para estimar una tasa libre de riesgo normalizada, hemos separado esta tasa en dos componentes, la tasa real esperada a largo plazo más la inflación esperada a largo plazo, extraídos de trabajos académicos y estimaciones del mercado. Con base en estos y en las condiciones del mercado económico y financiero que prevalecían a julio de 2021, D&P estima una tasa libre de riesgo normalizada del 2,0% en EUR, basada en el bono alemán a largo plazo.

- Prima de Riesgo País:

  Dado que los planes de crecimiento en renovables se esperan en cuatro geografías Europa, EEUU, Australia y Chile hemos agregado a la tasa libre de riesgo un CRP ponderado por país. En el caso de Europa se utilizo el CRP de España como el valor indicativo, ya que se esperan que la mayor parte de las inversiones en Europa se hagan en España, principalmente.

  El CRP para España se estimó como la diferencia entre las tasas *spot* de los bonos del Estado español a largo plazo frente al bono alemán con vencimiento similar. El CRP para Chile se estimó igualmente en Euros con la diferencia entre las tasas spot de los bonos de Chile frente al bono alemán con vencimiento similar. Se considero como 0,0% el CRP para EEUU y Australia.

  Hemos concluido en un CRP ponderado del 0,9% para el WACC de *Pipeline* de Renovables.

(1) Por ejemplo, McKinsey & Company, T. Koller, M. Goedhart and D. Wessels - "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies" y J. Hitchner: "Financial Valuation: Applications and Models".

WACC *Pipeline* Renovables

Coste de los fondos propios (cont.)

Beta

Se calcularon las betas desapalancadas para cada una de las compañías comparables (consultar páginas 15 y 16 del Informe Complementario para mayor detalle). La beta desapalancada es la beta que tendría una empresa si no tuviera deuda (financiada solo con fondos propios). La eliminación del efecto del apalancamiento financiero deja únicamente el efecto del riesgo intrínseco del negocio.

Para desapalancar las betas de las compañías comparables, hemos utilizado la fórmula de Hamada, ampliamente aceptada y utilizada:

$$\beta_U = \beta_L / (1 + (1-t) * (W_D/W_E))$$

De acuerdo con la teoría del CAPM, beta es un concepto prospectivo que representaría la relación esperada a futuro entre el retorno de un valor y el del mercado/economía.

Hay varias formas conocidas para estimar betas. Una de las técnicas más ampliamente extendidas es utilizar betas históricas, asumiendo que la relación valor/mercado futura será razonablemente parecida con el pasado. Esta beta puede ser ajustada a través del ajuste de Blume, que asume que a largo plazo la beta tiende a aproximarse de 1.

Otra alternativa es apoyarse en betas fundamentales estimadas o prospectivas a partir de métricas contables, operativas y de riesgo, y no solo en variaciones de precios de mercado.

Coste de los fondos propios (cont.)

Si bien es cierto que las betas fundamentales se apoyan en varios factores además que precios históricos, y por tanto puede ser consideradas un análisis robusto, por otro lado, el uso de las betas calculadas a partir de históricos de cotizaciones está muy difundido en la práctica de valoración. Por consiguiente, sería razonable pensar que un participante de mercado podría considerar el uso tanto de betas fundamentales como de betas históricas en su estimación de retornos exigidos.

Es muy común en este sector que el inversor tenga una especial consideración por la tasa de descuento, siendo la percepción de riesgo sistemático (la beta) uno de los principales parámetros de dicha tasa de descuento. Por todo ello, hemos determinado un rango de WACC para el *Pipeline* de Renovables apoyándonos en estos dos enfoques distintos a la hora de calcular la beta (históricas y prospectivas), en línea con el criterio utilizado para todas las áreas de negocio.

En relación a las betas históricas, se consideró un período histórico de cinco años con observaciones semanales y se consideró el ajuste de Blume. Hemos excluido las betas históricas con baja significatividad estadística de acuerdo con un t-test y un análisis del R^2.

Para las betas fundamentales (prospectivas), hemos utilizado las betas de BARRA, que se calculan de acuerdo a un modelo multi-factor. Estas betas proyectadas miden la sensibilidad de las características operativas de una empresa frente a los cambios en las características operativas de la industria. (1)

(1) Para una discusión más detallada sobre betas históricas y fundamentales, consultar Pratt, Shannon P., and Roger J. Grabowski. Cost of Capital: Applications and Examples.

WACC *Pipeline* Renovables

Coste de los fondos propios (cont.)

Dado que las betas de las compañías comparables están apalancadas, estas betas han sido desapalancadas considerando el método mencionado anteriormente y el apalancamiento de cada una de las empresas comparables a la Fecha de Valoración (mediana del apalancamiento de la industria).

Posteriormente, las betas desapalancadas han sido reapalancadas considerando la mediana del apalancamiento del grupo de comparables, basándonos una vez más en la fórmula de Hamada:

$$\beta_L = \beta_U * (1 + (1-t) * (W_D/W_E))$$

Apalancamiento

Concluimos en un apalancamiento de 37,6% (Deuda / Capital) para el WACC de *Pipeline* que considera el apalancamiento medio a 5 años de cada una de las compañías del grupo de comparables.

Tasa Impositiva ("t")

Hemos aplicado una tasa impositiva de 25,0% basada en una media ponderada del la capacidad instalada adicional esperada en cada geografía en 2025.

Prima de riesgo mercado (Rm – Rf)

El ERP (*Equity Risk Premium*, a menudo también denominado prima de riesgo de mercado) se define como el retorno adicional (sobre el retorno esperado de los valores libres de riesgo) que los inversores esperan recibir de una inversión en acciones ordinarias, representada por un índice de mercado.

Coste de los fondos propios (cont.)

Prima de riesgo mercado (Rm – Rf) (cont.)

No existe una única metodología universalmente aceptada para estimar el ERP. En la práctica se utilizan una gran variedad de primas, recomendadas por diversos académicos y asesores financieros. Duff & Phelps realiza varios análisis para estimar el ERP, basándose en un amplio abanico de información económica y múltiples metodologías de estimación para llegar a su recomendación de ERP.

Con las condiciones del mercado económico y financiero vigentes nuestra estimación de ERP a la Fecha de Valoración es del 5,5% para las tasas de descuento denominadas en EUR y USD. Nuestro ERP se determina en conjunto con una tasa libre de riesgo normalizada, es decir, se calcula como el exceso de retorno esperado del mercado en relación con una tasa libre de riesgo normalizada, debiéndose utilizar ambas tasas conjuntamente.

Coste de la deuda

En cuanto al cálculo del coste de la deuda, se toma como punto de partida la tasa de referencia local previamente calculada a la que se añade un *spread de* riesgo de crédito.

Con el fin de estimar la tasa de rendimiento antes de impuestos de la deuda a la Fecha de Valoración, analizamos el *rating* crediticio para las empresas dentro del grupo de comparables y concluimos en la utilización de un índice compuesto de compañías que operan en el sector de *Utilities* proporcionado por Bloomberg con rating BB y con vencimiento de 20 años.

Asimismo, hemos calculado el spread de riesgo crediticio comparando el retorno del EUR BB Composite con vencimiento a 20 años a la fecha de 31 de julio de 2021, con el bono alemán con vencimiento similar a la misma fecha y concluimos en un spread de 0,8%.

WACC *Pipeline* Renovables

Tasa de descuento concluida – WACC *Pipeline*

En la tabla a la derecha mostramos el resumen del rango del WACC de Pipeline.

Concluimos en un rango de WACC para Pipeline entre 6,00% y 6,50%.

Tasa de descuento concluida – WACC *Pipeline* (cont.)

Resumen de WACC *Pipeline*

	WACC Pipeline	
Resumen de WACC	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,64	0,74
Deuda / Capital (D)	37,6%	37,6%
Fondos Propios / Capital (E)	62,4%	62,4%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%
Beta (reapalancada)	0,93	1,08
Coste de los Fondos Propios		
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,0%	2,0%
Prima de riesgo país (CRP)	0,9%	0,9%
Tasa de Referencia Local	2,9%	2,9%
Beta reapalancada (B)	0,93	1,08
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**8,0%**	**8,8%**
Coste de la Deuda		
Tasa de Referencia Local	2,9%	2,9%
Spread de Deuda	0,8%	0,8%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	3,7%	3,7%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**2,8%**	**2,8%**
WACC		
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,0%	1,0%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	5,0%	5,5%
WACC Estimado	6,06%	6,57%
WACC (Redondeado)	**6,00%**	**6,50%**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps, Capital IQ, BARRA, Bloomberg

Impactos en valor: *Pipeline* Renovables

Proyecciones financieras de los planes de expansión de Renovables (*Pipeline* de Renovables)

A continuación presentamos un resumen de las proyecciones financieras consideradas para la valoración del negocio de *Pipeline* de Renovables, basadas en el Nuevo Plan Estratégico 2021-2015 de Naturgy, así como en explicaciones públicas realizadas por la Dirección de la Compañía.

En el apartado de anexos puede verse el análisis completo de DFC realizado, con un horizonte temporal considerado de 30 años desde la fecha de entrada de Capex y considerando un multiplicador de Capex/EBITDA de 11,8x como se ha comentado anteriormente.

DFC *Pipeline* de Renovables

€mm	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (...)
EBITDA	**74**	**166**	**313**	**502**	**630**	**691**
(-) Depreciación	(29)	(65)	(123)	(197)	(272)	(272)
EBIT	**45**	**100**	**190**	**305**	**358**	**420**
(-) Impuestos	(11)	(25)	(47)	(76)	(90)	(105)
NOPAT	**33**	**75**	**142**	**229**	**269**	**315**
(+) Depreciación	29	65	123	197	272	272
(-) Capex	(867)	(1.084)	(1.734)	(2.233)	(2.233)	-
FCL	**(805)**	**(943)**	**(1.469)**	**(1.807)**	**(1.692)**	**587**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps

Impacto en valor en *Pipeline* Renovables

En la tabla de abajo mostramos el resumen de valor en base al rango del WACC estimado para el negocio de *Pipeline* de Renovables explicado anteriormente de entre 6,00% y 6,50%.

Hay que tener en cuenta que el *Pipeline* de Renovables se trata de activos no existentes a Fecha de Valoración y cuya implementación requiere grandes inversiones de capital que aún no se han realizado. Asimismo, el mercado de energías renovables es altamente competitivo, en el cual se esperaría que el retorno esperado de estas inversiones no tengan spreads significativos para este tipo de proyectos con respecto a los retornos exigidos por el mercado.

Por tanto, tras el análisis realizado, concluimos que el valor de *Pipeline* resulta poco significativo dentro del valor total de Naturgy, con un impacto en el rango de valor entre €0mm y €333mm para los planes de crecimiento relativos a las renovables, lo cual supone un impacto en valor por acción entre €0,0 y €0,3.

Rango de valoración – *Pipeline* de Renovables

€mm	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor	**-**	**166**	**333**
Acciones (#mm)	961	961	961
€/acción	***€0,0***	***€0,2***	***€0,3***
WACC	***6,5%***	***a***	***6,0%***

Nota: En caso de que la inversión en Renovables se cristalizase en GPG, podrían existir minoritarios con el consiguiente impacto a la baja en el valor por acción.

3

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico

i. *Impactos en Pipeline de Renovables*
ii. *Impactos en Redes*
iii. *Impactos en GNL Internacional*
iv. *Impactos en Supply*
v. *Proyecciones financieras actualizadas*

Impactos en valor: Redes Gas España

Proyecciones financieras de Redes Gas España

A continuación presentamos un resumen de las proyecciones financieras actualizadas consideradas para Redes Gas España:

DFC Redes Gas España [1]

€mm	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	**844**	**853**	**828**	**811**	**786**	**768**
(-) Depreciación	(295)	(293)	(292)	(290)	(289)	(288)
EBIT	**549**	**560**	**537**	**521**	**497**	**480**
(-) Impuestos	(137)	(140)	(134)	(130)	(124)	(120)
NOPAT	**412**	**420**	**403**	**391**	**373**	**360**
(+) Depreciación	295	293	292	290	289	288
(-) Capex	(213)	(214)	(215)	(217)	(218)	(219)
(-) Inv. De WC	16	4	6	4	6	4
FCL	**510**	**502**	**484**	**468**	**450**	**433**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps

El EBITDA ha mejorado respecto a la anterior valoración debido a:

- Actualización de las hipótesis macroeconómicas subyacentes (por ejemplo, PIB e IPC) a fecha actual.
- Mayor visibilidad con respecto a las iniciativas de ahorro de costes que han dado lugar a una reducción de los gastos de personal. Durante 1S21, la Dirección ha puesto en marcha un plan de bajas voluntarias que ha dado lugar a €300mm de gastos de explotación no ordinarios, con otros €100mm previstos para el segundo semestre de 2021. La Dirección ha estimado un ahorro de costes de €100mm al año en el futuro. Se espera que este ahorro de costes sea significativo en el negocio de redes. De los €100mm de ahorro de costes, se han considerado aproximadamente un 70% en Redes España (c. 45% y 25% en Gas y Electricidad, respectivamente), en línea con los costes de restructuración y el remanente en las demás líneas de negocio, principalmente en Comercialización gas, electricidad y servicios y Resto.

Impacto en valor en Redes Gas España

En la tabla siguiente mostramos el resumen de valor de acuerdo al nuevo rango del WACC (actualizado tal y como se menciona en la sección 4.ii) de Redes Gas España, el cuál oscila entre 5,50% y 5,75%.

Concluimos en un rango de valor entre €8.826mm y €9.288mm para Redes Gas España, lo cual supone un impacto en valor por acción entre €0,83 y €0,45 respecto a la valoración de diciembre 2020. De este impacto, unos €197mm proceden del WACC, y la diferencia restante proceden principalmente de las proyecciones financieras.

Impacto en valoración – Redes Gas España

Informe	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm)	**8.029**	**8.443**	**8.858**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€8,35	€8,79	€9,22
WACC	**6,00%**	**a**	**5,50%**

Informe Complementario	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm) [1]	**8.826**	**9.057**	**9.288**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€9,19	€9,43	€9,67
WACC	**5,75%**	**a**	**5,50%**

Δ Variación	Bajo	Punto Medio	Alto
Var. Valor VE (€mm)	**+798**	**+614**	**+430**
Var. €/acción	+0,83	+0,64	+0,45

(1) Para más información referirse al Anexo 1.05.

Impactos en valor: Redes Electricidad España

Proyecciones financieras de Redes Electricidad España

A continuación presentamos un resumen de las proyecciones financieras consideradas para Redes Electricidad España:

DFC Redes Electricidad España (1)

€mm	2021	2022	2023	2024	2025	TV
EBITDA	**638**	**666**	**672**	**680**	**688**	**695**
(-) Depreciación	(253)	(249)	(253)	(257)	(262)	(257)
EBIT	**385**	**417**	**419**	**423**	**427**	**438**
(-) Impuestos	(96)	(104)	(105)	(106)	(107)	(109)
NOPAT	**289**	**313**	**314**	**317**	**320**	**328**
(+) Depreciación	253	249	253	257	262	257
(-) Capex	(227)	(233)	(240)	(247)	(255)	(257)
(-) Inv. en WC	1	(1)	(1)	(2)	(2)	(1)
FCL	**315**	**328**	**326**	**326**	**325**	**327**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps

El EBITDA ha mejorado respecto a la anterior valoración debido a:

- Actualización de las hipótesis macroeconómicas subyacentes (por ejemplo, PIB e IPC) a fecha actual.
- Mayor visibilidad con respecto a las iniciativas de ahorro de costes de los gastos de personal comentados anteriormente en Redes Gas España. Como mencionado anteriormente, de los €100mm de ahorro de costes, se han considerado aproximadamente un 70% en Redes España (c. 45% y c. 25% en Gas y Electricidad, respectivamente) en línea con los costes de restructuración y el remanente en las demás líneas de negocio, principalmente en Comercialización gas, electricidad y servicios y Resto.

Impacto en valor en Redes Electricidad España

En la tabla siguiente mostramos el resumen de valor de acuerdo al nuevo rango del WACC (actualizado tal y como se menciona en la sección 4.ii) de Redes Electricidad España, el cuál oscila entre 6,00% y 6,25%.

Concluimos en un rango de valor entre €6.171mm y €6.471mm para Redes Electricidad España, lo cual supone un impacto en valor por acción entre €0,40 y €0,10 respecto a la valoración de diciembre 2020. De este impacto, unos (€155mm) proceden del WACC, y la diferencia restante proceden principalmente de las proyecciones financieras.

Impacto en valoración – Redes Electricidad España

Informe	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm)	**5.783**	**6.077**	**6.372**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€6,02	€6,32	€6,63
WACC	**6,25%**	**a**	**5,75%**

Informe Complementario	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm) (1)	**6.171**	**6.321**	**6.471**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€6,42	€6,58	€6,73
WACC	**6,25%**	**a**	**6,00%**

Δ Variación	Bajo	Punto Medio	Alto
Var. Valor VE (€mm)	**+388**	**+243**	**+99**
Var. €/acción	+0,40	+0,25	+0,10

(1) Para más información referirse al Anexo 1.06.

Impactos en valor: México Gas

Proyecciones financieras de México Gas

Hemos ajustado los costes de venta en México Gas para reflejar la diferencia histórica del *pass-through* entre los ingresos y costes de gas natural.

- Valoración diciembre 2020: 100% del *pass-through* de acuerdo con lo que determina la regulación del país.
- Valoración ajustada: Si bien pensamos que la valoración del Informe era razonable, dado que el crecimiento presentado en el Nuevo Plan Estratégico es mayor al que se estaba considerando anteriormente, hemos considerado un *pass-through* del 92,7% en línea con la media histórica del *pass-through* de los costes de gas natural sobre los ingresos de gas natural.

DFC Redes México – ajustado por coste de ventas (1)

MXNmm	2021	2022	2023	2024	Terminal
Ingresos	**15.399**	**16.111**	**16.822**	**17.623**	**18.197**
% crecimiento	*9,0%*	*4,6%*	*4,4%*	*4,8%*	*3,3%*
Costo de Ventas	(8.173)	(8.047)	(8.355)	(8.675)	
% sobre ingresos	*(53,1%)*	*(49,9%)*	*(49,7%)*	*(49,2%)*	
EBITDA	**5.637**	**6.422**	**6.768**	**7.190**	**7.097**
% sobre ingresos	*36,6%*	*39,9%*	*40,2%*	*40,8%*	*39,0%*
FCL	**2.534**	**2.827**	**3.044**	**3.252**	**3.346**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps

(1) Para más información referirse al Anexo 1.11.
(2) Tipo de cambio MXN / EUR según Bloomberg a Mayo 2021: 0,0411.
(3) Tipo de cambio MXN / EUR según Bloomberg a Julio 2021: 0,0424.

Impacto en valor México Gas

En la tabla siguiente mostramos el resumen de valor de acuerdo al nuevo rango del WACC (actualizado tal y como se menciona en la sección 4.ii) actualizado de México Gas, el cuál oscila entre 7,50% y 8,25%.

Concluimos en un rango de valor entre €2.622mm y €3.078mm para México Gas, lo cual supone un impacto en valor por acción entre €0,41 y €0,55 respecto a la valoración de diciembre 2020. De este impacto, unos €129mm proceden del WACC, y la diferencia restante procede principalmente de las proyecciones financieras.

Impacto en valoración – México Gas

Informe	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm) (2)	**2.229**	**2.388**	**2.546**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€2,32	€2,48	€2,65
WACC	**8,50%**	**a**	**7,75%**

Informe Complementario	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm) (3)	**2.622**	**2.850**	**3.078**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€2,73	€2,97	€3,20
WACC	**8,25%**	**a**	**7,50%**

Δ Variación	Bajo	Punto Medio	Alto
Var. Valor VE (€mm)	**+392**	**+462**	**+532**
Var. €/acción	+0,41	+0,48	+0,55

3

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico

i. Impactos en Pipeline de Renovables

ii. Impactos en Redes

iii. Impactos en GNL Internacional

iv. Impactos en Supply

v. Proyecciones financieras actualizadas

Impactos en valor: GNL Internacional

Proyecciones financieras GNL Internacional

De acuerdo al Nuevo Plan Estratégico de 2021-2025, se espera una disminución de actividad en el segmento de GNL Internacional asociada a una reducción de la flota de buques cisterna bajo contratos de *timecharter*. En línea con esta disminución, la Compañía espera reducir el portafolio global de GNL de alrededor de 150 TWh entre 2018 y 2020 a 100 TWh en 2025 (en 2020, las ventas de GNL totalizaron 134 TWh), y bajar el número de buques de 12 a 7 (5 contratos de arrendamiento que expirarán en los próximos 3 años y no se espera que sean renovados), tal y como comentado en la presentación del Nuevo Plan Estratégico. No obstante, el Nuevo Plan Estratégico proporciona poca información adicional. Asimismo, hay que tener en cuenta que el negocio de GNL está compuesto mayoritariamente por contratos privados, para los cuales la información pública disponible es escasa.

Por tanto, la valoración actualizada presentada en este Informe Complementario se basa en un EBITDA menor que el proyectado en el Informe (proyectado de acuerdo a la mediana esperada por los analistas). Dada la falta de información comentada anteriormente, hemos reducido el EBITDA en línea con la media del mínimo y el primer cuartil de las proyecciones de los analistas, el cual creemos que podría ser una estimación razonable para el máximo que esta línea de negocio podría generar, si bien en la parte alta teniendo en cuenta la guía mencionada arriba que proporciona la Compañía. De 2025 en adelante, el EBITDA crece en línea con el IPC esperado para cada año según IHS tal y como se hizo en el análisis inicial detallado en la sección 1.9.C.4 del Informe.

La tabla siguiente muestra la nueva proyección de EBITDAs y el impacto del mencionado ajuste en el flujo de caja hasta 2025.

DFC GNL Internacional

€mm	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	**173**	**192**	**192**	**196**	**198**
% crec.	*20,5%*	*11,0%*	*0,1%*	*1,7%*	*1,3%*
Capex	(10)	(11)	(11)	(12)	(12)
% EBITDA	(5,8%)	(5,7%)	(5,7%)	(6,1%)	(6,1%)
FCL	**149**	**164**	**165**	**167**	**169**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps

Impacto en valor en GNL Internacional

En la tabla siguiente mostramos el resumen de valor tras la actualización de la proyección de EBITDAs utilizando el nuevo rango de WACC (actualizado tal y como se menciona en la sección 4.ii) actualizado de GNL Internacional, el cuál oscila entre 7,50% y 8,50%.

El ajuste en la proyecciones mencionado daría lugar a un impacto a la baja del Valor Empresa para esta línea de negocio de entre (€818mm) y (€969mm), lo cual supone un impacto en valor por acción entre (€0,85) y (€1,01) respecto a la valoración de diciembre 2020. De este impacto, unos (€79mm) proceden del WACC, y la diferencia restante proceden principalmente de las proyecciones financieras.

Impacto en valoración – GNL Internacional

Informe	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor VE (€mm) (1)	**2.349**	**2.510**	**2.671**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€2,44	€2,61	€2,78
WACC	**8,25%**	**a**	**7,25%**
Informe Complementario	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**
Rango de Valor VE (€mm)	**1.531**	**1.617**	**1.703**
Acciones (#mm)	960,9	960,9	960,9
€/acción	€1,59	€1,68	€1,77
WACC	**8,50%**	**a**	**7,50%**
Δ Variación	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**
Var. Valor VE (€mm)	**(818)**	**(894)**	**(969)**
Var. €/acción	(0,85)	(0,93)	(1,01)

(1) Para más información referirse al Anexo 1.04.

3

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico

i. Impactos en Pipeline de Renovables

ii. Impactos en Redes

iii. Impactos en GNL Internacional

iv. Impactos en Supply

v. Proyecciones financieras actualizadas

Impactos en Valor: *Supply*

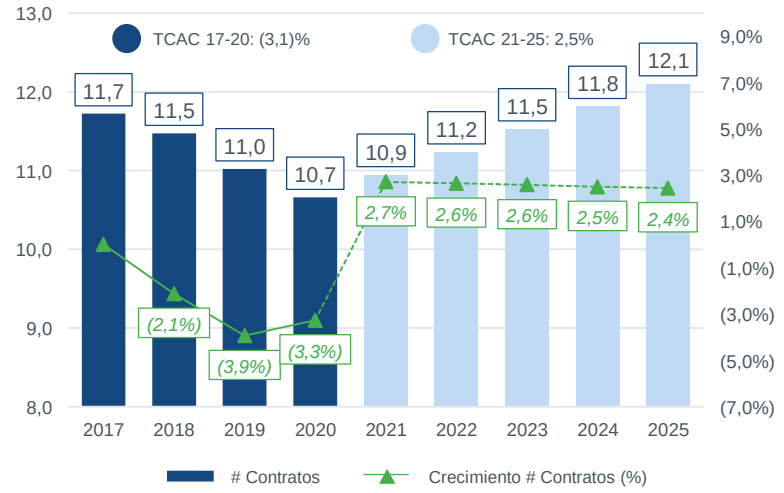
Crecimiento en *Supply*

El Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 publicado el 28 de julio de 2021 por la Dirección de Naturgy presenta un incremento en la línea de negocio "*Supply*" (bajo la nueva estructura de reporte de la compañía) en EBITDA de c. €360mm en 2020 a €650mm en 2025, lo que implica un TCAC del 13% y un aumento de €290mm en EBITDA durante el periodo. Este incremento viene explicado por las siguientes iniciativas:

- Impulsar la competitividad;
- Reinventar las relaciones con los clientes; y
- Acelerar la transformación digital.

La Dirección espera que el número de contratos aumente de 10,7mm en 2020 a 12,1mm en 2025. En el siguiente gráfico se muestran los contratos históricos y proyectados (que proyectan un crecimiento lineal para alcanzar el objetivo de la Dirección en 2025).

Contratos *Supply* Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 (contratos en mm)

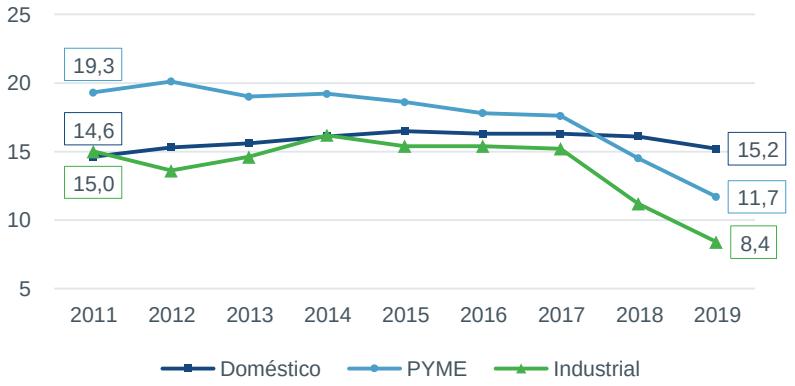


Fuente: CCAA y análisis de Duff & Phelps

Crecimiento en *Supply* (cont.)

Además del descenso histórico en el número de contratos, también se observa un cambio en la cuota de mercado. A partir de la información publicada por la CNMC, se observa un descenso de los clientes PYME e industriales para Naturgy, con una mejora en la cuota de mercado de los clientes domésticos.

Naturgy cuota de mercado (%)



Fuente: CNMC

Las estimaciones para *Supply* del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 representan una reversión muy drástica de la tendencia en pérdida de cuota de mercado de Naturgy en los últimos años. Desde nuestro punto de vista, las ganancias en cuota de mercado, unidas a las importantes mejoras en márgenes planteadas en el Nuevo Plan Estratégico 2021-2025, son excesivamente agresivas cuando se analizan las tendencias recientes de la Compañía evidenciadas en los gráficos anteriores y del mercado (dónde se ha experimentado mayor competencia dada la entrada de nuevos competidores), por lo que, a excepción de la actualización de las variables macroeconómicas en España, no hemos actualizado nuestras proyecciones presentadas en el Informe con los objetivos presentados en el Nuevo Plan Estratégico.

3

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico

i. Impactos en Pipeline de Renovables

ii. Impactos en Redes

iii. Impactos en GNL Internacional

iv. Impactos en Supply

v. Proyecciones financieras actualizadas

Proyecciones financieras tras la consideración del Nuevo Plan Estratégico

Proyecciones financieras actualizadas

De cara a este Informe Complementario, y tras considerar las inversiones en renovables del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025, las proyecciones financieras resultantes son las siguientes:

EBITDA (€mm)

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
Gas & Electricidad	**1.259**	**1.515**	**1.803**	**2.023**	**2.180**
Comercialización gas, electricidad y servicios	243	342	429	432	433
Generación Europa	462	581	750	959	1.106
Generación Convencional	179	208	218	237	257
Generación Renovables	210	208	220	220	220
Inversión Generación Renovables	74	166	313	502	630
GNL Internacional	173	192	192	196	198
Generación Internacional	381	399	431	437	443
Infraestructura EMEA	**1.649**	**1.519**	**1.500**	**1.491**	**1.474**
Redes gas España	844	853	828	811	786
Redes electricidad España	638	666	672	680	688
EMPL	167	-	-	-	-
Infraestrucutra LatAm Sur	**484**	**513**	**557**	**580**	**595**
Chile Gas	213	219	228	235	238
Brasil Gas	200	226	254	269	278
Argentina Gas y Electricidad	70	67	74	76	79
Infraestructura LatAm Norte	**379**	**434**	**453**	**474**	**475**
México Gas	232	267	276	286	274
Panamá Electricidad	147	167	177	188	201
Resto (Otros)	**(72)**	**(52)**	**(53)**	**(54)**	**(55)**
EBITDA Total (Punto Medio)	***3.699***	***3.927***	***4.260***	***4.515***	***4.670***
EBITDA Total (Rango Bajo)	***3.657***	***3.898***	***4.213***	***4.453***	***4.620***
EBITDA Total (Rango Alto)	***3.740***	***3.957***	***4.308***	***4.577***	***4.719***

Fuente: Nuevo Plan Estratégico 2021-2025, análisis de Duff & Phelps

Como se ha venido comentando en este Informe Complementario, se han revisado las proyecciones financieras en los segmentos de Inversión en Renovables, GNL Internacional, Redes España, Redes México, quedándose inalteradas el resto de segmentos (salvo por los cambios comentados en la sección 1). A nivel agregado, la parte alta de nuestras proyecciones se encuentra €80mm por debajo de la indicación del Nuevo Plan Estratégico de Naturgy. Como se ha mencionado anteriormente, no es posible realizar una comparación directa del EBITDA por línea del Nuevo Plan Estratégico de Naturgy y nuestras proyecciones financieras, dado que seguimos la estructura antigua de *reporting* y el Nuevo Plan Estratégico no es lo suficientemente detallado para realizar esa comparativa de forma precisa. Sin embargo, y a afectos ilustrativos, señalamos donde consideramos que podrían residir las principales diferencias:

- Si bien tras revisar el Nuevo Plan Estratégico hemos revisado al alza los ahorros de costes en Redes España y también revisado al alza Redes México, y mostramos un TCAC del 2,1% en EBITDA entre 2021 y 2025 para el total del segmento de Redes, entendemos que Naturgy aún considera un crecimiento mayor, si bien no proporciona suficiente información en el Nuevo Plan Estratégico para entender el origen de estas diferencias.
- Si bien nosotros realizamos una proyección para Comercialización gas, electricidad y servicios, que entendemos incluye los subsegmentos de *Supply* y Mercados y Aprovisionamientos según el nuevo *reporting* de la Compañía, lo que dificulta la comparativa, consideramos que nuestra proyección para el componente de *Supply* se encuentra por debajo de la del Nuevo Plan Estratégico.
- Estas diferencias se compensarían en parte con una estimación algo mayor por nuestra parte en el resto de segmentos, si bien no es posible identificarlas de forma precisa dada la diferencia en la estructura de presentación bajo el nuevo *reporting*.

Proyecciones Financieras tras la consideración del Nuevo Plan Estratégico

Proyecciones financieras actualizadas (cont.)

A continuación mostramos un comparativo entre el EBITDA 2025 estimado por la Compañía y nuestros escenarios, que se encuentran entre €80mm y €180mm por debajo del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025 (€130mm en el punto medio), diferencia explicada principalmente por un menor EBITDA considerado en el negocio de Redes y *Supply*, parcialmente compensado por un mayor EBITDA estimado en otras líneas, tal y como mencionado anteriormente. El EBITDA de 2021, por el contrario, se encuentra por encima en nuestras proyecciones que la guía dada por la Compañía en los resultados del 1S21.

EBITDA 2025 Plan Estratégico vs. Informe Complementario (€mm)	
Informe Complementario de Duff & Phelps	
Rango Alto	4.719
Rango Bajo	4.620
Punto Medio	4.670
Plan Estratégico 2021-2025	**4.800**
Diferencia vs. Punto Medio D&P	**130**

Fuente: Análisis Duff & Phelps

Proyecciones financieras actualizadas (cont.)

A continuación mostramos la evolución del flujo de caja proyectado de 2021-2025 para el Grupo. Si por un lado nuestra proyección de EBITDA en 2025 se encuentra ligeramente por debajo del EBITDA del Nuevo Plan Estratégico 2021-2025, por otro, hemos considerado un Capex algo menor en unos €900mm (de los cuales €550mm son atribuibles a las línea de Nuevos Negocios, aproximadamente €234mm a las líneas de *Supply* y *Energy Management* y el remanente a Redes), con respecto al Nuevo Plan Estratégico 2021-2025. Finalmente, el resto de la línea de *Supply* donde si bien no hemos incrementado nuestra proyección de EBITDA inicial, tampoco hemos hecho lo propio con el Capex.

€mm	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA Total (punto medio)	**3.699**	**3.927**	**4.260**	**4.515**	**4.670**
(-) Otros	(61)	(65)	(65)	(66)	(66)
(-) Impuesto de sociedades	(598)	(646)	(714)	(757)	(768)
(-) Capex	(1.811)	(2.052)	(2.731)	(3.250)	(3.266)
(-) Inversión en capital circulante	(74)	(60)	(51)	(12)	(12)
FCL	***1.156***	***1.105***	***700***	***431***	***558***

Fuente: Nuevo Plan Estratégico 2021-2025, análisis de Duff & Phelps

4 Otros impactos

i. *Deuda financiera neta y valor teórico contable*
ii. *Tasas de descuento (WACC)*
iii. *Intereses minoritarios*
iv. *Múltiplos de compañías comparables cotizadas y transacciones*

Deuda financiera neta y valor teórico contable

Deuda financiera neta y otros activos y pasivos con consideración de DFN

Deuda financiera neta (€mm)	30/06/2021 Rango bajo	30/06/2021 Punto medio	30/06/2021 Rango alto	31/12/2020 Rango bajo	31/12/2020 Punto medio	31/12/2020 Rango alto
Pasivos financieros	(17.554)	(17.554)	(17.554)	(17.539)	(17.539)	(17.539)
Efectivo y activos líquidos equivalentes	3.936	3.936	3.936	3.927	3.927	3.927
Deuda financiera neta	**(13.618)**	**(13.618)**	**(13.618)**	**(13.612)**	**(13.612)**	**(13.612)**
Ajustes propuestos a la DFN						
Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)	(1.502)	(1.502)	(1.502)	(1.502)
Acciones preferentes	(110)	(110)	(110)	(110)	(110)	(110)
Otros créditos	-	87	174	-	87	174
Ajustes propuestos a la DFN	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**	**(1.612)**	**(1.525)**	**(1.438)**
DFN ajustada	**(15.230)**	**(15.143)**	**(15.056)**	**(15.224)**	**(15.137)**	**(15.050)**
Otros activos/pasivos con consideración de DFN (€mm)						
Provisiones no corrientes	(1.059)	(1.059)	(1.059)	(1.052)	(1.052)	(1.052)
Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	2.033	2.033	2.033	1.995	1.995	1.995
Inversiones contab. por el método de participación	572	572	572	813	813	813
Activos financieros no corrientes	418	418	418	361	361	361
Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**1.964**	**1.964**	**1.964**	**2.117**	**2.117**	**2.117**
Ajustes propuestos sobre otros activos/pasivos						
Chile - Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	(2.041)	(2.041)	(2.041)	(2.003)	(2.003)	(2.003)
Desinversión en Chile	2.450	2.450	2.450	2.450	2.450	2.450
Desinversión en Union Fenosa Gas (Egipto)	-	-	-	474	1 474	474
Créditos comerciales	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
Electrificadora del Caribe, S.A.				(25)	(13)	-
Otros créditos	(72)	(36)	-	(72)	(36)	-
Dividendos	605	2 605	605	(25)	(25)	(25)
Provisión de desmantelamiento	383	383	383	383	383	383
Depósitos	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)	(102)
Ajuste prop. sobre otros activos/pasivos	**1.201**	**1.237**	**1.273**	**1.058**	**1.106**	**1.155**
Otros activos/pasivos	**3.165**	**3.201**	**3.237**	**3.175**	**3.223**	**3.272**
DFN ajustada y otros activos/pasivos	**(12.065)**	**(11.942)**	**(11.819)**	**(12.049)**	**(11.914)**	**(11.778)**

Fuente: Informes anuales y trimestrales de la Compañía
Nota: Otros ajustes se mantiene con el mismo importe ya que no existe información en las cuentas trimestrales para actualizar el importe del ajuste.

Deuda financiera neta

Presentamos el rango de deuda neta actualizado con el balance de situación a 30 de junio de 2021.

Hemos considerado el rango de deuda mostrado a la izquierda en el resumen de actualizaciones al rango de valoración de Naturgy, presentando un cambio inmaterial en valor.

La deuda financiera neta de la Compañía, tanto ajustada como reportada, se mantiene estable a 30 de junio de 2021 respecto del 31 de diciembre de 2021.

Se muestran en la tabla de la izquierda los principales ajustes propuestos a la DFN en línea con los ajustes propuestos a 31 de diciembre de 2020 en nuestro Informe. Las principales diferencias vienen dadas por 1 el cierre de la desinversión en Unión Fenosa Gas (Egipto) ya contabilizada en balance a 30 de junio de 2021 y 2 se ha añadido el pago por la distribución de dividendos realizada en marzo de 2021 de cara a mostrar una posición financiera neta antes del pago de dividendos en 2021 consistente con la Oferta inicial de €23 por acción.

Periodo parcial

En línea con la actualización del balance de situación y deuda financiera neta a 30 de junio de 2021, hemos ajustado nuestras proyecciones con un periodo parcial de 0,5 años para 2021 para la aplicación de la metodología del DFC.

Deuda financiera neta y valor teórico contable

Balance de situación

Balance de situación (€mm)	31/12/20	30/06/21
Activos fijos		
Inmovilizado intangible	5.575	5.765
Inmovilizado material	16.128	16.089
Activos por derecho de uso	1.388	1.405
Otros activos no corrientes	691	583
Activos fijos	**23.782**	**23.842**
Capital circulante		
Existencias	519	467
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	3.115	3.508
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	(3.230)	(3.987)
Otros pasivos corrientes	(363)	(275)
Provisiones corrientes	(246)	(179)
Otros activos financieros corrientes	558	216
Ingresos diferidos	(871)	(870)
Capital circulante	**(518)**	**(1.120)**
Deuda financiera neta (reportada)		
Pasivos financieros	(17.539)	(17.554)
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	3.927	3.936
Deuda financiera neta (reportada)	**(13.612)**	**(13.618)**
Otros activos/pasivos con consideración de DFN		
Provisiones no corrientes	(1.052)	(1.059)
Activos/pasivos no corrientes mant. para la venta	1.995	2.033
Inversiones contab. por el método de participación	813	572
Activos financieros no corrientes	361	418
Otros activos/pasivos con consideración de DFN	**2.117**	**1.964**
DFN y otros activos/pasivos (reportado)	***(11.495)***	***(11.654)***
DFN y otros activos/pasivos (ajustado)	***(11.914)***	***(11.942)***
Otros		
Otros pasivos no corrientes	(346)	(479)
Activos por impuesto diferido	1.635	1.943
Pasivos por impuesto diferido	(1.793)	(1.843)
Otros	**(504)**	**(379)**
Patrimonio neto		
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	(8.028)	(7.513)
Intereses minoritarios	(1.625)	(1.564)
Acciones preferentes	(110)	(110)
Obligaciones perpetuas subordinadas	(1.502)	(1.502)
Patrimonio neto	**(11.265)**	**(10.689)**

Fuente: Informes anuales de la Compañía

Capital circulante

El capital circulante se reduce respecto del de 31 de diciembre de 2020 al verse claramente influenciado por los derivados de cobertura de materias primas que se han visto reducidos en €727mm, lo que no resultaría en una salida de caja. La Compañía reporta los derivados de cobertura de materias primas dentro de los epígrafes 'acreedores comerciales y otras cuentas a pagar' y 'deudores comerciales y otras cuentas a cobrar'.

La consideración de una potencial salida de caja futura por la posible posición excepcional que podría presentar el capital circulante a 30 de junio de 2021, tendría como impacto una potencial reducción de la conclusión de valor, que no se ha considerado.

Patrimonio neto

El patrimonio neto de la Compañía se ha reducido principalmente por el reparto de dividendos tanto a i) accionistas (por los que la OPA ajusta el precio de la Oferta en la misma cuantía) como ii) a participaciones no dominantes. Adicionalmente, esta reducción es parcialmente compensada con el resultado del periodo, el cual se ve reducido principalmente por la disminución del valor de los derivados de cobertura contratados.

El valor teórico contable por acción (reportado) se reduce de €8,4 a €7,8 debido a las variaciones explicadas anteriormente.

Valor teórico contable (VTC)	31/12/2020	30/06/2021	30/06/2021 (post div.)
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	8.028,0	7.513,0	7.513,0
Número de acciones (en mm)	969,6	969,6	969,6
Acciones propias (en mm)	(8,7)	(8,7)	(8,7)
Número de acciones excl. acciones propias (en mm)	960,9	960,9	960,9
Dividendo de agosto	-	-	0,3
VTC por acción (€)	**8,4**	**7,8**	**7,5**

Fuente: Informes anuales y trimestrales de la Compañía

Nota: Si se realizase el ajuste por los dividendos pagados en agosto de 2021 de cara a ser consistentes con la Oferta de €23 por acción (pre dividendos), el VTC por acción aumentaría un €0,63 por acción quedándose en €8,4 en línea con el de diciembre de 2020. El valor post dividendo a junio de 2021 estaría en €7,5 por acción.

4 Otros impactos

i. Deuda financiera neta y valor teórico contable

ii. Tasas de descuento (WACC)

iii. Intereses minoritarios

iv. Múltiplos de compañías comparables cotizadas y transacciones

Comparativa de rango WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020

Tasas de descuento en EUR

Los WACCs estimados a julio de 2021 están relativamente en línea con aquellos estimados a diciembre de 2020. Con excepción de Redes Gas España, cuyo rango WACC se mantiene en 5,50% en el rango bajo y cuyo rango alto disminuye un 0,25%, se observa un leve crecimiento en los WACCs en EUR a julio de 2021 en comparación con los estimados a diciembre de 2020.

Betas

En relación a las betas, se observa que las betas desapalancadas de Comercialización Gas, Electricidad y Servicios y de GNL Internacional se mantienen en línea con diciembre 2020. Por otra parte, las betas desapalancadas a julio de 2021 de Generación Europea Convencional, Redes Gas España y de Argentina Gas y Electricidad han disminuido con respecto a diciembre de 2020, mientras que en el caso de Generación Europea Renovable se han incrementado. En el caso de Redes Electricidad España, a julio de 2021 se observa un ligero aumento en el rango bajo y una disminución en el rango alto con respecto a diciembre de 2020.

Apalancamiento

Con excepción del apalancamiento de Argentina Gas y Electricidad, se observa una disminución del apalancamiento a julio de 2021 con respecto a diciembre de 2020.

Prima de riesgo país

Con respecto a diciembre de 2020, la prima de riesgo país de España y Argentina ha aumentado un 0,2% y un 0,8%, respectivamente.

Spread de deuda

Mientras que a julio de 2021 se observa un aumento en el spread de deuda de Generación Europa Convencional y de GNL Internacional con respecto a diciembre de 2020, éste ha disminuido para Comercialización Gas, Electricidad y Servicios, Generación Europa Renovable y de Redes Gas España. El spread de Redes Electricidad España se mantiene en línea con el estimado a diciembre 2020.

Tasas de descuento en EUR (cont.)

Resumen de WACCs (redondeados)		Rango Bajo	Rango Alto
WACCs en EUR:			
Comercialización gas, electricidad y servicios	julio de 2021	6,00%	6,50%
	diciembre de 2020	5,75%	6,25%
	Δ	0,25%	0,25%
Generación Europa (Convencional)	julio de 2021	6,25%	6,75%
	diciembre de 2020	6,00%	6,50%
	Δ	0,25%	0,25%
Generación Europa (Renovable)	julio de 2021	6,00%	6,50%
	diciembre de 2020	5,75%	6,00%
	Δ	0,25%	0,50%
WACC Pipeline (Renovable)	julio de 2021	6,00%	6,50%
	diciembre de 2020	n.a.	n.a.
	Δ	n.a.	n.a.
GNL Internacional	julio de 2021	7,50%	8,50%
	diciembre de 2020	7,25%	8,25%
	Δ	0,25%	0,25%
Redes electricidad España	julio de 2021	6,00%	6,25%
	diciembre de 2020	5,75%	6,25%
	Δ	0,25%	0,00%
Redes gas España	julio de 2021	5,50%	5,75%
	diciembre de 2020	5,50%	6,00%
	Δ	0,00%	-0,25%
Argentina gas	julio de 2021	15,75%	16,50%
	diciembre de 2020	15,50%	16,25%
	Δ	0,25%	0,25%
Argentina electricidad	julio de 2021	16,50%	17,25%
	diciembre de 2020	16,00%	16,75%
	Δ	0,50%	0,50%

Fuente: Análisis de Duff & Phelps, Capital IQ, BARRA, Bloomberg
Para mayor detalle de las diferencias en los parámetros, consultar las páginas siguientes

Spread de deuda (cont.)

A diferencia de Argentina, cuyos spreads han sido estimados en base al Composite BB a 20 años en EUR, los spreads de deuda de las líneas de negocio cuyos flujos de efectivo están denominados en EUR han sido estimados de acuerdo a la mediana de los spreads de las emisiones de las compañías comparables de cada línea de negocio.

El spread del Composite BB a 20 años en EUR ha disminuido de 1,4% a diciembre de 2020 a 1,2% a julio de 2021.

Comparativa de rango WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020

Tasas de descuento en EUR (cont.)

La siguiente tabla muestra las diferencias en parámetros entre julio de 2021 y diciembre de 2020:

Comparativa de los parámetros de WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020

	Comercialización gas, electricidad y servicios				Generación Europa (Convencional)				Generación Europa (Renovable)				WACC Pipeline [1]		GNL Internacional			
	diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,58	0,67	0,58	0,67	0,62	0,68	0,60	0,68	0,59	0,64	0,61	0,70	0,64	0,74	0,81	1,01	0,82	1,01
Deuda / Capital (D)	34%	34%	32%	32%	30%	30%	26%	26%	41%	40,5%	38,6%	38,6%	37,6%	37,6%	30,1%	30,1%	29,9%	29,9%
Fondos Propios / Capital (E)	66%	66%	68%	68%	70%	70%	74%	74%	59%	59,5%	61,4%	61,4%	62,4%	62,4%	69,9%	69,9%	70,1%	70,1%
Tipo Impositivo (t)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta (reapalancada)	0,81	0,93	0,79	0,91	0,82	0,90	0,75	0,86	0,89	0,97	0,89	1,03	0,93	1,08	1,07	1,33	1,08	1,33
Coste de los Fondos Propios																		
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Prima de riesgo país (CRP)	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%
Diferencial de Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasa de Referencia Local	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%
Beta reapalancada (B)	0,81	0,93	0,79	0,91	0,82	0,90	0,75	0,86	0,89	0,97	0,89	1,03	0,93	1,08	1,07	1,33	1,08	1,33
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**7,5%**	**8,1%**	**7,5%**	**8,1%**	**7,5%**	**8,0%**	**7,3%**	**7,9%**	**7,9%**	**8,3%**	**8,1%**	**8,8%**	**8,0%**	**8,8%**	**8,9%**	**10,4%**	**9,1%**	**10,5%**
Coste de la Deuda																		
Tasa de Referencia Local	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%
Spread de Deuda	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	1,6%	1,6%	1,9%	1,9%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,1%	4,1%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	4,6%	4,6%	5,0%	5,0%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,9%**	**3,1%**	**3,1%**	**2,9%**	**2,9%**	**2,8%**	**2,8%**	**2,8%**	**2,8%**	**3,5%**	**3,5%**	**3,8%**	**3,8%**
WACC																		
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	4,9%	5,3%	5,1%	5,5%	5,2%	5,6%	5,4%	5,9%	4,7%	5,0%	5,0%	5,4%	5,0%	5,5%	6,2%	7,2%	6,4%	7,4%
WACC Estimado	5,87%	6,31%	6,03%	6,48%	6,11%	6,46%	6,18%	6,63%	5,85%	6,11%	6,04%	6,51%	6,06%	6,57%	7,29%	8,29%	7,48%	8,48%
WACC (Redondeado)	**5,75%**	**6,25%**	**6,00%**	**6,50%**	**6,00%**	**6,50%**	**6,25%**	**6,75%**	**5,75%**	**6,00%**	**6,00%**	**6,50%**	**6,00%**	**6,50%**	**7,25%**	**8,25%**	**7,50%**	**8,50%**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps, Capital IQ, BARRA, Bloomberg

(1) No existe comparativa con la tasa de descuento a diciembre de 2020 para esta línea de negocio ya que no fue considerada en el Informe.

Comparativa de rango WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020

Tasas de descuento en EUR (cont.)

La siguiente tabla muestra las diferencias en parámetros entre julio de 2021 y diciembre de 2020:

Comparativa de los parámetros de WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020 (cont.)

	Redes electricidad España				Redes gas España				Argentina Gas				Argentina Electricidad			
	diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,55	0,65	0,58	0,63	0,50	0,59	0,48	0,55	0,52	0,67	0,45	0,61	0,59	0,77	0,56	0,71
Deuda / Capital (D)	38,6%	38,6%	35,9%	35,9%	42,4%	42,4%	41,1%	41,1%	33,5%	33,5%	35,0%	35,0%	30,2%	30,2%	33,1%	33,1%
Fondos Propios / Capital (E)	61,4%	61,4%	64,1%	64,1%	57,6%	57,6%	58,9%	58,9%	66,5%	66,5%	65,0%	65,0%	69,8%	69,8%	66,9%	66,9%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta (reapalancada)	0,81	0,96	0,82	0,89	0,78	0,91	0,74	0,83	0,71	0,93	0,63	0,85	0,79	1,01	0,77	0,98
Coste de los Fondos Propios																
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Prima de riesgo país (CRP)	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	11,6%	11,6%	12,5%	12,5%	11,6%	11,6%	12,5%	12,5%
Diferencial de Inflación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%
Tasa de Referencia Local	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	13,6%	13,6%	14,5%	14,5%	13,6%	13,6%	14,5%	14,5%
Beta reapalancada (B)	0,81	0,96	0,82	0,89	0,78	0,91	0,74	0,83	0,71	0,93	0,63	0,85	0,79	1,01	0,77	0,98
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**7,5%**	**8,3%**	**7,6%**	**8,1%**	**7,3%**	**8,1%**	**7,2%**	**7,7%**	**17,6%**	**18,7%**	**18,0%**	**19,2%**	**18,0%**	**19,2%**	**18,7%**	**19,8%**
Coste de la Deuda																
Tasa de Referencia Local	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,2%	3,2%	13,6%	13,6%	14,5%	14,5%	13,6%	13,6%	14,5%	14,5%
Spread de Deuda	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	3,8%	3,8%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	15,1%	15,1%	15,7%	15,7%	15,1%	15,1%	15,7%	15,7%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**2,9%**	**2,9%**	**3,0%**	**3,0%**	**2,9%**	**2,9%**	**3,0%**	**3,0%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,8%**	**11,8%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,8%**	**11,8%**
WACC																
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	3,8%	3,8%	4,1%	4,1%	3,4%	3,4%	3,9%	3,9%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	4,6%	5,1%	4,9%	5,2%	4,2%	4,6%	4,2%	4,5%	11,7%	12,5%	11,7%	12,5%	12,5%	13,4%	12,5%	13,3%
WACC Estimado	5,70%	6,20%	5,97%	6,25%	5,45%	5,89%	5,47%	5,78%	15,48%	16,25%	15,79%	16,59%	15,96%	16,84%	16,43%	17,17%
WACC (Redondeado)	**5,75%**	**6,25%**	**6,00%**	**6,25%**	**5,50%**	**6,00%**	**5,50%**	**5,75%**	**15,50%**	**16,25%**	**15,75%**	**16,50%**	**16,00%**	**16,75%**	**16,50%**	**17,25%**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps, Capital IQ, BARRA, Bloomberg

Comparativa de rango WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020

Tasas de descuento en moneda local

Los WACCs estimados a julio de 2021 están en línea con los estimados a diciembre de 2020. Los rangos WACC de México Gas y Panamá Electricidad caen un 0,25% y un 0,50% con respecto a diciembre de 2020, respectivamente. Mientras que a julio de 2021, el rango bajo de Generación Internacional se mantiene en línea con diciembre 2020, el rango alto sube un 0,25%.

Betas

En relación a las betas, se observa que con excepción de las betas proyectadas (rango alto) de Generación Internacional, cuya beta desapalancada aumenta levemente un 0,01, las betas desapalancadas históricas y proyectadas de Chile, Brasil y México Gas y Panamá Electricidad disminuyen.

Apalancamiento

A julio de 2021 se observa un ligero aumento en el apalancamiento de todas las líneas de negocio con respecto a diciembre de 2020.

Prima de riesgo país

Con respecto a diciembre de 2020, la prima de riesgo país de Chile (+0,2%), Brasil (+0,3%) y de México (+0,2%) aumentan levemente, posicionándose es un 1,3%, 3,2% y 2,1%, respectivamente. Como consecuencia de los aumentos observados en la mayoría de los países, la prima de riesgo ponderada de Generación Internacional aumenta levemente del 2,1% a diciembre de 2020 a 2,2% a julio de 2021. A diferencia de los demás países, la prima de riesgo país de Panamá disminuye un 0,2%, posicionándose en un 2,2% a julio de 2021.

Diferencial de inflación

El diferencial de inflación a julio de 2021 se mantiene en línea con el estimado a diciembre de 2020.

Tasas de descuento en moneda local (cont.)

Resumen de WACCs (redondeados)		Rango Bajo	Rango Alto
WACCs en moneda local:			
Generación Internacional (USD)	julio de 2021	7,50%	8,50%
	diciembre de 2020	7,50%	8,25%
	Δ	*0,00%*	*0,25%*
Chile Gas (CLP)	julio de 2021	6,75%	7,50%
	diciembre de 2020	6,75%	7,50%
	Δ	*0,00%*	*0,00%*
Brasil Gas (BRL)	julio de 2021	8,25%	9,00%
	diciembre de 2020	8,25%	9,00%
	Δ	*0,00%*	*0,00%*
México Gas (MXN)	julio de 2021	7,50%	8,25%
	diciembre de 2020	7,75%	8,50%
	Δ	*-0,25%*	*-0,25%*
Panamá Electricidad (USD)	julio de 2021	7,50%	8,25%
	diciembre de 2020	8,00%	8,75%
	Δ	*-0,50%*	*-0,50%*

Fuente: Análisis de Duff & Phelps, Capital IQ, BARRA, Bloomberg
Para mayor detalle de las diferencias en los parámetros, consultar la página siguiente.

Spread de deuda

Los spreads de deuda de las líneas de negocio cuyos flujos de efectivo están denominados en moneda local han sido estimados de acuerdo al Composite BBB a 20 años en USD, cuyo spread implícito ha disminuido del 1,4% a diciembre de 2020 al 1,2% a julio de 2021.

Comparativa de rango WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020

Tasas de descuento en moneda local (cont.)

La siguiente tabla muestra las diferencias en parámetros entre julio de 2021 y diciembre de 2020:

Comparativa de los parámetros de WACC a julio 2021 vs. diciembre 2020 (cont.)

	Generación Internacional (USD)				Chile Gas (CLP)				Brasil Gas (BRL)				México Gas (MXN)				Panamá Electricidad (USD)			
	diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021		diciembre 2020		julio 2021	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,60	0,76	0,58	0,77	0,52	0,67	0,45	0,61	0,52	0,67	0,45	0,61	0,52	0,67	0,45	0,61	0,59	0,77	0,56	0,71
Deuda / Capital (D)	28%	28%	31%	31%	34%	34%	35%	35%	34%	34%	35%	35%	34%	34%	35%	35%	30%	30%	33%	33%
Fondos Propios / Capital (E)	72%	72%	69%	69%	66%	66%	65%	65%	66%	66%	65%	65%	66%	66%	65%	65%	70%	70%	67%	67%
Tipo Impositivo (t)	30%	30%	30%	30%	27%	27%	27%	27%	34%	34%	34%	34%	30%	30%	30%	30%	25%	25%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0,76	0,96	0,77	1,01	0,71	0,92	0,63	0,85	0,69	0,89	0,61	0,82	0,70	0,91	0,62	0,84	0,79	1,01	0,77	0,98
Coste de los Fondos Propios																				
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Prima de riesgo país (CRP)	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	1,1%	1,1%	1,3%	1,3%	2,9%	2,9%	3,2%	3,2%	1,9%	1,9%	2,1%	2,1%	2,5%	2,5%	2,2%	2,2%
Diferencial de Inflación	-	-	-	-	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	-	-	0,0%	0,0%
Tasa de Referencia Local	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,3%	4,3%	4,6%	4,6%	6,2%	6,2%	6,6%	6,6%	5,4%	5,4%	5,6%	5,6%	5,0%	5,0%	4,7%	4,7%
Beta reapalancada (B)	0,76	0,96	0,77	1,01	0,71	0,92	0,63	0,85	0,69	0,89	0,61	0,82	0,70	0,91	0,62	0,84	0,79	1,01	0,77	0,98
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**8,8%**	**9,9%**	**8,9%**	**10,3%**	**8,2%**	**9,3%**	**8,0%**	**9,2%**	**10,0%**	**11,1%**	**10,0%**	**11,2%**	**9,3%**	**10,4%**	**9,0%**	**10,2%**	**9,3%**	**10,5%**	**9,0%**	**10,1%**
Coste de la Deuda																				
Tasa de Referencia Local	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,3%	4,3%	4,6%	4,6%	6,2%	6,2%	6,6%	6,6%	5,4%	5,4%	5,6%	5,6%	5,0%	5,0%	4,7%	4,7%
Spread de Deuda	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	7,6%	7,6%	7,8%	7,8%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,4%	6,4%	5,9%	5,9%
Tipo Impositivo (t)	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,2%**	**5,2%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,5%**	**4,5%**
WACC																				
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	6,3%	7,1%	6,2%	7,1%	5,4%	6,2%	5,2%	6,0%	6,6%	7,4%	6,5%	7,3%	6,2%	6,9%	5,9%	6,6%	6,5%	7,4%	6,0%	6,7%
WACC Estimado	7,5%	8,3%	7,5%	8,4%	6,84%	7,60%	6,70%	7,49%	8,3%	9,1%	8,3%	9,1%	7,8%	8,6%	7,5%	8,3%	7,9%	8,8%	7,5%	8,2%
WACC (Redondeado)	**7,50%**	**8,25%**	**7,50%**	**8,50%**	**6,75%**	**7,50%**	**6,75%**	**7,50%**	**8,25%**	**9,00%**	**8,25%**	**9,00%**	**7,75%**	**8,50%**	**7,50%**	**8,25%**	**8,00%**	**8,75%**	**7,50%**	**8,25%**

Fuente: Análisis de Duff & Phelps, Capital IQ, BARRA, Bloomberg

Impacto en valor

El impacto total en valor del cambio en WACC, tal y como se muestra en las páginas anteriores, se sitúa entre **€128mm y (€454mm).**

4 Otros impactos

i. Deuda financiera neta y valor teórico contable

ii. Tasas de descuento (WACC)

iii. Intereses minoritarios

iv. Múltiplos de compañías comparables cotizadas y transacciones

Impacto en intereses minoritarios

Variación de intereses minoritarios (€mm)

Compañía	Línea de negocio	% Particip.	Conclusión Valor Informe Complementario		Conclusión Valor Razonable Informe		Var. Conclusión Valor	
			Rango Bajo	Rango Alto	Rango Bajo	Rango Alto	Rango Bajo	Rango Alto
Metrogas, SA	Chile Gas	55,6%	(408)	(511)	(409)	(513)	*-0,2%*	*-0,5%*
Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro, SA (1)	Brasil Gas	54,2%	(372)	(407)	(343)	(376)	*8,4%*	*8,2%*
Fuerza y Energia de Tuxpan SA de CV	Generación internacional	75,0%	(179)	(197)	(179)	(197)	*0,0%*	*0,0%*
Empresa de Distribución Electrica Metro Oeste SA	Electricidad Panamá	51,0%	(169)	(244)	(165)	(230)	*2,6%*	*6,0%*
Ecoelectrica L.P.	Generación internacional	35,6%	(72)	(72)	(72)	(72)	*0,0%*	*0,0%*
Europe Maghreb Pipeline, Ltd.	EMPL	77,2%	(31)	(31)	(31)	(31)	*0,0%*	*0,0%*
Naturgy Mexico, S.A. de C.V.	México Gas	70,9%	(567)	(686)	(470)	(551)	*20,6%*	*24,5%*
Ceg Río, S.A.	Brasil Gas	59,6%	(119)	(128)	(110)	(119)	*8,1%*	*8,0%*
Aprovisionadora global de energía, S.A.	Chile Gas	55,6%	(62)	(74)	(62)	(74)	*0,0%*	*0,0%*
Nedgia Catalunya, S.A.	Redes Gas España	80,0%	(741)	(780)	(671)	(740)	*10,4%*	*5,4%*
Nedgia Madrid, S.A.	Redes Gas España	80,0%	(199)	(229)	(199)	(219)	*0,2%*	*4,7%*
Otros	n.a.	n.a.	(785)	(927)	(785)	(927)	*0,0%*	*0,0%*
Total			**(3.704)**	**(4.286)**	**(3.496)**	**(4.049)**	***5,9%***	***5,8%***

Fuente: Cuentas anuales de la Compañía, cuentas anuales de cada empresa y análisis adicional de Duff & Phelps
(1) Para estimar el valor razonable de las participaciones no dominantes de la Companhia Distribuidora de Gas do Rio de Janeiro, S.A, hemos considerado un ajuste adicional de €24mm relacionado con el valor contable de las participaciones no dominantes de esta empresa.

Impacto en la valoración de los intereses minoritarios

La tabla superior detalla los intereses minoritarios más significativos de la Compañía. Los intereses minoritarios de la Compañía se atribuyen a las empresas consolidadas mediante integración global de las que Naturgy no posee el 100% del accionariado. Referirse al Informe para mayor detalle.

Respecto al impacto de los minoritarios, su valoración está ligada a la evolución de valor de ciertas líneas de negocio, siendo el aumento en la valoración de México Gas el principal motivo del impacto en minoritarios.

Concluimos con un rango **de (€3.704mm) a (€4.286mm)** lo que implica una variación negativa en el precio de la acción de (**€0,22) a (€0,25)**.

Impacto en intereses minoritarios

€mm	Bajo	Alto
Rango de Valor VE – Informe	(3.496)	(4.049)
Rango de Valor VE – Informe Complementario	(3.704)	(4.286)
Var. Valor VE (€mm)	**(208)**	**(237)**
€/acción – Informe	(€3,64)	(€4,21)
€/acción – Informe Complementario	(€3,85)	(€4,46)
Var. €/acción	**(0,22)**	**(0,25)**

4 Otros impactos

i. Deuda financiera neta y valor teórico contable

ii. Tasas de descuento (WACC)

iii. Intereses minoritarios

iv. Múltiplos de compañías comparables cotizadas y transacciones

Múltiplos de compañías comparables cotizadas

Mútiplos de compañías cotizadas

En línea con el análisis realizado previamente mostrado en la sección 10 del Informe de valoración, hemos actualizado a 31 de julio de 2021 los múltiplos de cotizadas (principalmente los múltiplos de 2021 y los implícitos) para cada grupo de comparables de Naturgy para posteriormente, de acuerdo a los EBITDAs estimados actualizados para cada línea de negocio, calcular un múltiplo promedio ponderado aplicable al EBITDA total de la Compañía. En cuánto a la expansión en renovables, se ha considerado el impacto de forma separada (punto medio del rango del DFC).

	Mediana de los Múltiplos por Grupo				% EBITDA			
	2019	2020	2021E	Media 16-20(1)	2019(3)	2020(4)	2021E	Media 21-25
Gas & Electricidad								
Generación Europa								
Generación Convencional	9,7x	10,0x	7,9x	9,1x	2,3%	4,4%	4,8%	5,6%
Generación Renovables	12,8x	21,3x	13,3x	14,6x	3,9%	5,2%	5,7%	5,5%
Generación Internacional	7,3x	6,4x	5,3x	7,2x	8,8%	8,8%	10,3%	10,6%
Comercialización gas, electricidad y servicios	9,9x	9,7x	8,0x	9,0x	10,3%	4,3%	6,6%	9,6%
GNL Internacional	8,2x	10,1x	6,6x	10,2x	8,0%	3,4%	4,7%	4,8%
Infraestructuras EMEA								
Redes gas España	9,6x	9,2x	7,9x	9,4x	21,6%	24,6%	22,8%	21,0%
Redes electricidad España	9,8x	9,7x	8,0x	9,0x	15,6%	17,8%	17,3%	17,0%
EMPL (2)	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	7,2%	6,9%	4,5%	0,8%
Infraestructura LatAm Norte								
México Gas	10,8x	11,7x	9,2x	11,0x	5,3%	6,1%	6,3%	6,8%
Panamá Electricidad	8,3x	7,6x	6,1x	7,6x	3,4%	3,6%	4,0%	4,5%
Infraestructura LatAm Sur								
Chile Gas	10,8x	11,7x	9,2x	11,0x	5,5%	6,4%	5,8%	5,8%
Brasil Gas (2)	8,6x	8,6x	8,6x	8,6x	6,1%	5,9%	5,4%	6,2%
Argentina (Gas y Electricidad) (2)	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	2,0%	2,5%	1,9%	1,9%
Múltiplo Ponderado	**8,7x**	**9,1x**	**7,5x**	**9,2x**	100%	100%	100%	100%

(1) Los múltiplos históricos anteriores al 2019 no han sido ajustados por la aplicación de la NIIF 16.
(2) Múltiplos implícitos del DFC, ya que los múltiplos del mercado no son aplicables en estos casos (EMPL y Brasil no cuentan con un valor terminal. En el caso de Argentina, la incertidumbre política y alto CRP no estarían capturados en los múltiplos de mercado).
(3) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs por línea de negocio originalmente reportados en las CCAA de 2019
(4) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs reportados hasta los 9M20 bajo la estructura de reporte antigua.

Conclusión de valor

Al igual que para el análisis mostrado en la sección 10 del Informe, hemos aplicado los múltiplos mínimo y máximo calculados en la tabla de la izquierda (2019 y media 2016-2020) al EBITDA normalizado (actualizado) calculado como la media del periodo proyectado 2021-2025. Hemos descartado el múltiplo de 2021, debido a que es anormalmente bajo en relación a las observaciones históricas. Adicionalmente, hemos realizado los ajustes pertinentes a la deuda neta ajustada y otros activos/pasivos para estimar el rango de valor por acción.

€mm	Norm. (21-25)	
EBITDA normalizado (Actividades de Explotación) (5)	3.935	
Resto	(57)	
EBITDA Normalizado Total	**3.878** (5)	
Múltiplo Aplicado	**8,7x**	**9,2x**
VE Total	**33.570**	**35.677**
Inversión en renovables (6)	166	166
VE Total + Inversión en renovables	**33.736**	**35.843**
DFN Ajustada (7)	(11.942)	(11.942)
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.794**	**23.901**
Intereses Minoritarios (punto medio)	(3.995)	(3.995)
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**17.800**	**19.906**
€/acción @ 31.07.2021	***18,5***	***20,7***
€/acción @ 31.12.2020	***18,7***	***20,9***
Variación	*(0,2)*	*(0,2)*

(5) La normalización se ha estimado con la media de los EBITDAs proyectados (2021 – 2025) para cada una de las líneas de negocio.
(6) El impacto en valor calculado por DFC de la expansión en renovables (punto medio) se ha considerado de forma separada.
(7) Ver Sección 4 i. del Informe complementario.

Nota: Los múltiplos de 2021 se han actualizado a 31 de julio de 2021 y los EBITDAs de GNL Internacional, Redes Gas España, Redes Electricidad España y México Gas se han actualizado de acuerdo a lo mencionado previamente en este documento.

Múltiplos de transacciones

Múltiplos de transacciones

En línea con el análisis realizado previamente mostrado en la sección 10 del Informe de valoración, hemos actualizado el análisis de múltiplos de transacciones incluyendo las operaciones que se han cerrado desde la Fecha de Valoración al 31 de julio de 2021. En cuánto a la expansión en renovables, se ha considerado el impacto de forma separada (punto medio del rango del DFC).

	Múltiplos de Transacciones			% EBITDA			
	1 Cuart.	Mediana	3 Cuart.	2019(3)	2020(4)	2021E	Media 21-25
Gas & Electricidad							
Generación Europa							
Generación Convencional	7,0x	7,9x	9,9x	2,3%	4,4%	4,8%	5,6%
Generación Renovable	8,0x	10,0x	14,2x	3,9%	5,2%	5,7%	5,5%
Generación Internacional	7,6x	8,3x	9,2x	8,8%	8,8%	10,3%	10,6%
Comercialización gas, electricidad y servicios (1)	7,0x	7,0x	7,0x	10,3%	4,3%	6,6%	9,6%
GNL Internacional	9,9x	10,4x	12,6x	8,0%	3,4%	4,7%	4,8%
Infraestructuras EMEA							
Redes gas España	6,1x	10,6x	12,6x	21,6%	24,6%	22,8%	21,0%
Redes electricidad España	9,6x	10,3x	12,6x	15,6%	17,8%	17,3%	17,0%
EMPL (2)	0,2x	0,2x	0,2x	7,2%	6,9%	4,5%	0,8%
Infraestructuras LatAm Norte							
México Gas	7,9x	8,5x	10,2x	5,3%	6,1%	6,3%	6,8%
Panamá Electricidad	9,6x	11,8x	14,3x	3,4%	3,6%	4,0%	4,5%
Infraestructuras LatAm Sur							
Chile Gas	7,9x	8,5x	10,2x	5,5%	6,4%	5,8%	5,8%
Brasil Gas (2)	8,6x	8,6x	8,6x	6,1%	5,9%	5,4%	6,2%
Argentina (Gas y Electricidad) (2)	0,9x	0,9x	0,9x	2,0%	2,5%	1,9%	1,9%
% EBITDA				100%	100%	100%	100%
Múltiplo Ponderado				**8,6x**	**8,7x**	**8,9x**	**9,2x**

(1) Para Comercialización gas, electricidad y servicios, hemos aplicado el múltiplo de la adquisición del negocio de comercialización de EDP en España por Total S.A., ya que se trata de la transacción comparable más relevante y reciente.
(2) Múltiplos implícitos del DFC, ya que los múltiplos del mercado no son aplicables en estos casos (EMPL y Brasil no cuentan con un valor terminal. En el caso de Argentina, la incertidumbre política y alto CRP no estarían capturados en los múltiplos de mercado).
(3) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs por línea de negocio originalmente en las CCAA de 2019.
(4) Ponderación de acuerdo a los EBITDAs reportados hasta los 9M2020 bajo la estructura de reporte antigua.
(5) Hemos concluido en la mediana de los múltiplos de las transacciones comparables. Debido a la falta de información pública suficiente, no ha sido posible realizar un análisis de regresión a factores como márgenes o crecimiento.

Conclusión de valor

Al igual que para el análisis mostrado en la sección 10 del Informe, hemos aplicado los múltiplos mínimo y máximo de la tabla de la izquierda, a un EBITDA normalizado calculado como la media del periodo proyectado 2021-2025. Adicionalmente, hemos realizado los ajustes pertinentes a la deuda neta y otros activos/pasivos para estimar el rango de valor por acción.

€mm	**Norm. (21-25)**	
EBITDA Total (Actividades de Explotación) (5)	3.935	
Resto	(57)	
EBITDA Total	**3.878 (5)**	
Múltiplo aplicado	**8,6x**	**9,2x**
VE Total	**33.467**	**35.569**
Inversión en renovables (6)	166	166
VE Total + inversión en renovables	**33.633**	**35.735**
DFN Ajustada (7)	(11.942)	(11.942)
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.690**	**23.793**
Intereses Minoritarios	(3.995)	(3.995)
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**17.696**	**19.798**
€/acción @ 31.07.2021	***18,4***	***20,6***
€/acción @ 31.12.2020	***18,8***	***20,9***
Variación	*(0,4)*	*(0,3)*

(5) La normalización se ha estimado con la media de los EBITDAs proyectados (2021 – 2025) para cada una de las líneas de negocio.
(6) El impacto en valor de la expansión en renovables (punto medio) se ha considerado de forma separada.
(7) Ver Sección 4 i. del Informe complementario

Nota: Se han añadido 13 transacciones con respecto a las seleccionadas en el Informe en las siguientes líneas de negocio: Generación Convencional, Generación Renovable Europa, Generación Renovable LatAm, Redes Electricidad Europa, Redes Electricidad LatAm, Redes Gas Europa y Redes Gas LatAm.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Generación Convencional – Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Convencional - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Four Combined Cycle Gas Turbines of Drax Smart Generation Holdco Limited	VPI Holding Ltd		02/02/2021	EUR	100%	213	n.a.	2.007	n.a.	0,11
2	Energias de Portugal S.A. (1.7 GW portfolio hidroeléctrico)	ENGIE SA; Credit Agricole Assurances SA; Mirova SA		17/12/2020	EUR	100%	2.200	154	1.689	14,3 x	1,30
3	Uniper SE	Fortum Oyj		08/05/2020	EUR	23%	12.073	1.371	35.100	8,8 x	0,34
4	Scottish Power Ltd (portfolio activos de generación)	Drax Group Plc		01/01/2019	EUR	100%	771	110	2.566	7,0 x	0,30
5	T-Power NV/SA	Tessenderlo Group NV		02/10/2018	EUR	80%	346	52	425	6,6 x	0,81
6	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763 (1)	15.572	8,8x / 10,3x (1)	n.a.
7	Eight CHP Assets in Poland	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.		13/11/2017	EUR	100%	1.015	146	3300	7,0 x	0,31
8	FHH (Guernsey) Ltd.	Brookfield Renewable UK Hydro Limited		14/08/2017	EUR	25%	776	n.a.	2.100	n.a.	0,37
9	Centrica plc, Langage & South Humber Bank Power Stations	EP UK Investments Limited		20/07/2017	EUR	100%	361	n.a.	2.300	n.a.	0,16

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	6,6 x	0,11
1er Cuartil	**7,0 x**	**0,26**
Media	9,0 x	0,46
Mediana	7,9 x	0,33
3er Cuartil	**9,9 x**	**0,48**
Máx	14,3 x	1,30

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

(1) Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de €4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de €3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Transacciones nuevas

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Generación Convencional – Europa

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

1 Drax Generation Enterprise Limited fue adquirida por VPI Generation Limited por €214mm

La transacción comprende cuatro centrales eléctricas CCGT. DGEL también posee los activos hidroeléctricos y de almacenamiento por bombeo del Grupo y es accionista de SMW Limited y estos activos, acciones y empleados se transferirán fuera de DGEL antes de su finalización y serán retenidos por Drax.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Generación Renovable – Europa

A continuación, mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Renovable - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Polenergia S.A.	Brookfield Renewable Partners L.P.		22/02/2021	EUR	23%	772	57	249	13,5 x	3,10
2	Renewable Business of Viesgo Infraestructuras Energéticas	EDP Renováveis, S.A.		16/12/2020	EUR	100%	565	60	511	9,4 x	1,11
3	Grupo Iberwind	Ventient Energy S.a r.l.		08/10/2020	EUR	100%	987	154	726	6,4 x	1,36
4	Photovoltaic portfolio of ACS	Galp Energia, SGPS, S.A.		15/09/2020	EUR	75%	880	n.a.	900	n.a.	0,98
5	ACWA Power CF Karad PV Park EAD	Enery Development GmbH		10/09/2020	EUR	100%	100	12	60	8,2 x	1,67
6	572 MW Portfolio of Solar PV Power Plants in Spain of X-ELIO	China Three Gorges (Europe) S.A.		18/08/2020	EUR	100%	500	n.a.	500	n.a.	1,00
7	Renovalia Energy Group, S.L.U.	EF Solare Italia		23/04/2020	EUR	100%	709	42	1.000	16,8 x	0,71
8	ACCIONA Energia Internacional, S.A.	Acciona, S.A.; AXA		10/04/2020	EUR	33%	4.913	926	2.272	5,3 x	2,16
9	X-ELIO Energy, S.L.	Brookfield Renewable Partners L.P.		31/12/2019	EUR	50%	887	53	1.686	28,5 x	0,53
10	997 MW Operating Onshore Wind Portfolio	J.P. Morgan Asset Management		30/07/2019	EUR	51%	1.600	n.a.	997	n.a.	1,60
11	EDF Energia Italia S.r.l.	Edison S.p.A.		17/07/2019	EUR	70%	246	70	342	3,5 x	0,72
12	250 MW Concentrated Solar Power facilities of ContourGlobal	Energy Infrastructure Partners		22/05/2019	EUR	49%	273	110	250	2,5 x	1,09
13	Sirocco Wind Holding AB	The Renewables Infrastructure Group Limited		31/03/2019	EUR	100%	359	22	213	16,4 x	1,69
14	Eolia Renovables de Inversiones, S.C.R., S.A.	Alberta Investment Management Corporation		05/03/2019	EUR	90%	1.400	n.a.	669	14,4 x	2,09
15	EDP Small Hydro, S.A.	Aquila Capital		19/12/2018	EUR	100%	164	21	103	7,8 x	1,59
16	RTR	Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR SpA; F2i		10/10/2018	EUR	100%	1.300	130	334	10,0 x	3,89
17	Eolus Vind AB, 79-MW Jenasen Wind Project	MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH		30/08/2018	EUR	100%	106	n.a.	79	n.a.	1,34
18	Saeta Yield, S.A.	TerraForm Power, Inc.		12/06/2018	EUR	100%	2.450	242	1.028	10,1 x	2,38
19	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763(1)	15.572	8,8x / 10,3x(1)	n.a.
20	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	3.763	15.572	10,3 x	n.a.
21	Atlantica Yield plc (nka:Atlantica Sustainable Infrastructure plc)	Algonquin Power & Utilities Corp.		09/03/2018	EUR	25%	6.858	698	1.442	9,8 x	4,76
22	Alerion Clean Power S.p.A.	FRI-EL Green Power S.p.A.		18/12/2017	EUR	55%	319	36	306	8,8 x	1,04
23	Quadran SAS	Total Direct Energie SA		31/10/2017	EUR	100%	681	40	360	17,0 x	1,89
24	EDPR PT PE	ACE Portugal Sàrl		30/06/2017	EUR	49%	506	n.a.	442	n.a.	1,15
25	FUTUREN SA	EDF Energies Nouvelles S.A.		09/06/2017	EUR	62%	394	28	746	14,1 x	0,53

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	2,5 x	0,5 x
1er Cuartil	**8,0 x**	**1,0 x**
Media	11,2 x	1,6 x
Mediana	10,0 x	1,4 x
3er Cuartil	**14,2 x**	**1,9 x**
Máx	28,5 x	4,8 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

(1) Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Transacciones nuevas

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Generación Renovable – Europa

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

1 Brookfield Renewable Partners L.P. completó la adquisición de una participación del 22,8% en Polenergia S.A. por aproximadamente €145,4mm

Polenergia S.A., junto con sus subsidiarias, genera, distribuye y comercializa electricidad en Polonia. Obtiene la mayor parte de su EBITDA del desarrollo, construcción y mantenimiento de instalaciones que generan energía eléctrica a partir de activos de generación de energía solar y eólica.

7 EF Solare Italia adquirió Renovalia Energy Group, S.L.U. de Cerberus Capital Management, L.P., por €709mm

Renovalia Energy Group, S.L.U. se dedica principalmente a la promoción, ingeniería, construcción, producción y venta de electricidad generada a través de fuentes de energía renovables. La compañía opera proyectos de energía eólica, energía fotovoltaica, energía solar térmica y pequeñas centrales hidroeléctricas.

9 Brookfield Renewable Partners L.P., junto con otros socios, adquirió una participación del 50% en X-ELIO Energy, S.L. por €443mm

X-ELIO Energy, S.L. desarrolla, construye y opera plantas fotovoltaicas.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Generación Renovable – LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Generación Renovable - LatAm:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	MW	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
1	Santa Vitória do Palmar Holding S.A.	Omega Geração S.A.		30/11/2020	EUR	78%	246	29	402	8,4 x	0,61
2	Two solar PV power plants of Solarpack	Solarpack		10/09/2019	EUR	91%	52	n .d.	43	n. d.	1,20
3	Four solar PV power plants of Solarpack	CVE Chile		26/10/2018	EUR	100%	40	n. d.	45	n. d.	0,89
4	Infigen Energy Limited	Iberdrola Renewables Australia Pty Ltd		21/10/2020	EUR	100%	881	100	907	8,8 x	0,97
5	EDP Renovaveis (Parques eólicos)	Actis LLP		12/02/2020	EUR	100%	286	n.a.	137	n.a.	2,08
6	Renova Energia S.A.	Cemig Geração e Transmissão S.A.; Light Energia S.A.		04/04/2019	EUR	52%	134	n.a.	628	n.a.	0,21
7	Tamar Pequenas Centrais Hidroelétricas S.A.	Statkraft Renováveis S.A.		21/12/2018	EUR	100%	170	n.a.	201	n.a.	0,85
8	CPFL Energias Renováveis S.A.	State Grid Brazil Power Participações Ltda.		26/11/2018	EUR	48%	3.131	294	2.133	10,6 x	1,47

	VE/ EBITDA implícito	€mm / MW
Mín	8,4 x	0,2 x
1er Cuartil	**8,6 x**	**0,8 x**
Media	9,3 x	1,0 x
Mediana	8,8 x	0,9 x
3er Cuartil	**9,7 x**	**1,3 x**
Máx	10,6 x	2,1 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

Transacciones nuevas

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Generación Renovable – LatAm

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

2 Solarpack Corporación Tecnológica, S.A. adquirió una participación del 90,5% en dos proyectos solares fotovoltaicos por €46,7mm

Los activos adquiridos consisten en proyectos solares operativos de 43 MW de capacidad instalada ubicados en Perú.

3 CVE Chile adquirió cuatro plantas solares fotovoltaicas de Solarpack por €39,6mm

Las cuatro plantas tienen una capacidad total instalada de 45 MW y están ubicados en Chile.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Electricidad – Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Electricidad - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Western Power Distribution plc	National Grid plc		14/06/2021	EUR	100%	16.533	1.498	11,0 x
2	Viesgo Infraestructuras Energéticas, S.L.	EDP - Energias de Portugal, S.A.		16/12/2020	EUR	75%	2.135	169	12,6 x
3	Sorgenia SpA	Fondi Italiani per le Infrastrutture SGR SpA; F2i		06/10/2020	EUR	100%	1.815	161	11,3 x
4	Viesgo Espana, SL	Macquarie Group Limited		10/06/2020	EUR	40%	3.000	238	12,6 x
5	Energa SA	Polski Koncern Naftowy ORLEN Spólka Akcyjna		22/04/2020	EUR	80%	2.223	320	7,0 x
6	Eneco Groep N.V.	Mitsubishi Corporation		24/03/2020	EUR	100%	4.100	428	9,6 x
7	Sse Energy Services Group Limited	OVO Energy Ltd		15/01/2020	EUR	100%	584	60	9,7 x
8	Eidsiva Energi Vannkraft AS	E-CO Energi AS (nka:Hafslund E-CO Vannkraft AS)		30/09/2019	EUR	50%	801	126	6,4 x
9	innogy SE	E.ON SE		18/09/2019	EUR	77%	36.520	4.331	8,4 x
10	Total Direct Energie Société Anonyme	TOTAL S.A. (nka:TotalEnergies SE)		06/07/2018	EUR	73%	2.036	140	14,5 x
11	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763 (1)	8,8x / 10,3x (1)
12	Hafslund ASA (nka:Hafslund AS)	City of Oslo		28/07/2017	EUR	46%	2.386	178	13,4 x
13	Opus Energy Group Limited	Drax Group plc		10/02/2017	EUR	100%	406	40	10,1 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	6,4 x
1er Cuartil	**9,6 x**
Media	10,5 x
Mediana	10,3 x
3er Cuartil	**12,6 x**
Máx	14,5 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

(1) Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Transacciones nuevas

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Electricidad – Europa

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

1 National Grid plc llegó a un acuerdo para adquirir Western Power Distribution plc por €16,5bn

Western Power Distribution plc opera una red de distribución de electricidad en Midlands, South Wales y South West. Distribuye electricidad a aproximadamente 8 millones de usuarios finales con aproximadamente 55.500 km^2 de área de servicio. La red de la empresa consta de aproximadamente 90.000 kilómetros de líneas aéreas, 137.000 kilómetros de cables subterráneos y 189.000 transformadores.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Electricidad – LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Electricidad - LatAm:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Compañía General de Electricidad S.A.	State Grid International Development Co. Ltd.		29/07/2021	EUR	84%	4.166	754	13,8 x
2	Companhia de Eletricidade do Amapá S.A.	Equatorial Energia S.A.		25/06/2020	EUR	100%	303	44	6,8 x
3	CEB Distribuição S.A.	Bahia Geração de Energia S.A.		02/03/2021	EUR	100%	124	4	n.a.
4	Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.	Empresa de Energía del Cono Sur S.A.		30/09/2021	EUR	51%	135	23	5,9 x
5	Aeroport Group Limited	Aguas Andinas & Utilities Corp.		09/11/2020	EUR	100%	360	24	14,7 x
6	Dunas Energía S.A.A.	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.		07/08/2019	EUR	100%	346	31	11,4 x
7	Distribution Assets and Electricity Commercialization Business	Celsia Colombia S.A. E.S.P.		02/08/2019	EUR	100%	445	46	9,8 x
8	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.	Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A.		04/12/2018	EUR	94%	2.081	181	11,6 x
9	Energisa Mato Grosso – Distribuidora de Energia S.A.	Energisa S.A.		16/04/2019	EUR	31%	931	166	5,6 x
10	Enel Distribución Chile S.A.	Enel Brasil S.A.		14/02/2017	EUR	99%	942	56	16,8 x
11	EDP Espírito S.S.	State Grid Brazil Power Participações Ltda.		22/12/2017	EUR	33%	11.372	1.068	10,4 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	5,3 x
1er Cuartil	9,6 x
Media	11,5 x
Mediana	11,8 x
3er Cuartil	14,3 x
Máx	16,8 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

Transacciones nuevas

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Electricidad – LatAm

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

❷ Equatorial Energia S.A. ha alcanzado un acuerdo para adquirir Companhia de Eletricidade do Amapá por €203mm

La compañía Equatorial Energia adquirió la distribuidora Companhia de Eletricidade do Amapá en una subasta pública en la bolsa paulista B3 conducida por el banco de desarrollo BNDES. Como único postor, Equatorial presentó una oferta de 50.000 reales (US$10.100) por CEA, pero deberá asumir la deuda de la empresa y comprometerse a invertir 500 millones de reales.

❸ Bahia Geração de Energia S.A.. llegó a un acuerdo para adquirir CEB Distribuição S.A. por €324mm

CEB Distribuição S.A. se dedica a la distribución y venta de energía eléctrica mediante la construcción y operación de estaciones y redes de distribución de energía eléctrica en el Distrito Federal.

❹ Empresa de Energía del Cono Sur S.A. llegó a un acuerdo para adquirir un 51% de Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte por aproximadamente €85mm

Edenor S.A. es una empresa privada constituida por el Estado argentino el 21 de julio de 1992 que tiene por objeto la prestación del servicio de distribución y comercialización de energía eléctrica dentro de la zona noroeste de la Ciudad de Buenos Aires y 20 partidos del conurbano bonaerense.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Gas – Europa

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Gas - Europa:

	Adquirida	Comprador	País (Adquirida)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Gas Connect Austria GmbH	VERBUND AG		5/31/2021	EUR	51%	3.144	349,0	9,0 x
2	EVN AG	Wiener Stadtwerke GmbH		05/08/2020	EUR	28%	3.674	673	5,5 x
3	HMN GasNet P/S	Energinet.dk		01/10/2019	EUR	100%	242	45	5,4 x
4	DESFA S.A.	Fluxys Belgium SA; Snam S.p.A.		20/12/2018	EUR	66%	854	148	5,8 x
5	Swedegas AB	FS Gas Transport AB		21/11/2018	EUR	100%	194	28,0	6,9 x
6	EPA Attica/EDA Attica	Public Gas Corporation of Greece (DEPA) S.A.		28/11/2018	EUR	49%	306	27	11,5 x
7	50.1% of Redexis Gas, S.A. and 50.1% of Redexis Gas Finance	The ATP Group; CNIC Corporation Limited		20/06/2018	EUR	100%	3.000	162,2	18,5 x
8	Gas Natural SDG, S.A. (nka:Naturgy Energy Group, S.A.)	CVC Capital Partners Limited		18/05/2018	EUR	20%	38.705	4.375 / 3.763 (1)	8,8x / 10,3x (1)
9	Nedgia, S.A.	Allianz Capital Partners GmbH		19/03/2018	EUR	20%	13.935	889	15,7 x
10	Gas Natural Vendita Italia S.p.A and Shah Deniz II	Edison S.p.A.		18/04/2018	EUR	100%	263	20,2	13,0 x
11	Nedgia SpA and Gas Natural Italia SpA	2i Rete Gas SpA		01/02/2018	EUR	100%	727	64,0	11,4 x
12	Naturgas Energía Distribución, S.A.U.	Abu Dhabi Investment Council		27/07/2017	EUR	100%	2.591	159	16,3 x
13	Energeticky a prumyslovy holding, a.s.	EP Investment S.a r.l.; EP Investment 2 S.a.r.l.		27/02/2017	EUR	35%	9.667	1.923	5,0 x
14	EDP Gas, SPGS, SA	REN Gás, S.A.		04/10/2017	EUR	100%	532	49	11,0 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	5,0 x
1er Cuartil	**6,1 x**
Media	10,4 x
Mediana	10,6 x
3er Cuartil	**12,6 x**
Máx	18,5 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

(1) Estamos considerando un rango de múltiplos desde 8,8x (basado en el EBITDA PDM de € 4.375mm) a 10,3x (basado en el EBITDA UDM de € 3.763mm). Sin embargo, para los propósitos de nuestro análisis, estamos considerando 10,3x (basado en el EBITDA UDM).

Transacciones nuevas

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Gas – Europa

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

1 VERBUND AG acordó adquirir una participación del 51% en Gas Connect Austria GmbH por una contraprestación en efectivo de €752,8mm

Gas Connect Austria GmbH construye y opera gasoductos de alta presión de gas natural en Austria. También se dedica a la comercialización, transporte y almacenamiento de gas. La empresa distribuye a través de estaciones de gas natural, estaciones de compresión y estaciones de medición y transferencia en Austria.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Gas – LatAm

A continuación mostramos el análisis de múltiplos de transacciones para la línea de negocio Redes Gas - LatAm:

	Adquirida	Comprador	Country (Target)	Fecha de Cierre	Moneda	% Adquirido	VE implícito (€mm)	EBITDA (€mm)	VE/ EBITDA implícito
1	Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	Sempra Energy (nka:Sempra)		24/05/2021	EUR	26%	8.496	619	13,7 x
2	Transportadora Associada de Gás S.A.	Caisse de dépôt et placement du Québec		13/06/2019	EUR	90%	7.967	990	8,0 x
3	Gas Natural SA, ESP	Brookfield Infrastructure Partners L.P.		01/06/2018	EUR	100%	1.005	138	7,3 x
4	Compañía General de Electricidad S.A.[(1)]	Gas Natural Fenosa Chile S.A.		11/11/2014	EUR	54%	6.000	464	9,0 x

	VE/ EBITDA implícito
Mín	7,3 x
1er Cuartil	7,9 x
Media	9,5 x
Mediana	8,5 x
3er Cuartil	10,2 x
Máx	13,7 x

Fuente: Mergermarket, S&P Capital IQ, notas de prensa y análisis D&P

(1) Transacción incluida en el análisis debido a su relevancia para la línea de negocio, a pesar de estar fuera de nuestros parámetros de selección de fechas.

Múltiplos de transacciones – Descripción de las transacciones

Redes Gas – LatAm

A continuación se describen las nuevas transacciones identificadas. Las otras transacciones ya están descritas en el Informe inicial.

1 Sempra Energy adquirió una participación del 30% en Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V. por €1,4bn

Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V. desarrolla, construye y opera proyectos de infraestructura energética en México. Opera a través de tres segmentos: Gas, Almacenamiento y Energía.

5 Conclusión

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico y resto de análisis

Conclusión pre dividendos (antes de tener en cuenta los dividendos de marzo y agosto de 2021, comparable con la Oferta inicial de €23 por acción)

Teniendo en cuenta todas las consideraciones descritas en este Informe Complementario, los impactos en el valor de la acciones de Naturgy entre la valoración presentada en el Informe y la valoración de este Informe Complementario son los siguientes:

Impacto en Valor (Rango Bajo) (€ por acción)

1. **Actualización WACC**: Impacto en valor en el rango bajo tras la actualización del WACC a fecha del 31 de julio del 2021. Para más información referirse a la sección *Tasas de descuento (WACC).*
2. **Actualización Periodo Parcial:** Impacto tras la actualización del periodo parcial a 30 de junio del 2021.
3. **Actualización Deuda Neta:** Deuda neta ajustada a 30 de junio del 2020 incrementándose de €12.049mm a €12.065mm en el rango bajo.
4. **Análisis Planes de Crecimiento en Renovables:** La valoración del *Pipeline* en Renovables en el rango bajo sería cero. Para más información referirse a la sección *Impactos en Pipeline de Renovables.*
5. **Actualización Flujos GNL Internacional:** Impacto en valor tras la reducción de la flota de buques cisterna. Para más información referirse a la sección *Impactos en GNL Internacional.*
6. **Actualización Flujos Redes España:** Se han actualizado las hipótesis macroeconómicas y se han considerado ahorros de costes adicionales. Para más información referirse a la sección *Impactos en Redes.*
7. **Actualización Flujos Redes LatAm:** Modificación del tratamiento del *pass-through* en México Gas. Más información en sección *Impactos en Redes.*
8. **Actualización EMPL:** Ajuste plazo de la finalización de la concesión (noviembre de 2021).
9. **Actualización comercialización:** Impacto tras la actualización de los datos macroeconómicos en España a 31 de julio, 2021.
10. **Actualización FX:** Impacto tras actualizar el tipo de cambio a 31 de julio, 2021.
11. **Actualización minoritarios:** Los minoritarios han sido ajustados al estar sujetos a la valoración de los diferentes negocios de Naturgy. Para más información referirse a la sección *Minoritarios*.

Impacto en valor del Nuevo Plan Estratégico y resto de análisis

Conclusión pre dividendos (antes de tener en cuenta los dividendos de marzo y agosto de 2021, comparable con la Oferta inicial de €23 por acción)

Teniendo en cuenta todas las consideraciones descritas en este Informe Complementario, los impactos en el valor de la acciones de Naturgy entre la valoración presentada en el Informe y la valoración de este Informe Complementario son los siguientes:

Impacto en Valor (Rango Alto) (€ por acción)

1. **Actualización WACC**: Impacto en valor en el rango bajo tras la actualización del WACC a fecha del 31 de julio del 2021. Para más información referirse a la sección *Tasas de descuento (WACC).*
2. **Actualización Periodo Parcial:** Impacto tras la actualización del periodo parcial a 30 de junio del 2021.
3. **Actualización Deuda Neta:** Deuda neta ajustada a 30 de junio del 2020 incrementándose de €11.778mm a €11.819mm en el rango alto.
4. **Análisis Planes de Crecimiento en Renovables:** La valoración del *Pipeline* en Renovables en el rango alto sería de €333mm de EV. Para más información referirse a la sección *Impactos en Pipeline de Renovables.*
5. **Actualización Flujos GNL Internacional:** Impacto en valor tras la reducción de la flota de buques cisterna. Para más información referirse a la sección *Impactos en GNL Internacional.*
6. **Actualización Flujos Redes España:** Se han actualizado las hipótesis macroeconómicas y se han considerado ahorros de costes adicionales. Para más información referirse a la sección *Impactos en Redes.*
7. **Actualización Flujos Redes LatAm:** Modificación del tratamiento del *pass-through* en México Gas. Más información en sección *Impactos en Redes.*
8. **Actualización EMPL:** Ajuste plazo de la finalización de la concesión (noviembre de 2021).
9. **Actualización comercialización:** Impacto tras la actualización de los datos macroeconómicos en España a 31 de julio, 2021.
10. **Actualización FX:** Impacto tras actualizar el tipo de cambio a 31 de julio, 2021.
11. **Actualización minoritarios:** Los minoritarios han sido ajustados al estar sujetos a la valoración de los diferentes negocios de Naturgy. Para más información referirse a la sección *Minoritarios*.

Resumen de valores

Rango de valoración – Análisis de Descuento de Flujos de Caja

A continuación mostramos el rango de valoración concluido con nuestro análisis de DFC para Naturgy.

Rango de valoración – Descuento de Flujos de Caja

€mm	Rango de Valores			VE/EBITDA (punto medio)		
Segmento / Línea de Negocio	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**	**2019**	**2020**	**2021**
Gas & Electricidad	**12.411**	**13.189**	**13.967**			
Comercialización gas, electricidad y servicios	3.517	3.681	3.845	8,2x	24,0x	15,2x
Generación Europa	3.880	4.263	4.646	14,0x	11,3x	9,2x
Generación Convencional	1.947	2.066	2.185			
Generación Renovables	1.933	2.031	2.128			
Inversión Generación Renovables	-	166	333			
Generación Internacional	3.484	3.629	3.774	10,1x	11,9x	9,5x
GNL Internacional	1.531	1.617	1.703	4,7x	9,4x	9,3x
Infraestructura EMEA	**15.046**	**15.427**	**15.808**			
Redes gas España	8.826	9.057	9.288	9,7x	10,2x	10,7x
Redes electricidad España	6.171	6.321	6.471	9,4x	9,8x	9,9x
EMPL	49	49	49	0,2x	0,2x	0,3x
Infraestrucutra LatAm Sur	**3.418**	**3.650**	**3.882**			
Chile Gas	1.752	1.927	2.101	9,4x	9,4x	9,5x
Brasil Gas	1.597	1.654	1.712	8,6x	8,6x	7,8x
Argentina Gas y Electricidad	69	69	69	0,8x	0,9x	1,0x
Infraestructura LatAm Norte	**3.890**	**4.218**	**4.546**			
México Gas	2.622	2.850	3.078	13,7x	12,4x	11,9x
Panamá Electricidad	1.268	1.368	1.468	9,7x	11,0x	9,2x
VE Total (Actividades de Explotación)	**34.765**	**36.484**	**38.203**			
Resto (Otros)	(911)	(911)	(911)			
VE Total (Actividades de Explotación + Resto)	**33.854**	**35.573**	**37.291**	**8,4x**	**10,3x**	**9,6x**
Deuda Financiera Neta Ajustada	(12.065)	(11.942)	(11.819)			
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.789**	**23.630**	**25.472**			
Intereses Minoritarios	(3.704)	(3.995)	(4.286)			
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**18.085**	**19.636**	**21.186**			
€/acción - Pre Dividendos (1)	***18,8€***	***20,4€***	***22,0€***			
Dividendos distribuidos por Naturgy	0,9€	0,9€	0,9€			
€/acción - Post Dividendos (2)	***17,9€***	***19,5€***	***21,1€***			

Conclusión – Metodología de DFC

Bajo este enfoque, concluimos en un rango de **€18,8** a **€22,0 por acción con un punto medio de €20,4 por acción pre dividendos** (comparable con el precio inicial de la Oferta de €23 por acción)**,** lo que implica un rango entre **€17,9 y €21,1 con un punto medio de €19,5** tras considerar los dividendos de marzo y agosto del 2021 (comparable con el precio de la Oferta ajustado por dividendos de €22,07 por acción). Este método se considera el método de valoración más adecuado, ya que permite analizar explícitamente los factores relevantes que afectan al valor de Naturgy, al derivarse del valor implícito de sus flujos de efectivo futuros por línea de negocio.

(1) Comparable con el precio inicial de la Oferta de €23,00 por acción; (2) Comparable con el precio de la Oferta ajustado por dividendos de €22,07 por acción

Metodología de valoración

Metodologías de valoración consideradas

La valoración se ha realizado según el artículo 137.2 de la LMV. A continuación se presentan los métodos de valoración utilizados, indicando cuales han sido actualizados en este Informe Complementario con relación al Informe de 1 de julio de 2021:

	Metodología	Comentarios	Actualización en el Informe Complementario
Metodologías de Valoración principales	**Descuento de Flujos de Caja**	Creemos que el DFC captura mejor que el resto de metodologías las expectativas reales sobre la capacidad del Grupo para generar retorno a sus accionistas.	Actualizado en el Informe Complementario, según comentado en la sección 3.
	Cotización media ponderada	Consideramos la cotización media ponderada como una metodología adecuada para la estimación de valor. Consulte la *Sección 7* del Informe para mayor detalle.	Sin alteraciones con relación al Informe de 1 de julio de 2021.
Metodologías de Contraste	**Múltiplos de cotizadas**	Consideramos la metodología de múltiplos de compañías cotizadas como una metodología de contraste del DFC. Consulte la *Sección 10.A* del Informe para obtener más información.	Actualizado en el Informe Complementario, según comentado en la sección 4.iv.
	Múltiplos de transacciones	Consideramos la metodología de múltiplos de transacciones como una metodología de contraste al valor derivado del DFC. Consulte la *Sección 10.B* del Informe para obtener más información.	Actualizado en el Informe Complementario, según comentado en la sección 4.iv.
Metodologías no relevantes	**Valor teórico contable**	No consideramos como relevante la metodología del valor teórico contable ya que se trata de un enfoque de valoración estático que no captura las expectativas futuras sobre la Compañía. En este caso, es significativamente inferior a la valoración obtenida aplicando la metodología DFC.	Actualizado en el Informe Complementario, según comentado en la sección 4.i.
	Valor liquidativo	La aplicación de la metodología de valor liquidativo resultaría en una valoración significativamente inferior que la obtenida mediante otras metodologías de valoración consideradas en este informe. Por consiguiente, no consideramos apropiado valorar las acciones de Naturgy bajo este enfoque.	Sin alteraciones con relación al Informe de 1 de julio de 2021.
	Contraprestaciones pagadas con anterioridad	No existen.	Sin alteraciones con relación al Informe de 1 de julio de 2021.

Resumen de resultados

Resumen de resultados

De acuerdo con las metodologías de valoración requeridas en el artículo 137.2 de la LMV, concluimos que, tras actualizar la valoración y tener en cuenta la nueva información, se puede estimar de manera razonable que el valor por acción de Naturgy se encuentra en un rango entre **€18,8 y €22,0 pre dividendos** (**€17,9 y €21,1 tras dividendos** pagados en marzo y agosto de 2021), obtenido mediante la metodología de DFC, siendo estas conclusiones válidas a la fecha de emisión del Informe Complementario. Las metodologías más adecuadas para estimar el valor de las acciones de Naturgy son el DFC y la cotización media ponderada. Sin embargo, consideramos que la más adecuada entre ambas es el DFC basado en una suma de partes ("SDP"), valorando cada línea de negocio de manera individual.

Metodología de valoración (€ por acción)

Metodologías de valoración principales | Metodologías de contraste

	Resultados Pre Dividendos [1]	Resultados Post Dividendos [2]	
✓ Descuento de Flujos de Caja	€18,8 – €22,0	€17,9 – €21,1	Creemos que el DFC captura mejor que el resto de metodologías las expectativas reales sobre la capacidad del Grupo para generar retorno a sus accionistas.
✓ Cotización media ponderada	€18,9 – €19,4	n.a. [3]	Consideramos la cotización media ponderada como una metodología adecuada para la estimación de valor.
Metodologías de Contraste: ✓ Múltiplos de cotizadas	€18,5 – €20,7	€17,6 – €19,8	Consideramos la metodología de múltiplos de compañías cotizadas como una metodología de contraste del DFC.
Metodologías de Contraste: ✓ Múltiplos de transacciones	€18,4 – €20,6	€17,5 – €19,7	Consideramos la metodología de múltiplos de transacciones como una metodología de contraste al valor derivado del DFC.

(1) Comparable al precio inicial de la Oferta de €23,00 por acción;
(2) Los resultados post dividendos consideran los dividendos pagados en marzo y agosto de 2021 de €0,63 y €0,30 por acción, respectivamente. Comparable con el precio de la Oferta de €22,07 por acción, ajustado por dividendos.
(3) Como mencionamos en la página anterior, el valor de acuerdo a la cotización media ponderada de la acción de Naturgy no ha sufrido cambios con respecto al valor presentado en el Informe, dado que se ha considerado un periodo de cotización previo a la Oferta, los pagos de dividendos y la presentación del Nuevo Plan Estratégico.

Metodologías no relevantes

- **Valor teórico contable:** No consideramos como relevante la metodología del valor teórico contable ya que se trata de un enfoque de valoración estático que no captura las expectativas futuras sobre la Compañía. En este caso, es significativamente inferior a la valoración obtenida aplicando la metodología DFC.
- **Valor liquidativo:** La aplicación de la metodología de valor liquidativo resultaría en una valoración significativamente menor que la obtenida mediante otras metodologías de valoración consideradas en este informe. Por consiguiente, no consideramos apropiado valorar las acciones de Naturgy bajo este enfoque.
- **Contraprestaciones pagadas con anterioridad:** No existen.

6 Anexos

Análisis de Descuento de Flujos de Caja

Resumen de DFCs	**1.00**
DFC - Comercialización gas, electricidad y servicios	1.01
DFC - Generación Europa - Convencional: Escenario 1	1.02 A
DFC - Generación Europa - Renovables: Escenario 1	1.02 B
DFC - Generación Europa - Convencional: Escenario 2	1.02 C
DFC - Generación Europa - Renovables: Escenario 2	1.02 D
DFC - Generación Europa - Renovables: Pipelines	1.02 E
DFC - Generación Internacional	1.03
DFC - GNL International	1.04
DFC - Redes gas España	1.05
DFC - Redes electricidad España	1.06
DFC - EMPL	1.07
DFC - Chile Gas	1.08
DFC - Brasil Gas - Escenario de renovación	1.09 A
DFC - Brasil Gas - Escenario sin renovación	1.09 B
DFC - Argentina gas y electricidad	1.10
DFC - México Gas	1.11
DFC - Panamá Electricidad	1.12
DFC - Resto (Otros)	1.13
Resumen de EBITDA	**2.00**
Resumen de FCL	**3.00**

WACC

Resumen de WACCs	**4.00**
WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Bajo)	4.01 A
WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Alto)	4.01 B
WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Bajo)	4.02 A
WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Alto)	4.02 B
WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Bajo)	4.03 A
WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Alto)	4.03 B
WACC - Generación Europa - Pipeline (Rango Bajo)	4.04 A
WACC - Generación Europa - Pipeline (Rango Alto)	4.04 B
WACC - Generación Internacional (Rango Bajo)	4.05 A
WACC - Generación Internacional (Rango Alto)	4.05 B
WACC - GNL International (Rango Bajo)	4.06 A
WACC - GNL International (Rango Alto)	4.06 B
WACC - Redes gas España (Rango Bajo)	4.07 A
WACC - Redes gas España (Rango Alto)	4.07 B
WACC - Redes electricidad España (Rango Bajo)	4.08 A
WACC - Redes electricidad España (Rango Alto)	4.08 B
WACC - Chile Gas (Rango Bajo)	4.09 A
WACC - Chile Gas (Rango Alto)	4.09 B
WACC - Brasil Gas (Rango Bajo)	4.10 A
WACC - Brasil Gas (Rango Alto)	4.10 B
WACC - Argentina Gas (Rango Bajo)	4.11 A
WACC - Argentina Gas (Rango Alto)	4.11 B
WACC - Argentina Electricidad (Rango Bajo)	4.12 A
WACC - Argentina Electricidad (Rango Alto)	4.12 B
WACC - Gas México (Rango Bajo)	4.13 A
WACC - Gas México (Rango Alto)	4.13 B
WACC - Electricidad Panamá (Rango Bajo)	4.14 A

IFM Investors Pty Ltd **Anexo 1.00**

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

Resumen de DFCs

Fecha de Valoración: 30 de junio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

€mm	Rango de Valores			VE/EBITDA (punto medio)		
Segmento / Línea de Negocio	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**	**2019**	**2020**	**2021**
Gas & Electricidad	**12.411**	**13.189**	**13.967**			
Comercialización gas, electricidad y servicios	3.517	3.681	3.845	8,2x	24,0x	15,2x
Generación Europa	3.880	4.263	4.646	14,0x	11,3x	9,2x
Generación Convencional	1.947	2.066	2.185			
Generación Renovables	1.933	2.031	2.128			
Inversión Generación Renovables	-	166	333			
Generación Internacional	3.484	3.629	3.774	10,1x	11,9x	9,5x
GNL Internacional	1.531	1.617	1.703	4,7x	9,4x	9,3x
Infraestructura EMEA	**15.046**	**15.427**	**15.808**			
Redes gas España	8.826	9.057	9.288	9,7x	10,2x	10,7x
Redes electricidad España	6.171	6.321	6.471	9,4x	9,8x	9,9x
EMPL	49	49	49	0,2x	0,2x	0,3x
Infraestrucutra LatAm Sur	**3.418**	**3.650**	**3.882**			
Chile Gas	1.752	1.927	2.101	9,4x	9,4x	9,5x
Brasil Gas	1.597	1.654	1.712	8,6x	8,6x	7,8x
Argentina Gas y Electricidad	69	69	69	0,8x	0,9x	1,0x
Infraestructura LatAm Norte	**3.890**	**4.218**	**4.546**			
México Gas	2.622	2.850	3.078	13,7x	12,4x	11,9x
Panamá Electricidad	1.268	1.368	1.468	9,7x	11,0x	9,2x
VE Total (Actividades de Explotación)	**34.765**	**36.484**	**38.203**			
Resto (Otros)	(911)	(911)	(911)			
VE Total (Actividades de Explotación + Resto)	**33.854**	**35.573**	**37.291**	**8,4x**	**10,3x**	**9,6x**
Deuda Financiera Neta Ajustada	(12.065)	(11.942)	(11.819)			
Valor Económico del Patrimonio (100%)	**21.789**	**23.630**	**25.472**			
Intereses Minoritarios	(3.704)	(3.995)	(4.286)			
Valor patrimonial atribuible a Naturgy	**18.085**	**19.636**	**21.186**			
€/acción - Pre Dividendos	***18,8€***	***20,4€***	***22,0€***			
Dividendos distribuidos por Naturgy	0,9€	0,9€	0,9€			
€/acción - Post Dividendos	***17,9€***	***19,5€***	***21,1€***			

Descuento de flujos de caja - Comercialización gas, electricidad y servicios

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Clientes industriales	(1)	155.026	160.779	127.627	120.080	127.708	134.526	138.670	141.871	144.363	144.363
Residencial España	(2)	25.381	27.740	24.918	22.211	22.322	22.434	22.546	22.659	22.772	22.772
CCGTs	(4)	20.788	17.112	20.662	19.834	17.851	15.867	13.884	11.901	9.917	9.917
A terceros	(5)	36.749	31.749	41.768	21.893	31.831	41.768	41.768	41.768	41.768	41.768
Volumen de gas total (GWh)		**237.944**	**237.380**	**214.975**	**184.018**	**199.712**	**214.595**	**216.868**	**218.199**	**218.821**	**218.821**
Mercados liberalizados	(3)	30.587	30.384	20.096	18.875	18.875	18.875	18.875	18.875	18.875	18.875
PVPC	(3)	5.053	5.053	4.937	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019	5.019
Volumen de energía total (GWh)		**35.640**	**35.437**	**25.033**	**23.895**	**23.895**	**23.895**	**23.895**	**23.895**	**23.895**	**23.895**
Volumen total (GWh)		**273.584**	**272.817**	**240.008**	**207.913**	**223.607**	**238.490**	**240.763**	**242.094**	**242.715**	**242.715**
% Tasa de crecimiento		*n.a.*	*(0,3%)*	*(12,0%)*	*(13,4%)*	*7,5%*	*6,7%*	*1,0%*	*0,6%*	*0,3%*	*0,0%*
EBITDA	(6)	**49,0**	**164,0**	**447,0**	**153,3**	**242,9**	**342,2**	**429,3**	**431,7**	**432,8**	**435,0**
€ EBITDA ordinario por GWh		*0,12*	*0,87*	*1,78*	*0,74*	*1,09*	*1,43*	*1,78*	*1,78*	*1,78*	*1,79*
Menos: depreciación y amortización	(7)	(97,0)	(64,0)	(77,0)	(66,7)	(71,7)	(76,5)	(77,2)	(77,7)	(77,9)	(72,8)
Menos: provisión por deudas incobrables	(8)	-	(75,0)	(65,0)	(102,6)	(60,6)	(64,6)	(65,2)	(65,6)	(65,7)	(65,7)
EBIT		**(48,0)**	**25,0**	**305,0**	**(16,0)**	**110,6**	**201,1**	**286,9**	**288,5**	**289,2**	**296,4**
% sobre ingresos		*(0,4%)*	*0,2%*	*2,7%*	*(0,2%)*	*1,2%*	*1,5%*	*1,7%*	*1,7%*	*1,7%*	*1,8%*
Menos: impuesto de sociedades	(9)	-	(6,3)	(76,3)	-	(27,6)	(50,3)	(71,7)	(72,1)	(72,3)	(74,1)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**(48,0)**	**18,8**	**228,8**	**(16,0)**	**82,9**	**150,8**	**215,2**	**216,4**	**216,9**	**222,3**
% sobre ingresos		*(0,4%)*	*0,1%*	*2,0%*	*(0,2%)*	*0,9%*	*1,1%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,3%*

Notas:

(1) Los volúmenes de clientes industriales se indexaron al crecimiento anual esperado del PIB (fuente: IHS) como un proxy del crecimiento esperado.
(2) Volumen residencial indexado utilizando el crecimiento de los puntos de suministro de Redes Gas.
(3) Dado que los volúmenes muestran decrecimiento en los últimos años y que no esperamos crecimientos significativos, hemos asumido un volumen constante.
(4) Se espera que los volúmenes de CCGT disminuyan durante el período proyectado, a medida que el mix de producción de energía evolucione hacia fuentes de producción renovables. Hemos estimado una disminución del 10,0% anualmente con el 2020 como año base.
(5) Los volúmenes de terceros se han visto afectados significativamente por la recesión económica, según información de Naturgy de 2020. Hemos asumido una recuperación para 2022 y que los volúmenes futuros se mantendrán constantes.
(6) EBITDA basado en EBITDA ordinario por GWh a partir de los datos reales de 9M20. Asumimos una recuperación lineal durante el período proyectado hasta alcanzar en 2023 los niveles de 2019.
(7) Gasto de amortización basado en la media histórica en €/GWh.
(8) Provisión para insolvencias basada en € de insolvencia media histórica por GWh, ajustada a los resultados reales de los 9M20.
(9) Gasto por impuesto de sociedades basado en la tasa del impuesto sobre sociedades local en España.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
NOPAT			**(48,0)**	**18,8**	**228,8**	**(16,0)**	**82,9**	**150,8**	**215,2**	**216,4**	**216,9**	**222,3**
Más: depreciación y amortización			97,0	64,0	77,0	66,7	71,7	76,5	77,2	77,7	77,9	72,8
Menos: Capex	(10)		(32,0)	(61,0)	(55,0)	(62,4)	(67,1)	(71,5)	(72,2)	(72,6)	(72,8)	(72,8)
Menos: inversión en capital circulante	(11)						(37,7)	(41,8)	(36,7)	(1,0)	(0,5)	(0,9)
Flujo de caja libre			**17,0**	**21,8**	**250,8**	**(11,7)**	**49,9**	**114,0**	**183,5**	**220,4**	**221,5**	**221,4**
Valor terminal (rango alto)	(12)											**4.025,9**
Valor terminal (rango bajo)	(12)											**3.690,4**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	4,00
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%					0,9855	0,9434	0,8900	0,8396	0,7921	0,7921
Valor presente del periodo @ 6,50%		6,50%					0,9844	0,9390	0,8817	0,8278	0,7773	0,7773
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%							**24,6**	**107,5**	**163,3**	**185,1**	**175,5**	**3.188,9**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%							**24,6**	**107,0**	**161,8**	**182,5**	**172,2**	**2.868,6**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	648,0		655,9
Valor presente del valor residual	2.868,6		3.188,9
VE	**3.516,6**	**3.680,7**	**3.844,8**

Notas:

(10) Capex basado en la estimación del promedio histórico.
(11) Capital circulante neto basado en los activos operativos netos del segmento, excluidos activos fijos, estimados de acuerdo a la proporción de amortización de la línea de negocio sobre la amortización total de Naturgy.
(12) Valor terminal asumiendo un crecimiento del 0,5% a perpetuidad.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
CCGTs		951,3	975,4	984,2	977,2	1.009,5	1.068,8	1.118,2	1.117,2	1.162,2	1.162,6	1.198,3	1.235,8	1.266,6	1.266,0	1.293,3
Hidroeléctrica		153,5	152,8	144,4	141,4	143,5	146,2	148,8	151,8	154,2	157,0	159,8	163,2	165,7	168,6	171,8
Nuclear		220,4	219,3	206,3	202,0	205,6	209,7	208,1	170,3	138,0	139,8	142,3	145,5	148,0	149,9	152,7
Ingresos	(1)	**1.325,2**	**1.347,5**	**1.334,9**	**1.320,6**	**1.358,6**	**1.424,7**	**1.475,1**	**1.439,3**	**1.454,4**	**1.459,4**	**1.500,4**	**1.544,5**	**1.580,3**	**1.584,6**	**1.617,8**
% crecimiento		*(0,3%)*	*1,7%*	*(0,9%)*	*(1,1%)*	*2,9%*	*4,9%*	*3,5%*	*(2,4%)*	*1,0%*	*0,3%*	*2,8%*	*2,9%*	*2,3%*	*0,3%*	*2,1%*
Menos: costes de aprovisionamento	(2)	(781,2)	(760,1)	(772,9)	(776,0)	(822,5)	(831,8)	(874,7)	(877,1)	(919,1)	(939,6)	(959,6)	(986,0)	(1.003,6)	(1.020,4)	(1.043,0)
Margen bruto		**544,0**	**587,4**	**562,0**	**544,7**	**536,1**	**592,9**	**600,4**	**562,2**	**535,3**	**519,8**	**540,9**	**558,5**	**576,7**	**564,1**	**574,8**
% Margen bruto		*41,0%*	*43,6%*	*42,1%*	*41,2%*	*39,5%*	*41,6%*	*40,7%*	*39,1%*	*36,8%*	*35,6%*	*36,0%*	*36,2%*	*36,5%*	*35,6%*	*35,5%*
Menos: gastos de personal		(212,3)	(215,0)	(217,9)	(221,2)	(225,2)	(229,4)	(231,9)	(226,2)	(222,0)	(226,1)	(230,2)	(234,4)	(238,6)	(242,9)	(247,3)
Menos: impuestos	(3)	(194,0)	(195,7)	(166,3)	(139,0)	(100,2)	(101,4)	(100,5)	(89,5)	(79,9)	(81,0)	(82,0)	(83,3)	(84,2)	(85,3)	(86,4)
Gastos operativos totales		**(406,3)**	**(410,7)**	**(384,2)**	**(360,2)**	**(325,4)**	**(330,8)**	**(332,4)**	**(315,7)**	**(302,0)**	**(307,0)**	**(312,2)**	**(317,7)**	**(322,8)**	**(328,1)**	**(333,8)**
% sobre ingresos		*(30,7%)*	*(30,5%)*	*(28,8%)*	*(27,3%)*	*(24,0%)*	*(23,2%)*	*(22,5%)*	*(21,9%)*	*(20,8%)*	*(21,0%)*	*(20,8%)*	*(20,6%)*	*(20,4%)*	*(20,7%)*	*(20,6%)*
EBITDA		**137,7**	**176,7**	**177,8**	**184,5**	**210,7**	**262,1**	**268,0**	**246,6**	**233,3**	**212,8**	**228,6**	**240,8**	**253,9**	**236,0**	**241,1**
% sobre ingresos		*10,4%*	*13,1%*	*13,3%*	*14,0%*	*15,5%*	*18,4%*	*18,2%*	*17,1%*	*16,0%*	*14,6%*	*15,2%*	*15,6%*	*16,1%*	*14,9%*	*14,9%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(142,9)	(145,9)	(148,9)	(152,0)	(155,0)	(158,1)	(161,0)	(162,8)	(164,5)	(167,2)	(169,9)	(172,6)	(175,3)	(178,1)	(180,8)
% ingresos		*(10,8%)*	*(10,8%)*	*(11,2%)*	*(11,5%)*	*(11,4%)*	*(11,1%)*	*(10,9%)*	*(11,3%)*	*(11,3%)*	*(11,5%)*	*(11,3%)*	*(11,2%)*	*(11,1%)*	*(11,2%)*	*(11,2%)*
EBIT		**(5,2)**	**30,8**	**28,9**	**32,5**	**55,6**	**104,0**	**107,0**	**83,8**	**68,8**	**45,5**	**58,7**	**68,2**	**78,6**	**57,9**	**60,2**
% sobre ingresos		*(0,4%)*	*2,3%*	*2,2%*	*2,5%*	*4,1%*	*7,3%*	*7,3%*	*5,8%*	*4,7%*	*3,1%*	*3,9%*	*4,4%*	*5,0%*	*3,7%*	*3,7%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	1,3	(7,7)	(7,2)	(8,1)	(13,9)	(26,0)	(26,8)	(20,9)	(17,2)	(11,4)	(14,7)	(17,1)	(19,7)	(14,5)	(15,1)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**(3,9)**	**23,1**	**21,6**	**24,4**	**41,7**	**78,0**	**80,3**	**62,8**	**51,6**	**34,2**	**44,1**	**51,2**	**59,0**	**43,4**	**45,2**
% sobre ingresos		*(0,3%)*	*1,7%*	*1,6%*	*1,8%*	*3,1%*	*5,5%*	*5,4%*	*4,4%*	*3,5%*	*2,3%*	*2,9%*	*3,3%*	*3,7%*	*2,7%*	*2,8%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía de acuerdo a información de mercado y analistas.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) de fuentes públicas.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación está previsto que desaparezca en un futuro próximo. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
CCGTs		1.323,2	1.372,5	1.399,4	1.425,5	1.488,9	1.518,4	1.552,0	1.586,3	1.536,7	1.566,2	1.230,9	667,0	677,9	194,6	197,4	-
Hidroeléctrica		175,4	178,1	181,4	184,7	188,5	191,4	194,9	198,4	202,6	205,7	209,4	213,2	217,6	220,9	224,9	229,2
Nuclear		156,2	139,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**1.654,8**	**1.690,0**	**1.580,9**	**1.610,1**	**1.677,5**	**1.709,8**	**1.746,9**	**1.784,7**	**1.739,2**	**1.771,9**	**1.440,3**	**880,2**	**895,6**	**415,6**	**422,4**	**229,2**
% crecimiento		*2,3%*	*2,1%*	*(6,5%)*	*1,9%*	*4,2%*	*1,9%*	*2,2%*	*2,2%*	*(2,5%)*	*1,9%*	*(18,7%)*	*(38,9%)*	*1,7%*	*(53,6%)*	*1,6%*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamiento	(2)	(1.072,7)	(1.091,2)	(1.090,1)	(1.116,1)	(1.164,4)	(1.190,5)	(1.217,6)	(1.240,4)	(1.196,0)	(1.205,5)	(901,8)	(488,6)	(507,8)	(169,9)	(192,0)	(21,0)
Margen bruto		**582,1**	**598,8**	**490,7**	**494,0**	**513,1**	**519,3**	**529,4**	**544,3**	**543,2**	**566,4**	**538,5**	**391,6**	**387,7**	**245,7**	**230,4**	**208,3**
% Margen bruto		*35,2%*	*35,4%*	*31,0%*	*30,7%*	*30,6%*	*30,4%*	*30,3%*	*30,5%*	*31,2%*	*32,0%*	*37,4%*	*44,5%*	*43,3%*	*59,1%*	*54,5%*	*90,9%*
Menos: gastos de personal		(251,9)	(251,8)	(223,3)	(227,3)	(231,4)	(235,6)	(239,8)	(244,1)	(236,3)	(240,4)	(195,1)	(118,0)	(119,9)	(53,7)	(54,6)	(27,6)
Menos: impuestos	(3)	(87,8)	(83,3)	(46,3)	(47,1)	(48,1)	(48,8)	(49,7)	(50,6)	(51,7)	(52,4)	(53,4)	(54,4)	(55,5)	(56,3)	(57,4)	(58,4)
Gastos operativos totales		**(339,7)**	**(335,2)**	**(269,5)**	**(274,3)**	**(279,4)**	**(284,4)**	**(289,5)**	**(294,7)**	**(287,9)**	**(292,9)**	**(248,5)**	**(172,3)**	**(175,4)**	**(110,0)**	**(112,0)**	**(86,0)**
% sobre ingresos		*(20,5%)*	*(19,8%)*	*(17,1%)*	*(17,0%)*	*(16,7%)*	*(16,6%)*	*(16,6%)*	*(16,5%)*	*(16,6%)*	*(16,5%)*	*(17,3%)*	*(19,6%)*	*(19,6%)*	*(26,5%)*	*(26,5%)*	*(37,5%)*
EBITDA		**242,4**	**263,6**	**221,2**	**219,7**	**233,7**	**234,9**	**239,9**	**249,6**	**255,2**	**273,5**	**290,0**	**219,3**	**212,3**	**135,6**	**118,4**	**122,2**
% sobre ingresos		*14,6%*	*15,6%*	*14,0%*	*13,6%*	*13,9%*	*13,7%*	*13,7%*	*14,0%*	*14,7%*	*15,4%*	*20,1%*	*24,9%*	*23,7%*	*32,6%*	*28,0%*	*53,3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(136,5)	(112,4)	(114,3)	(116,1)	(118,0)	(99,0)	(51,8)	(50,6)	(49,3)	(48,0)	(46,4)	(44,4)	(42,6)	(40,6)	(38,6)	(11,0)
% ingresos		*(8,2%)*	*(6,7%)*	*(7,2%)*	*(7,2%)*	*(7,0%)*	*(5,8%)*	*(3,0%)*	*(2,8%)*	*(2,8%)*	*(2,7%)*	*(3,2%)*	*(5,0%)*	*(4,8%)*	*(9,8%)*	*(9,1%)*	*(4,8%)*
EBIT		**105,9**	**151,2**	**106,9**	**103,6**	**115,7**	**136,0**	**188,1**	**199,1**	**205,9**	**225,5**	**243,6**	**174,9**	**169,8**	**95,0**	**79,8**	**111,2**
% sobre ingresos		*6,4%*	*8,9%*	*6,8%*	*6,4%*	*6,9%*	*8,0%*	*10,8%*	*11,2%*	*11,8%*	*12,7%*	*16,9%*	*19,9%*	*19,0%*	*22,9%*	*18,9%*	*48,5%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(26,5)	(37,8)	(26,7)	(25,9)	(28,9)	(34,0)	(47,0)	(49,8)	(51,5)	(56,4)	(60,9)	(43,7)	(42,4)	(23,8)	(20,0)	(27,8)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**79,5**	**113,4**	**80,2**	**77,7**	**86,8**	**102,0**	**141,1**	**149,3**	**154,5**	**169,1**	**182,7**	**131,2**	**127,3**	**71,3**	**59,9**	**83,4**
% sobre ingresos		*4,8%*	*6,7%*	*5,1%*	*4,8%*	*5,2%*	*6,0%*	*8,1%*	*8,4%*	*8,9%*	*9,5%*	*12,7%*	*14,9%*	*14,2%*	*17,2%*	*14,2%*	*36,4%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía de acuerdo a información de mercado y analistas.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) de fuentes públicas.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación está previsto que desaparezca en un futuro próximo. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**(3,9)**	**23,1**	**21,6**	**24,4**	**41,7**	**78,0**	**80,3**	**62,8**	**51,6**	**34,2**	**44,1**	**51,2**	**59,0**	**43,4**	**45,2**
% sobre ingresos			*(0,3%)*	*1,7%*	*1,6%*	*1,8%*	*3,1%*	*5,5%*	*5,4%*	*4,4%*	*3,5%*	*2,3%*	*2,9%*	*3,3%*	*3,7%*	*2,7%*	*2,8%*
Más: depreciación y amortización			142,9	145,9	148,9	152,0	155,0	158,1	161,0	162,8	164,5	167,2	169,9	172,6	175,3	178,1	180,8
Menos: Capex	(6)		(60,0)	(60,3)	(60,6)	(61,0)	(61,4)	(61,9)	(61,5)	(57,0)	(53,2)	(53,5)	(53,8)	(54,1)	(54,4)	(54,7)	(55,1)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		-	-	-	-	-	-	(29,7)	(29,7)	(29,7)	(29,7)	-	-	-	(22,1)	(22,1)
Menos: inversión en capital circulante			(17,2)	(2,1)	1,2	1,4	(3,6)	(6,2)	(4,8)	3,4	(1,4)	(0,5)	(3,9)	(4,2)	(3,4)	(0,4)	(3,1)
Flujo de caja libre			**61,7**	**106,6**	**111,1**	**116,7**	**131,7**	**168,0**	**145,2**	**142,3**	**131,7**	**117,7**	**156,3**	**165,5**	**176,5**	**144,3**	**145,7**
Valor terminal (rango alto)	(8)																
Valor terminal (rango bajo)	(8)																
Periodo parcial			0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00	13,00	14,00
Valor presente del periodo @ 6,25%		6,25%	0,9850	0,9412	0,8858	0,8337	0,7847	0,7385	0,6951	0,6542	0,6157	0,5795	0,5454	0,5133	0,4831	0,4547	0,4280
Valor presente del periodo @ 6,75%		6,75%	0,9838	0,9368	0,8775	0,8220	0,7701	0,7214	0,6758	0,6330	0,5930	0,5555	0,5204	0,4875	0,4567	0,4278	0,4007
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%			**30,4**	**100,3**	**98,4**	**97,3**	**103,4**	**124,1**	**100,9**	**93,1**	**81,1**	**68,2**	**85,2**	**84,9**	**85,3**	**65,6**	**62,3**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,75%			**30,4**	**99,8**	**97,5**	**95,9**	**101,4**	**121,2**	**98,1**	**90,0**	**78,1**	**65,4**	**81,3**	**80,7**	**80,6**	**61,7**	**58,4**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1.832,4		1.933,5
Valor presente del valor residual		255,4		326,3
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2.087,9**	**2.173,9**	**2.259,9**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141,1)	(141,1)	(141,1)
VE		**1.946,8**	**2.032,8**	**2.118,8**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**79,5**	**113,4**	**80,2**	**77,7**	**86,8**	**102,0**	**141,1**	**149,3**	**154,5**	**169,1**	**182,7**	**131,2**	**127,3**	**71,3**	**59,9**	**83,4**
% sobre ingresos			*4,8%*	*6,7%*	*5,1%*	*4,8%*	*5,2%*	*6,0%*	*8,1%*	*8,4%*	*8,9%*	*9,5%*	*12,7%*	*14,9%*	*14,2%*	*17,2%*	*14,2%*	*36,4%*
Más: depreciación y amortización			136,5	112,4	114,3	116,1	118,0	99,0	51,8	50,6	49,3	48,0	46,4	44,4	42,6	40,6	38,6	11,0
Menos: Capex	(6)		(55,4)	(53,4)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(35,4)	(35,4)	(29,8)	(21,0)	(20,9)	(13,7)	(13,7)	(11,0)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		(22,1)	(22,1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Menos: inversión en capital circulante			(3,5)	(3,3)	10,3	(2,8)	(6,4)	(3,1)	(3,5)	(3,6)	4,3	(3,1)	31,4	53,0	(1,5)	45,4	(0,6)	(1,0)
Flujo de caja libre			**134,9**	**147,0**	**168,0**	**154,2**	**161,5**	**161,1**	**152,5**	**159,5**	**172,6**	**178,6**	**230,6**	**207,6**	**147,5**	**143,6**	**84,1**	**82,4**
Valor terminal (rango alto)	(8)																	**1.893,3**
Valor terminal (rango bajo)	(8)																	**1.698,1**
Periodo parcial			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	23,00	24,00	25,00	26,00	27,00	28,00	29,00	29,00
Valor presente del periodo @ 6,25%		6,25%	0,4028	0,3791	0,3568	0,3358	0,3160	0,2975	0,2800	0,2635	0,2480	0,2334	0,2197	0,2068	0,1946	0,1831	0,1724	0,1724
Valor presente del periodo @ 6,75%		6,75%	0,3754	0,3517	0,3294	0,3086	0,2891	0,2708	0,2537	0,2376	0,2226	0,2085	0,1953	0,1830	0,1714	0,1606	0,1504	0,1504
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%			**54,3**	**55,7**	**59,9**	**51,8**	**51,1**	**47,9**	**42,7**	**42,0**	**42,8**	**41,7**	**50,7**	**42,9**	**28,7**	**26,3**	**14,5**	**326,3**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,75%			**50,6**	**51,7**	**55,3**	**47,6**	**46,7**	**43,6**	**38,7**	**37,9**	**38,4**	**37,3**	**45,1**	**38,0**	**25,3**	**23,1**	**12,7**	**255,4**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1.832,4		1.933,5
Valor presente del valor residual		255,4		326,3
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2.087,9**	**2.173,9**	**2.259,9**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141,1)	(141,1)	(141,1)
VE		**1.946,8**	**2.032,8**	**2.118,8**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Eólica		221,8	220,9	222,1	217,9	215,8	215,7	211,6	194,7	194,1	169,8	165,6	157,8	157,2	158,7	149,6
Mini hidroeléctrica		65,2	64,9	61,8	60,5	61,3	61,6	62,5	63,6	63,4	64,5	65,5	65,9	65,3	64,1	65,2
Solar		18,0	17,9	16,8	16,3	16,6	16,9	17,2	17,5	17,8	18,1	18,5	18,9	19,1	19,5	19,8
Cogeneración		20,4	23,4	23,4	22,2	21,4	21,2	21,1	20,9	20,6	19,7	13,9	12,1	7,0	-	-
Ingresos	(1)	**325,4**	**327,2**	**324,2**	**317,0**	**315,2**	**315,4**	**312,4**	**296,7**	**296,0**	**272,1**	**263,5**	**254,6**	**248,6**	**242,3**	**234,6**
% crecimiento		*2,2%*	*0,5%*	*(0,9%)*	*(2,2%)*	*(0,6%)*	*0,1%*	*(1,0%)*	*(5,0%)*	*(0,2%)*	*(8,1%)*	*(3,1%)*	*(3,4%)*	*(2,4%)*	*(2,5%)*	*(3,2%)*
Menos: costes de aprovisionamiento		(25,6)	(25,9)	(26,3)	(26,7)	(27,1)	(27,6)	(28,1)	(28,1)	(28,6)	(28,5)	(27,5)	(27,0)	(26,5)	(26,0)	(25,1)
Margen bruto	(2)	**299,9**	**301,3**	**297,9**	**290,3**	**288,0**	**287,8**	**284,3**	**268,6**	**267,4**	**243,6**	**236,0**	**227,6**	**222,1**	**216,3**	**209,4**
% Margen bruto		*92,1%*	*92,1%*	*91,9%*	*91,6%*	*91,4%*	*91,2%*	*91,0%*	*90,5%*	*90,3%*	*89,5%*	*89,6%*	*89,4%*	*89,3%*	*89,3%*	*89,3%*
Menos: gastos de personal		(66,4)	(67,2)	(68,2)	(69,2)	(70,4)	(71,7)	(73,0)	(72,7)	(74,0)	(73,8)	(72,7)	(71,5)	(72,0)	(72,5)	(70,2)
Menos: impuestos	(3)	(24,1)	(24,2)	(17,5)	(10,7)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)
Gastos operativos totales		**(90,5)**	**(91,5)**	**(85,6)**	**(79,9)**	**(71,7)**	**(73,0)**	**(74,3)**	**(74,0)**	**(75,3)**	**(75,1)**	**(74,1)**	**(72,9)**	**(73,3)**	**(73,8)**	**(71,5)**
% sobre ingresos		*(27,8%)*	*(28,0%)*	*(26,4%)*	*(25,2%)*	*(22,7%)*	*(23,1%)*	*(23,8%)*	*(24,9%)*	*(25,4%)*	*(27,6%)*	*(28,1%)*	*(28,6%)*	*(29,5%)*	*(30,5%)*	*(30,5%)*
EBITDA		**209,3**	**209,8**	**212,2**	**210,4**	**216,3**	**214,8**	**210,0**	**194,6**	**192,1**	**168,5**	**161,9**	**154,8**	**148,8**	**142,5**	**137,9**
% sobre ingresos		*64,3%*	*64,1%*	*65,5%*	*66,4%*	*68,6%*	*68,1%*	*67,2%*	*65,6%*	*64,9%*	*61,9%*	*61,5%*	*60,8%*	*59,8%*	*58,8%*	*58,8%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(96,7)	(97,3)	(97,9)	(98,5)	(99,1)	(99,7)	(100,3)	(98,7)	(99,4)	(97,9)	(95,2)	(92,5)	(91,9)	(91,4)	(87,5)
% ingresos		*(29,7%)*	*(29,7%)*	*(30,2%)*	*(31,1%)*	*(31,4%)*	*(31,6%)*	*(32,1%)*	*(33,3%)*	*(33,6%)*	*(36,0%)*	*(36,1%)*	*(36,3%)*	*(37,0%)*	*(37,7%)*	*(37,3%)*
EBIT		**112,6**	**112,5**	**114,3**	**111,9**	**117,3**	**115,1**	**109,6**	**95,8**	**92,7**	**70,6**	**66,7**	**62,3**	**56,9**	**51,1**	**50,5**
% sobre ingresos		*34,6%*	*34,4%*	*35,3%*	*35,3%*	*37,2%*	*36,5%*	*35,1%*	*32,3%*	*31,3%*	*26,0%*	*25,3%*	*24,5%*	*22,9%*	*21,1%*	*21,5%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(28,2)	(28,1)	(28,6)	(28,0)	(29,3)	(28,8)	(27,4)	(24,0)	(23,2)	(17,7)	(16,7)	(15,6)	(14,2)	(12,8)	(12,6)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**84,5**	**84,4**	**85,8**	**83,9**	**87,9**	**86,3**	**82,2**	**71,9**	**69,5**	**53,0**	**50,1**	**46,7**	**42,7**	**38,3**	**37,9**
% sobre ingresos		*26,0%*	*25,8%*	*26,5%*	*26,5%*	*27,9%*	*27,4%*	*26,3%*	*24,2%*	*23,5%*	*19,5%*	*19,0%*	*18,3%*	*17,2%*	*15,8%*	*16,1%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica de factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía a partir de datos de mercado y analistas.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación se irá reduciendo de manera gradual hasta desaparecer en 2023. Considera los gravámenes vigentes relevantes para la tecnología de generación de energía minihidráulica.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
Eólica		148,6	136,7	118,8	118,4	98,5	99,6	97,8	98,1	100,2	101,7	101,7	102,9	105,0	100,3	21,5	-
Mini hidroeléctrica		66,0	67,0	68,1	67,1	68,5	69,5	70,8	72,1	73,6	74,7	76,0	77,4	79,0	80,3	81,7	83,3
Solar		20,3	20,6	21,0	21,3	21,8	22,1	22,5	22,9	23,4	23,8	24,2	24,6	25,1	0,1	-	-
Cogeneración		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**234,9**	**224,3**	**207,9**	**206,8**	**188,7**	**191,2**	**191,1**	**193,1**	**197,1**	**200,1**	**202,0**	**204,9**	**209,2**	**180,6**	**103,2**	**83,3**
% crecimiento		*0,1%*	*(4,5%)*	*(7,3%)*	*(0,5%)*	*(8,7%)*	*1,3%*	*(0,1%)*	*1,1%*	*2,1%*	*1,5%*	*0,9%*	*1,5%*	*2,1%*	*(13,7%)*	*(42,8%)*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamiento		(25,3)	(24,2)	(22,3)	(22,5)	(20,5)	(20,7)	(20,7)	(20,9)	(21,3)	(21,7)	(21,9)	(22,2)	(22,6)	(19,5)	(10,9)	(8,7)
Margen bruto	(2)	**209,6**	**200,1**	**185,6**	**184,3**	**168,3**	**170,5**	**170,4**	**172,2**	**175,8**	**178,5**	**180,1**	**182,7**	**186,5**	**161,1**	**92,3**	**74,5**
% Margen bruto		*89,2%*	*89,2%*	*89,3%*	*89,1%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,2%*	*89,4%*	*89,5%*
Menos: gastos de personal		(70,5)	(67,5)	(62,6)	(62,9)	(57,2)	(58,1)	(58,1)	(58,7)	(59,7)	(60,8)	(61,4)	(62,3)	(63,4)	(58,7)	(39,4)	(34,6)
Menos: impuestos	(3)	(1,3)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,7)
Gastos operativos totales		**(71,9)**	**(68,9)**	**(64,0)**	**(64,3)**	**(58,6)**	**(59,5)**	**(59,5)**	**(60,2)**	**(61,3)**	**(62,4)**	**(62,9)**	**(63,9)**	**(65,0)**	**(60,4)**	**(41,0)**	**(36,3)**
% sobre ingresos		*(30,6%)*	*(30,7%)*	*(30,8%)*	*(31,1%)*	*(31,1%)*	*(31,1%)*	*(31,1%)*	*(31,2%)*	*(31,1%)*	*(31,2%)*	*(31,2%)*	*(31,2%)*	*(31,1%)*	*(33,4%)*	*(39,8%)*	*(43,6%)*
EBITDA		**137,8**	**131,2**	**121,6**	**120,1**	**109,7**	**110,9**	**110,9**	**112,0**	**114,5**	**116,1**	**117,2**	**118,9**	**121,5**	**100,7**	**51,2**	**38,2**
% sobre ingresos		*58,6%*	*58,5%*	*58,5%*	*58,1%*	*58,1%*	*58,0%*	*58,0%*	*58,0%*	*58,1%*	*58,0%*	*58,0%*	*58,0%*	*58,1%*	*55,8%*	*49,6%*	*45,9%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(86,9)	(82,3)	(75,5)	(75,0)	(67,7)	(51,6)	(10,9)	(10,6)	(10,3)	(10,1)	(9,8)	(9,5)	(9,2)	(8,9)	(8,4)	-
% ingresos		*(37,0%)*	*(36,7%)*	*(36,3%)*	*(36,3%)*	*(35,8%)*	*(27,0%)*	*(5,7%)*	*(5,5%)*	*(5,2%)*	*(5,0%)*	*(4,9%)*	*(4,6%)*	*(4,4%)*	*(5,0%)*	*(8,1%)*	*0,0%*
EBIT		**50,9**	**48,9**	**46,1**	**45,1**	**42,0**	**59,3**	**100,0**	**101,4**	**104,2**	**106,0**	**107,4**	**109,4**	**112,3**	**91,8**	**42,8**	**38,2**
% sobre ingresos		*21,7%*	*21,8%*	*22,2%*	*21,8%*	*22,3%*	*31,0%*	*52,3%*	*52,5%*	*52,9%*	*53,0%*	*53,2%*	*53,4%*	*53,7%*	*50,8%*	*41,5%*	*45,9%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(12,7)	(12,2)	(11,5)	(11,3)	(10,5)	(14,8)	(25,0)	(25,4)	(26,0)	(26,5)	(26,8)	(27,3)	(28,1)	(22,9)	(10,7)	(9,6)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**38,2**	**36,7**	**34,6**	**33,8**	**31,5**	**44,5**	**75,0**	**76,1**	**78,1**	**79,5**	**80,5**	**82,0**	**84,2**	**68,8**	**32,1**	**28,7**
% sobre ingresos		*16,2%*	*16,3%*	*16,6%*	*16,3%*	*16,7%*	*23,3%*	*39,2%*	*39,4%*	*39,6%*	*39,7%*	*39,9%*	*40,0%*	*40,3%*	*38,1%*	*31,1%*	*34,5%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica de factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas de energía a partir de datos de mercado y analistas.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) Según información pública, el impuesto a la generación se irá reduciendo de manera gradual hasta desaparecer en 2023. Considera los gravámenes vigentes relevantes para la tecnología de generación de energía minihidráulica.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**84,5**	**84,4**	**85,8**	**83,9**	**87,9**	**86,3**	**82,2**	**71,9**	**69,5**	**53,0**	**50,1**	**46,7**	**42,7**	**38,3**	**37,9**
% sobre ingresos			*26,0%*	*25,8%*	*26,5%*	*26,5%*	*27,9%*	*27,4%*	*26,3%*	*24,2%*	*23,5%*	*19,5%*	*19,0%*	*18,3%*	*17,2%*	*15,8%*	*16,1%*
Más: depreciación y amortización			96,7	97,3	97,9	98,5	99,1	99,7	100,3	98,7	99,4	97,9	95,2	92,5	91,9	91,4	87,5
Menos: Capex	(6)		(11,7)	(11,8)	(12,0)	(12,2)	(12,4)	(12,6)	(12,8)	(12,6)	(12,8)	(12,6)	(12,2)	(11,8)	(11,8)	(11,8)	(11,1)
Menos: inversión en capital circulante			(4,2)	(0,2)	0,3	0,7	0,2	(0,0)	0,3	1,5	0,1	2,3	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7
Flujo de caja libre			**165,3**	**169,7**	**172,0**	**170,9**	**174,8**	**173,4**	**170,0**	**159,5**	**156,1**	**140,5**	**133,8**	**128,2**	**123,3**	**118,5**	**115,0**
Valor terminal (rango alto)	(7)																
Valor terminal (rango bajo)	(7)																
Periodo parcial			0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00	13,00	14,00
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%	0,9855	0,9434	0,8900	0,8396	0,7921	0,7473	0,7050	0,6651	0,6274	0,5919	0,5584	0,5268	0,4970	0,4688	0,4423
Valor presente del periodo @ 6,50%		6,50%	0,9844	0,9390	0,8817	0,8278	0,7773	0,7299	0,6853	0,6435	0,6042	0,5674	0,5327	0,5002	0,4697	0,4410	0,4141
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**81,4**	**160,1**	**153,1**	**143,5**	**138,5**	**129,6**	**119,9**	**106,1**	**98,0**	**83,1**	**74,7**	**67,6**	**61,3**	**55,6**	**50,9**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**81,4**	**159,3**	**151,6**	**141,5**	**135,9**	**126,5**	**116,5**	**102,6**	**94,3**	**79,7**	**71,3**	**64,2**	**57,9**	**52,3**	**47,6**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1.836,1		1.911,9
Valor presente del valor residual	96,8		124,5
VE	**1.932,9**	**1.984,7**	**2.036,4**

Notas:

(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.

(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**38,2**	**36,7**	**34,6**	**33,8**	**31,5**	**44,5**	**75,0**	**76,1**	**78,1**	**79,5**	**80,5**	**82,0**	**84,2**	**68,8**	**32,1**	**28,7**
% sobre ingresos			*16,2%*	*16,3%*	*16,6%*	*16,3%*	*16,7%*	*23,3%*	*39,2%*	*39,4%*	*39,6%*	*39,7%*	*39,9%*	*40,0%*	*40,3%*	*38,1%*	*31,1%*	*34,5%*
Más: depreciación y amortización			86,9	82,3	75,5	75,0	67,7	51,6	10,9	10,6	10,3	10,1	9,8	9,5	9,2	8,9	8,4	-
Menos: Capex	(6)		(11,0)	(10,1)	(8,6)	(8,5)	(6,8)	(6,9)	(6,8)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,0)	(7,1)	(7,2)	(6,8)	(1,5)	-
Menos: inversión en capital circulante			(0,0)	1,0	1,5	0,1	1,7	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	2,7	7,3	(1,0)
Flujo de caja libre			**114,0**	**109,9**	**103,0**	**100,4**	**94,0**	**88,9**	**79,1**	**79,7**	**81,2**	**82,3**	**83,2**	**84,2**	**85,9**	**73,7**	**46,4**	**27,7**
Valor terminal (rango alto)	(7)																	**674,8**
Valor terminal (rango bajo)	(7)																	**601,4**
Periodo parcial			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	23,00	24,00	25,00	26,00	27,00	28,00	29,00	29,00
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%	0,4173	0,3936	0,3714	0,3503	0,3305	0,3118	0,2942	0,2775	0,2618	0,2470	0,2330	0,2198	0,2074	0,1956	0,1846	0,1846
Valor presente del periodo @ 6,50%		6,50%	0,3888	0,3651	0,3428	0,3219	0,3022	0,2838	0,2665	0,2502	0,2349	0,2206	0,2071	0,1945	0,1826	0,1715	0,1610	0,1610
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**47,6**	**43,3**	**38,3**	**35,2**	**31,1**	**27,7**	**23,3**	**22,1**	**21,3**	**20,3**	**19,4**	**18,5**	**17,8**	**14,4**	**8,6**	**124,5**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**44,3**	**40,1**	**35,3**	**32,3**	**28,4**	**25,2**	**21,1**	**19,9**	**19,1**	**18,2**	**17,2**	**16,4**	**15,7**	**12,6**	**7,5**	**96,8**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1.836,1		1.911,9
Valor presente del valor residual	96,8		124,5
VE	**1.932,9**	**1.984,7**	**2.036,4**

Notas:
(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.
(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
CCGTs		941,7	952,2	1.051,4	1.085,1	1.108,9	1.175,2	1.229,0	1.228,5	1.276,0	1.276,1	1.315,5	1.357,0	1.390,9	1.389,9	1.420,0
Hidroeléctrica		151,9	149,1	154,8	157,9	158,5	161,5	164,4	167,7	170,3	173,4	176,6	180,3	183,0	186,3	189,7
Nuclear		217,9	213,4	222,7	227,9	229,2	233,8	232,0	189,8	153,9	155,9	158,6	162,2	165,0	167,1	170,2
Ingresos	(1)	**1.311,6**	**1.314,7**	**1.428,9**	**1.470,9**	**1.496,6**	**1.570,4**	**1.625,3**	**1.586,1**	**1.600,1**	**1.605,4**	**1.650,7**	**1.699,5**	**1.739,0**	**1.743,3**	**1.779,9**
% crecimiento		*(1,3%)*	*0,2%*	*8,7%*	*2,9%*	*1,8%*	*4,9%*	*3,5%*	*(2,4%)*	*0,9%*	*0,3%*	*2,8%*	*3,0%*	*2,3%*	*0,2%*	*2,1%*
Menos: costes de aprovisionamento	(2)	(686,2)	(668,8)	(750,3)	(753,1)	(759,8)	(820,3)	(862,8)	(902,0)	(975,6)	(1.007,0)	(1.028,2)	(1.055,8)	(1.074,4)	(1.092,4)	(1.116,8)
Margen bruto		**625,4**	**645,9**	**678,6**	**717,8**	**736,8**	**750,1**	**762,5**	**684,1**	**624,6**	**598,3**	**622,5**	**643,7**	**664,6**	**650,9**	**663,2**
% Margen bruto		*47,7%*	*49,1%*	*47,5%*	*48,8%*	*49,2%*	*47,8%*	*46,9%*	*43,1%*	*39,0%*	*37,3%*	*37,7%*	*37,9%*	*38,2%*	*37,3%*	*37,3%*
Menos: gastos de personal		(212,3)	(215,0)	(217,9)	(221,2)	(225,2)	(229,4)	(231,9)	(226,2)	(222,0)	(226,1)	(230,2)	(234,4)	(238,6)	(242,9)	(247,3)
Menos: impuestos	(3)	(192,7)	(192,5)	(202,3)	(206,5)	(208,8)	(215,2)	(218,3)	(204,5)	(196,0)	(197,5)	(201,8)	(206,6)	(210,3)	(211,8)	(215,6)
Gastos operativos totales		**(404,9)**	**(407,4)**	**(420,2)**	**(427,8)**	**(434,0)**	**(444,6)**	**(450,1)**	**(430,7)**	**(418,1)**	**(423,6)**	**(432,0)**	**(441,0)**	**(448,9)**	**(454,6)**	**(462,9)**
% sobre ingresos		*(30,9%)*	*(31,0%)*	*(29,4%)*	*(29,1%)*	*(29,0%)*	*(28,3%)*	*(27,7%)*	*(27,2%)*	*(26,1%)*	*(26,4%)*	*(26,2%)*	*(25,9%)*	*(25,8%)*	*(26,1%)*	*(26,0%)*
EBITDA		**220,5**	**238,5**	**258,4**	**290,0**	**302,8**	**305,5**	**312,4**	**253,4**	**206,5**	**174,7**	**190,5**	**202,7**	**215,6**	**196,3**	**200,2**
% sobre ingresos		*16,8%*	*18,1%*	*18,1%*	*19,7%*	*20,2%*	*19,5%*	*19,2%*	*16,0%*	*12,9%*	*10,9%*	*11,5%*	*11,9%*	*12,4%*	*11,3%*	*11,2%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(142,7)	(145,8)	(148,8)	(151,8)	(154,9)	(158,0)	(160,9)	(162,7)	(164,4)	(167,1)	(169,8)	(172,5)	(175,2)	(177,9)	(180,7)
% ingresos		*(10,9%)*	*(11,1%)*	*(10,4%)*	*(10,3%)*	*(10,4%)*	*(10,1%)*	*(9,9%)*	*(10,3%)*	*(10,3%)*	*(10,4%)*	*(10,3%)*	*(10,1%)*	*(10,1%)*	*(10,2%)*	*(10,2%)*
EBIT		**77,7**	**92,8**	**109,7**	**138,2**	**147,9**	**147,5**	**151,5**	**90,7**	**42,1**	**7,7**	**20,7**	**30,2**	**40,4**	**18,3**	**19,5**
% sobre ingresos		*5,9%*	*7,1%*	*7,7%*	*9,4%*	*9,9%*	*9,4%*	*9,3%*	*5,7%*	*2,6%*	*0,5%*	*1,3%*	*1,8%*	*2,3%*	*1,1%*	*1,1%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(19,4)	(23,2)	(27,4)	(34,5)	(37,0)	(36,9)	(37,9)	(22,7)	(10,5)	(1,9)	(5,2)	(7,6)	(10,1)	(4,6)	(4,9)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**58,3**	**69,6**	**82,2**	**103,6**	**110,9**	**110,6**	**113,6**	**68,0**	**31,5**	**5,7**	**15,5**	**22,7**	**30,3**	**13,7**	**14,6**
% sobre ingresos		*4,4%*	*5,3%*	*5,8%*	*7,0%*	*7,4%*	*7,0%*	*7,0%*	*4,3%*	*2,0%*	*0,4%*	*0,9%*	*1,3%*	*1,7%*	*0,8%*	*0,8%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) publicadas por Naturgy en sus CCAA 2020 y otras fuentes públicas.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Convencional

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
CCGTs		1.452,9	1.507,4	1.537,0	1.565,6	1.636,0	1.668,3	1.705,4	1.743,2	1.688,8	1.721,3	1.352,8	733,1	745,0	213,9	217,0	-
Hidroeléctrica		193,7	196,8	200,4	204,0	208,3	211,4	215,3	219,2	223,7	227,2	231,3	235,5	240,4	244,1	248,5	253,2
Nuclear		174,1	155,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**1.820,7**	**1.859,5**	**1.737,4**	**1.769,6**	**1.844,2**	**1.879,8**	**1.920,7**	**1.962,3**	**1.912,5**	**1.948,5**	**1.584,1**	**968,5**	**985,4**	**457,9**	**465,4**	**253,2**
% crecimiento		*2,3%*	*2,1%*	*(6,6%)*	*1,9%*	*4,2%*	*1,9%*	*2,2%*	*2,2%*	*(2,5%)*	*1,9%*	*(18,7%)*	*(38,9%)*	*1,7%*	*(53,5%)*	*1,6%*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamiento	(2)	(1.148,0)	(1.167,8)	(1.168,1)	(1.194,9)	(1.245,0)	(1.272,4)	(1.300,9)	(1.325,3)	(1.278,0)	(1.288,7)	(965,6)	(522,0)	(540,0)	(178,3)	(199,1)	(21,0)
Margen bruto		**672,8**	**691,8**	**569,3**	**574,7**	**599,3**	**607,4**	**619,8**	**637,1**	**634,5**	**659,8**	**618,5**	**446,5**	**445,4**	**279,6**	**266,3**	**232,2**
% Margen bruto		*36,9%*	*37,2%*	*32,8%*	*32,5%*	*32,5%*	*32,3%*	*32,3%*	*32,5%*	*33,2%*	*33,9%*	*39,0%*	*46,1%*	*45,2%*	*61,1%*	*57,2%*	*91,7%*
Menos: gastos de personal		(251,9)	(251,8)	(223,3)	(227,3)	(231,4)	(235,6)	(239,8)	(244,1)	(236,3)	(240,4)	(195,1)	(118,0)	(119,9)	(53,7)	(54,6)	(27,6)
Menos: impuestos	(3)	(219,9)	(218,2)	(172,7)	(175,9)	(182,2)	(185,5)	(189,3)	(193,3)	(190,9)	(194,3)	(169,9)	(127,8)	(130,3)	(94,3)	(95,9)	(82,2)
Gastos operativos totales		**(471,8)**	**(470,1)**	**(396,0)**	**(403,1)**	**(413,6)**	**(421,1)**	**(429,2)**	**(437,4)**	**(427,2)**	**(434,8)**	**(365,0)**	**(245,8)**	**(250,2)**	**(148,0)**	**(150,6)**	**(109,9)**
% sobre ingresos		*(25,9%)*	*(25,3%)*	*(22,8%)*	*(22,8%)*	*(22,4%)*	*(22,4%)*	*(22,3%)*	*(22,3%)*	*(22,3%)*	*(22,3%)*	*(23,0%)*	*(25,4%)*	*(25,4%)*	*(32,3%)*	*(32,3%)*	*(43,4%)*
EBITDA		**200,9**	**221,7**	**173,3**	**171,5**	**185,7**	**186,4**	**190,6**	**199,7**	**207,3**	**225,1**	**253,5**	**200,7**	**195,2**	**131,6**	**115,8**	**122,4**
% sobre ingresos		*11,0%*	*11,9%*	*10,0%*	*9,7%*	*10,1%*	*9,9%*	*9,9%*	*10,2%*	*10,8%*	*11,6%*	*16,0%*	*20,7%*	*19,8%*	*28,7%*	*24,9%*	*48,3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(136,3)	(112,3)	(114,2)	(116,0)	(117,8)	(100,1)	(51,8)	(50,6)	(49,3)	(48,0)	(46,4)	(44,4)	(42,6)	(40,6)	(38,6)	(11,0)
% ingresos		*(7,5%)*	*(6,0%)*	*(6,6%)*	*(6,6%)*	*(6,4%)*	*(5,3%)*	*(2,7%)*	*(2,6%)*	*(2,6%)*	*(2,5%)*	*(2,9%)*	*(4,6%)*	*(4,3%)*	*(8,9%)*	*(8,3%)*	*(4,4%)*
EBIT		**64,6**	**109,4**	**59,1**	**55,6**	**67,9**	**86,2**	**138,8**	**149,1**	**158,0**	**177,1**	**207,1**	**156,4**	**152,7**	**91,0**	**77,2**	**111,3**
% sobre ingresos		*3,5%*	*5,9%*	*3,4%*	*3,1%*	*3,7%*	*4,6%*	*7,2%*	*7,6%*	*8,3%*	*9,1%*	*13,1%*	*16,1%*	*15,5%*	*19,9%*	*16,6%*	*44,0%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(16,2)	(27,3)	(14,8)	(13,9)	(17,0)	(21,6)	(34,7)	(37,3)	(39,5)	(44,3)	(51,8)	(39,1)	(38,2)	(22,8)	(19,3)	(27,8)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**48,5**	**82,0**	**44,3**	**41,7**	**50,9**	**64,7**	**104,1**	**111,8**	**118,5**	**132,8**	**155,4**	**117,3**	**114,5**	**68,3**	**57,9**	**83,5**
% sobre ingresos		*2,7%*	*4,4%*	*2,6%*	*2,4%*	*2,8%*	*3,4%*	*5,4%*	*5,7%*	*6,2%*	*6,8%*	*9,8%*	*12,1%*	*11,6%*	*14,9%*	*12,4%*	*33,0%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) Estimado con base en los precios mayoristas del gas y los datos históricos y proyecciones de CO_2 (EU ETS) de fuentes públicas.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye activos existentes estimados y Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España. Dado que el grupo de consolidación fiscal de Naturgy en España incluye todas las entidades españolas, consideramos los escudos fiscales derivados de las pérdidas del ejercicio como entrada de caja.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**58,3**	**69,6**	**82,2**	**103,6**	**110,9**	**110,6**	**113,6**	**68,0**	**31,5**	**5,7**	**15,5**	**22,7**	**30,3**	**13,7**	**14,6**
% sobre ingresos			*4,4%*	*5,3%*	*5,8%*	*7,0%*	*7,4%*	*7,0%*	*7,0%*	*4,3%*	*2,0%*	*0,4%*	*0,9%*	*1,3%*	*1,7%*	*0,8%*	*0,8%*
Más: depreciación y amortización			142,7	145,8	148,8	151,8	154,9	158,0	160,9	162,7	164,4	167,1	169,8	172,5	175,2	177,9	180,7
Menos: Capex	(6)		(60,0)	(60,3)	(60,6)	(61,0)	(61,4)	(61,9)	(61,5)	(57,0)	(53,2)	(53,5)	(53,8)	(54,1)	(54,4)	(54,7)	(55,1)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		-	-	-	-	-	-	(29,7)	(29,7)	(29,7)	(29,7)	-	-	-	(22,1)	(22,1)
Menos: inversión en capital circulante			(16,2)	(0,3)	(10,8)	(4,0)	(2,4)	(7,0)	(5,2)	3,7	(1,3)	(0,5)	(4,3)	(4,6)	(3,7)	(0,4)	(3,5)
Flujo de caja libre			**124,8**	**154,7**	**159,6**	**190,5**	**201,9**	**199,8**	**178,0**	**147,6**	**111,7**	**89,1**	**127,2**	**136,4**	**147,4**	**114,4**	**114,7**
Valor terminal (rango alto)	(8)																
Valor terminal (rango bajo)	(8)																
Periodo parcial			0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00	13,00	14,00
Valor presente del periodo @ 6,25%		6,25%	0,9850	0,9412	0,8858	0,8337	0,7847	0,7385	0,6951	0,6542	0,6157	0,5795	0,5454	0,5133	0,4831	0,4547	0,4280
Valor presente del periodo @ 6,75%		6,75%	0,9838	0,9368	0,8775	0,8220	0,7701	0,7214	0,6758	0,6330	0,5930	0,5555	0,5204	0,4875	0,4567	0,4278	0,4007
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%			**61,5**	**145,6**	**141,4**	**158,8**	**158,5**	**147,5**	**123,7**	**96,6**	**68,8**	**51,6**	**69,4**	**70,0**	**71,2**	**52,0**	**49,1**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,75%			**61,4**	**144,9**	**140,0**	**156,6**	**155,5**	**144,1**	**120,3**	**93,5**	**66,2**	**49,5**	**66,2**	**66,5**	**67,3**	**48,9**	**46,0**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1.910,0		1.999,4
Valor presente del valor residual		255,8		326,8
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2.165,8**	**2.246,0**	**2.326,2**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141,1)	(141,1)	(141,1)
VE		**2.024,7**	**2.104,9**	**2.185,1**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**48,5**	**82,0**	**44,3**	**41,7**	**50,9**	**64,7**	**104,1**	**111,8**	**118,5**	**132,8**	**155,4**	**117,3**	**114,5**	**68,3**	**57,9**	**83,5**
% sobre ingresos			*2,7%*	*4,4%*	*2,6%*	*2,4%*	*2,8%*	*3,4%*	*5,4%*	*5,7%*	*6,2%*	*6,8%*	*9,8%*	*12,1%*	*11,6%*	*14,9%*	*12,4%*	*33,0%*
Más: depreciación y amortización			136,3	112,3	114,2	116,0	117,8	100,1	51,8	50,6	49,3	48,0	46,4	44,4	42,6	40,6	38,6	11,0
Menos: Capex	(6)		(55,4)	(53,4)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(36,8)	(35,4)	(35,4)	(29,8)	(21,0)	(20,9)	(13,7)	(13,7)	(11,0)
Menos: costes de desmantelamiento	(7)		(22,1)	(22,1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Menos: inversión en capital circulante			(3,9)	(3,7)	11,6	(3,0)	(7,1)	(3,4)	(3,9)	(3,9)	4,7	(3,4)	34,5	58,2	(1,6)	49,9	(0,7)	(1,0)
Flujo de caja libre			**103,4**	**115,2**	**133,2**	**117,8**	**124,8**	**124,6**	**115,2**	**121,7**	**137,1**	**142,0**	**206,4**	**198,9**	**134,5**	**145,1**	**82,1**	**82,5**
Valor terminal (rango alto)	(8)																	**1.896,0**
Valor terminal (rango bajo)	(8)																	**1.700,6**
Periodo parcial			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	23,00	24,00	25,00	26,00	27,00	28,00	29,00	29,00
Valor presente del periodo @ 6,25%		6,25%	0,4028	0,3791	0,3568	0,3358	0,3160	0,2975	0,2800	0,2635	0,2480	0,2334	0,2197	0,2068	0,1946	0,1831	0,1724	0,1724
Valor presente del periodo @ 6,75%		6,75%	0,3754	0,3517	0,3294	0,3086	0,2891	0,2708	0,2537	0,2376	0,2226	0,2085	0,1953	0,1830	0,1714	0,1606	0,1504	0,1504
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%			**41,6**	**43,7**	**47,5**	**39,6**	**39,5**	**37,1**	**32,3**	**32,1**	**34,0**	**33,1**	**45,3**	**41,1**	**26,2**	**26,6**	**14,1**	**326,8**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,75%			**38,8**	**40,5**	**43,9**	**36,3**	**36,1**	**33,7**	**29,2**	**28,9**	**30,5**	**29,6**	**40,3**	**36,4**	**23,1**	**23,3**	**12,3**	**255,8**

€mm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		1.910,0		1.999,4
Valor presente del valor residual		255,8		326,8
Suma del valor presente de los flujos de caja libre y el valor terminal		**2.165,8**	**2.246,0**	**2.326,2**
(-) Provisiones de carbón	(9)	(141,1)	(141,1)	(141,1)
VE		**2.024,7**	**2.104,9**	**2.185,1**

Notas:

(6) Basado en las necesidades de Capex de mantenimiento de los activos de generación de energía convencional.
(7) Desmantelamiento estimado a partir de información de los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.
(8) Valor Terminal calculado para la tecnología de generación hidroeléctrica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.
(9) Las centrales de carbón serán desmanteladas. Provisiones de desmantelamiento en línea con lo establecido en los estados financieros de Naturgy Generación S.L.U.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Eólica		219,8	216,3	234,9	238,0	234,2	234,4	230,5	213,4	213,1	188,6	184,0	175,6	175,1	176,8	166,6
Mini hidroeléctrica		64,6	63,4	66,0	67,1	67,3	67,7	68,7	69,9	69,9	71,0	72,2	72,7	72,2	71,2	72,3
Solar		17,8	17,5	18,2	18,4	18,5	18,8	19,2	19,6	19,9	20,2	20,6	21,0	21,3	21,7	22,1
Cogeneración		24,1	27,5	28,6	27,7	26,7	26,4	26,4	26,0	25,8	24,7	17,7	15,3	9,0	-	-
Ingresos	(1)	**326,4**	**324,7**	**347,6**	**351,3**	**346,6**	**347,3**	**344,8**	**329,0**	**328,7**	**304,5**	**294,4**	**284,6**	**277,5**	**269,6**	**261,0**
% crecimiento		*1,4%*	*(0,5%)*	*7,1%*	*1,0%*	*(1,3%)*	*0,2%*	*(0,7%)*	*(4,6%)*	*(0,1%)*	*(7,3%)*	*(3,3%)*	*(3,3%)*	*(2,5%)*	*(2,9%)*	*(3,2%)*
Menos: costes de aprovisionamiento		(26,0)	(26,3)	(26,7)	(27,1)	(27,6)	(28,1)	(28,6)	(28,6)	(29,0)	(29,0)	(27,9)	(27,3)	(26,7)	(26,0)	(25,1)
Margen bruto	(2)	**300,4**	**298,4**	**320,9**	**324,1**	**319,0**	**319,2**	**316,2**	**300,4**	**299,7**	**275,6**	**266,6**	**257,4**	**250,8**	**243,7**	**235,9**
% Margen bruto		*92,0%*	*91,9%*	*92,3%*	*92,3%*	*92,1%*	*91,9%*	*91,7%*	*91,3%*	*91,2%*	*90,5%*	*90,5%*	*90,4%*	*90,4%*	*90,4%*	*90,4%*
Menos: gastos de personal		(66,6)	(67,4)	(68,3)	(69,4)	(70,6)	(71,9)	(73,2)	(72,9)	(74,2)	(74,0)	(72,9)	(71,7)	(72,1)	(72,5)	(70,2)
Menos: impuestos	(3)	(24,2)	(24,0)	(25,7)	(26,0)	(25,6)	(25,7)	(25,5)	(24,5)	(24,4)	(22,8)	(22,1)	(21,4)	(20,9)	(20,3)	(19,7)
Gastos operativos totales		**(90,7)**	**(91,4)**	**(94,0)**	**(95,3)**	**(96,2)**	**(97,6)**	**(98,7)**	**(97,3)**	**(98,6)**	**(96,7)**	**(95,0)**	**(93,1)**	**(93,0)**	**(92,8)**	**(89,9)**
% sobre ingresos		*(27,8%)*	*(28,2%)*	*(27,0%)*	*(27,1%)*	*(27,8%)*	*(28,1%)*	*(28,6%)*	*(29,6%)*	*(30,0%)*	*(31,8%)*	*(32,2%)*	*(32,7%)*	*(33,5%)*	*(34,4%)*	*(34,4%)*
EBITDA		**209,7**	**206,9**	**226,9**	**228,8**	**222,8**	**221,6**	**217,5**	**203,1**	**201,0**	**178,9**	**171,6**	**164,3**	**157,9**	**150,9**	**146,0**
% sobre ingresos		*64,2%*	*63,7%*	*65,3%*	*65,1%*	*64,3%*	*63,8%*	*63,1%*	*61,7%*	*61,2%*	*58,7%*	*58,3%*	*57,7%*	*56,9%*	*55,9%*	*55,9%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(96,9)	(97,4)	(98,0)	(98,6)	(99,2)	(99,8)	(100,5)	(98,9)	(99,5)	(98,0)	(95,3)	(92,6)	(91,9)	(91,3)	(87,3)
% ingresos		*(29,7%)*	*(30,0%)*	*(28,2%)*	*(28,1%)*	*(28,6%)*	*(28,8%)*	*(29,1%)*	*(30,1%)*	*(30,3%)*	*(32,2%)*	*(32,4%)*	*(32,5%)*	*(33,1%)*	*(33,9%)*	*(33,5%)*
EBIT		**112,8**	**109,5**	**128,9**	**130,2**	**123,6**	**121,8**	**117,0**	**104,2**	**101,5**	**80,8**	**76,3**	**71,7**	**66,0**	**59,6**	**58,7**
% sobre ingresos		*34,6%*	*33,7%*	*37,1%*	*37,1%*	*35,7%*	*35,1%*	*33,9%*	*31,7%*	*30,9%*	*26,5%*	*25,9%*	*25,2%*	*23,8%*	*22,1%*	*22,5%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(28,2)	(27,4)	(32,2)	(32,6)	(30,9)	(30,4)	(29,3)	(26,1)	(25,4)	(20,2)	(19,1)	(17,9)	(16,5)	(14,9)	(14,7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**84,6**	**82,1**	**96,7**	**97,7**	**92,7**	**91,3**	**87,8**	**78,2**	**76,1**	**60,6**	**57,2**	**53,8**	**49,5**	**44,7**	**44,0**
% sobre ingresos		*25,9%*	*25,3%*	*27,8%*	*27,8%*	*26,7%*	*26,3%*	*25,5%*	*23,8%*	*23,2%*	*19,9%*	*19,4%*	*18,9%*	*17,8%*	*16,6%*	*16,9%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

Descuento de flujos de caja - Generación Europea - Renovables

	Notas	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
Eólica		165,7	152,4	132,5	132,0	109,8	111,0	109,0	109,4	111,7	113,4	113,4	114,7	117,1	111,8	24,0	-
Mini hidroeléctrica		73,3	74,4	75,7	74,8	76,3	77,5	78,9	80,3	82,0	83,3	84,8	86,3	88,1	89,5	91,1	92,8
Solar		22,6	22,9	23,4	23,8	24,3	24,7	25,1	25,6	26,1	26,5	27,0	27,5	28,0	0,1	-	-
Cogeneración		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingresos	(1)	**261,6**	**249,7**	**231,5**	**230,5**	**210,4**	**213,2**	**213,0**	**215,3**	**219,8**	**223,1**	**225,2**	**228,5**	**233,2**	**201,3**	**115,1**	**92,8**
% crecimiento		*0,2%*	*(4,5%)*	*(7,3%)*	*(0,4%)*	*(8,7%)*	*1,3%*	*(0,1%)*	*1,1%*	*2,1%*	*1,5%*	*0,9%*	*1,5%*	*2,1%*	*(13,7%)*	*(42,8%)*	*n.a.*
Menos: costes de aprovisionamiento		(25,3)	(24,2)	(22,3)	(22,5)	(20,5)	(20,7)	(20,7)	(20,9)	(21,3)	(21,7)	(21,9)	(22,2)	(22,6)	(19,5)	(10,9)	(8,7)
Margen bruto	(2)	**236,3**	**225,6**	**209,2**	**208,1**	**190,0**	**192,4**	**192,3**	**194,4**	**198,4**	**201,5**	**203,3**	**206,3**	**210,6**	**181,8**	**104,1**	**84,1**
% Margen bruto		*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,3%*	*90,5%*	*90,6%*
Menos: gastos de personal		(70,5)	(67,5)	(62,6)	(62,9)	(57,2)	(58,1)	(58,1)	(58,7)	(59,7)	(60,8)	(61,4)	(62,3)	(63,4)	(58,7)	(39,4)	(34,6)
Menos: impuestos	(3)	(19,8)	(19,0)	(17,8)	(17,7)	(16,3)	(16,5)	(16,5)	(16,7)	(17,1)	(17,3)	(17,5)	(17,8)	(18,1)	(15,9)	(9,9)	(8,4)
Gastos operativos totales		**(90,3)**	**(86,5)**	**(80,3)**	**(80,6)**	**(73,5)**	**(74,6)**	**(74,6)**	**(75,4)**	**(76,8)**	**(78,1)**	**(78,9)**	**(80,0)**	**(81,5)**	**(74,6)**	**(49,3)**	**(43,0)**
% sobre ingresos		*(34,5%)*	*(34,7%)*	*(34,7%)*	*(34,9%)*	*(34,9%)*	*(35,0%)*	*(35,0%)*	*(35,0%)*	*(34,9%)*	*(35,0%)*	*(35,0%)*	*(35,0%)*	*(35,0%)*	*(37,1%)*	*(42,8%)*	*(46,3%)*
EBITDA		**146,0**	**139,0**	**128,9**	**127,5**	**116,5**	**117,8**	**117,7**	**119,0**	**121,6**	**123,3**	**124,4**	**126,2**	**129,0**	**107,2**	**54,8**	**41,1**
% sobre ingresos		*55,8%*	*55,7%*	*55,7%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*55,3%*	*53,2%*	*47,6%*	*44,3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(86,7)	(82,2)	(75,4)	(74,9)	(67,6)	(52,6)	(10,9)	(10,6)	(10,4)	(10,1)	(9,8)	(9,5)	(9,3)	(8,9)	(8,4)	-
% ingresos		*(33,2%)*	*(32,9%)*	*(32,5%)*	*(32,5%)*	*(32,1%)*	*(24,7%)*	*(5,1%)*	*(4,9%)*	*(4,7%)*	*(4,5%)*	*(4,4%)*	*(4,2%)*	*(4,0%)*	*(4,4%)*	*(7,3%)*	*0,0%*
EBIT		**59,2**	**56,9**	**53,5**	**52,6**	**48,9**	**65,2**	**106,8**	**108,3**	**111,3**	**113,2**	**114,6**	**116,7**	**119,8**	**98,2**	**46,4**	**41,1**
% sobre ingresos		*22,6%*	*22,8%*	*23,1%*	*22,8%*	*23,2%*	*30,6%*	*50,2%*	*50,3%*	*50,6%*	*50,7%*	*50,9%*	*51,1%*	*51,4%*	*48,8%*	*40,4%*	*44,3%*
Menos: impuesto de sociedades	(5)	(14,8)	(14,2)	(13,4)	(13,2)	(12,2)	(16,3)	(26,7)	(27,1)	(27,8)	(28,3)	(28,7)	(29,2)	(29,9)	(24,6)	(11,6)	(10,3)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**44,4**	**42,6**	**40,1**	**39,5**	**36,7**	**48,9**	**80,1**	**81,3**	**83,4**	**84,9**	**86,0**	**87,5**	**89,8**	**73,7**	**34,8**	**30,8**
% sobre ingresos		*17,0%*	*17,1%*	*17,3%*	*17,1%*	*17,4%*	*22,9%*	*37,6%*	*37,7%*	*38,0%*	*38,1%*	*38,2%*	*38,3%*	*38,5%*	*36,6%*	*30,3%*	*33,2%*

Notas:

(1) Basado en información pública de capacidad instalada de Naturgy, información histórica del factor de carga del mercado español y estimación de precios mayoristas proporcionadas por Naturgy en sus CCAA 2020.
(2) En línea con los márgenes brutos esperados para los negocios de generación de energía renovables.
(3) En el escenario 2 se considera el impuesto a la generación en todo el periodo proyectado. Considera los gravámenes vigentes relevantes para las tecnologías de generación de energía hidroeléctrica y nuclear.
(4) Incluye la amortización de los activos existentes estimados y del Capex futuro. Considera una distribución de amortización por MW de capacidad instalada por tecnología.
(5) Tipo del Impuesto sobre sociedades aplicable en España.

	Notas		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
NOPAT			**84,6**	**82,1**	**96,7**	**97,7**	**92,7**	**91,3**	**87,8**	**78,2**	**76,1**	**60,6**	**57,2**	**53,8**	**49,5**	**44,7**	**44,0**
% sobre ingresos			*25,9%*	*25,3%*	*27,8%*	*27,8%*	*26,7%*	*26,3%*	*25,5%*	*23,8%*	*23,2%*	*19,9%*	*19,4%*	*18,9%*	*17,8%*	*16,6%*	*16,9%*
Más: depreciación y amortización			96,9	97,4	98,0	98,6	99,2	99,8	100,5	98,9	99,5	98,0	95,3	92,6	91,9	91,3	87,3
Menos: Capex	(6)		(11,7)	(11,9)	(12,0)	(12,2)	(12,4)	(12,6)	(12,9)	(12,6)	(12,9)	(12,7)	(12,3)	(11,8)	(11,8)	(11,8)	(11,1)
Menos: inversión en capital circulante			(4,0)	0,2	(2,2)	(0,3)	0,4	(0,1)	0,2	1,5	0,0	2,3	1,0	0,9	0,7	0,7	0,8
Flujo de caja libre			**165,7**	**167,9**	**180,5**	**183,7**	**179,9**	**178,5**	**175,6**	**165,9**	**162,8**	**148,3**	**141,2**	**135,5**	**130,2**	**124,9**	**121,1**
Valor terminal (rango alto)	(7)																
Valor terminal (rango bajo)	(7)																
Periodo parcial			0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00	11,00	12,00	13,00	14,00
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%	0,9855	0,9434	0,8900	0,8396	0,7921	0,7473	0,7050	0,6651	0,6274	0,5919	0,5584	0,5268	0,4970	0,4688	0,4423
Valor presente del periodo @ 6,50%		6,50%	0,9844	0,9390	0,8817	0,8278	0,7773	0,7299	0,6853	0,6435	0,6042	0,5674	0,5327	0,5002	0,4697	0,4410	0,4141
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**81,7**	**158,4**	**160,7**	**154,3**	**142,5**	**133,4**	**123,8**	**110,3**	**102,1**	**87,8**	**78,9**	**71,4**	**64,7**	**58,6**	**53,6**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**81,6**	**157,6**	**159,2**	**152,1**	**139,9**	**130,3**	**120,4**	**106,8**	**98,4**	**84,1**	**75,2**	**67,8**	**61,2**	**55,1**	**50,1**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1.914,1		1.993,9
Valor presente del valor residual	104,4		134,2
VE	**2.018,4**	**2.073,3**	**2.128,1**

Notas:

(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.

(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

	Notas		2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	Terminal
NOPAT			**44,4**	**42,6**	**40,1**	**39,5**	**36,7**	**48,9**	**80,1**	**81,3**	**83,4**	**84,9**	**86,0**	**87,5**	**89,8**	**73,7**	**34,8**	**30,8**
% sobre ingresos			*17,0%*	*17,1%*	*17,3%*	*17,1%*	*17,4%*	*22,9%*	*37,6%*	*37,7%*	*38,0%*	*38,1%*	*38,2%*	*38,3%*	*38,5%*	*36,6%*	*30,3%*	*33,2%*
Más: depreciación y amortización			86,7	82,2	75,4	74,9	67,6	52,6	10,9	10,6	10,4	10,1	9,8	9,5	9,3	8,9	8,4	-
Menos: Capex	(6)		(11,0)	(10,1)	(8,6)	(8,5)	(6,8)	(6,9)	(6,8)	(6,8)	(6,9)	(7,0)	(7,0)	(7,1)	(7,2)	(6,8)	(1,5)	-
Menos: inversión en capital circulante			(0,1)	1,1	1,7	0,1	1,9	(0,3)	0,0	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	3,0	8,2	(1,0)
Flujo de caja libre			**120,1**	**115,9**	**108,6**	**105,9**	**99,3**	**94,3**	**84,3**	**84,9**	**86,5**	**87,7**	**88,6**	**89,7**	**91,4**	**78,8**	**49,9**	**29,8**
Valor terminal (rango alto)	(7)																	**727,2**
Valor terminal (rango bajo)	(7)																	**648,2**
Periodo parcial			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio			15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	20,00	21,00	22,00	23,00	24,00	25,00	26,00	27,00	28,00	29,00	29,00
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%	0,4173	0,3936	0,3714	0,3503	0,3305	0,3118	0,2942	0,2775	0,2618	0,2470	0,2330	0,2198	0,2074	0,1956	0,1846	0,1846
Valor presente del periodo @ 6,50%		6,50%	0,3888	0,3651	0,3428	0,3219	0,3022	0,2838	0,2665	0,2502	0,2349	0,2206	0,2071	0,1945	0,1826	0,1715	0,1610	0,1610
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%			**50,1**	**45,6**	**40,3**	**37,1**	**32,8**	**29,4**	**24,8**	**23,6**	**22,6**	**21,7**	**20,6**	**19,7**	**19,0**	**15,4**	**9,2**	**134,2**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%			**46,7**	**42,3**	**37,2**	**34,1**	**30,0**	**26,8**	**22,5**	**21,2**	**20,3**	**19,3**	**18,3**	**17,4**	**16,7**	**13,5**	**8,0**	**104,4**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1.914,1		1.993,9
Valor presente del valor residual	104,4		134,2
VE	**2.018,4**	**2.073,3**	**2.128,1**

Notas:
(6) Necesidades estimadas de Capex de mantenimiento.
(7) Valor terminal calculado para la tecnología de generación minihidráulica, considerando una tasa de crecimiento del valor terminal de 1,9%.

Principales Hipótesis del Plan Estratégico 2021-25

Capex Total "Renewables & New Business"	**8.700**	
Capex en "New Business"	550	Inversión considerada hasta 2025
Capex En Renovables	8.150	Inversión considerada hasta 2025. Entrada de GW gradual
Capex Renovables con EBITDA hasta 2025	**7.626**	
Capex Renovables con EBITDA despues 2025	524	
EBITDA renovables esperado en 2025	**990**	
EBITDA 2020	360	
EBITDA adicional 2021-25	**630**	
EBITDA run rate 2026 y después	**647**	

Comentado por la Dirección de Naturgy en la presentación del Plan Estratégico 2021-2025 (28 de Julio de 2021)

	Dirección Naturgy	Extrapolación a €8.15mm
Capex considerado en el analisis	7.626	8.150
EBITDA adicional generado (run rate)	647	691
Multiplicador Capex/EBITDA	**11,8x**	**11,8x**

€mm	Bajo	Punto Medio	Alto
Rango de Valor	**-**	**166**	**333**
Acciones (#mm)	961	961	961
€/acción	***€0,0***	***€0,2***	***€0,3***

WACC	***6,5%***	***a***	***6,0%***

Otras Hipótesis		
Tasa Impositiva	25%	
Vida útil activos	30	años
Fecha Referencia	31-Jul-21	

Proyecciones Financieras Extrapoladas de Cifras Financieras del Plan Estratégico 2021-25

				Total	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Capex				**8.150**																	
EBITDA por Año			**Run Rate**																		
Capex 2021	867	2051	11,8x		73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6
Capex 2022	1.084	2052	11,8x		-	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9
Capex 2023	1.734	2053	11,8x		-	-	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1
Capex 2024	2.233	2054	11,8x		-	-	-	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4
Capex 2025	2.233	2055	11,8x		-	-	-	-	128,0	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4
EBITDA total					**73,6**	**165,5**	**312,6**	**502,0**	**630,0**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**
Depreciación		**Vida Útil**																			
Capex 2021	867	30			28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9
Capex 2022	1.084	30			-	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1
Capex 2023	1.734	30			-	-	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8
Capex 2024	2.233	30			-	-	-	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4
Capex 2025	2.233	30			-	-	-	-	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4
Depreciación total					**28,9**	**65,0**	**122,8**	**197,2**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**

Descuento Flujos de Caja Libres de Deuda

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
EBITDA		**73,6**	**165,5**	**312,6**	**502,0**	**630,0**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**
Menos: depreciación y amortización		(28,9)	(65,0)	(122,8)	(197,2)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)
EBIT		**44,7**	**100,5**	**189,8**	**304,8**	**358,3**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**
Menos: impuesto de sociedades		(11,2)	(25,1)	(47,4)	(76,2)	(89,6)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**33,5**	**75,4**	**142,3**	**228,6**	**268,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**
Más: depreciación y amortización		28,9	65,0	122,8	197,2	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7
Menos: Capex		(867,0)	(1.083,8)	(1.734,0)	(2.232,6)	(2.232,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de caja libre		**(804,6)**	**(943,4)**	**(1.468,9)**	**(1.806,7)**	**(1.692,2)**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**
Valor terminal (rango alto)																		
Valor terminal (rango bajo)																		
Periodo parcial		0,42	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio		0,21	0,92	1,92	2,92	3,92	4,92	5,92	6,92	7,92	8,92	9,92	10,92	11,92	12,92	13,92	14,92	15,92
Valor presente del periodo @ 6,00%	6,00%	0,9879	0,9480	0,8943	0,8437	0,7959	0,7509	0,7084	0,6683	0,6305	0,5948	0,5611	0,5294	0,4994	0,4711	0,4445	0,4193	0,3956
Valor presente del periodo @ 6,50%	6,50%	0,9870	0,9439	0,8863	0,8322	0,7814	0,7337	0,6889	0,6469	0,6074	0,5703	0,5355	0,5028	0,4722	0,4433	0,4163	0,3909	0,3670
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%		**(794,9)**	**(894,3)**	**(1.313,6)**	**(1.524,4)**	**(1.346,9)**	**440,4**	**415,5**	**392,0**	**369,8**	**348,8**	**329,1**	**310,5**	**292,9**	**276,3**	**260,7**	**245,9**	**232,0**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%		**(794,1)**	**(890,5)**	**(1.301,9)**	**(1.503,6)**	**(1.322,3)**	**430,3**	**404,1**	**379,4**	**356,3**	**334,5**	**314,1**	**294,9**	**276,9**	**260,0**	**244,2**	**229,3**	**215,3**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	-	166,3	332,5

Proyecciones Financieras Extrapoladas de Cifras Financieras del Plan Estratégico 2021-25

				Total	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054
Capex				**8.150**																	
EBITDA por Año			**Run Rate**																		
Capex 2021	867	2051	11,8x		73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	73,6	-	-	-	-
Capex 2022	1.084	2052	11,8x		91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	-	-	-
Capex 2023	1.734	2053	11,8x		147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	-	-
Capex 2024	2.233	2054	11,8x		189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	-
Capex 2025	2.233	2055	11,8x		189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4	189,4
EBITDA total					**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**617,9**	**525,9**	**378,8**	**189,4**
Depreciación		**Vida Útil**																			
Capex 2021	867	30			28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9	-	-	-	-
Capex 2022	1.084	30			36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	-	-	-
Capex 2023	1.734	30			57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	57,8	-	-
Capex 2024	2.233	30			74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	-
Capex 2025	2.233	30			74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4	74,4
Depreciación total					**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**271,7**	**242,8**	**206,6**	**148,8**	**74,4**

Descuento Flujos de Caja Libres de Deuda

		2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054
EBITDA		**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**691,5**	**617,9**	**525,9**	**378,8**	**189,4**
Menos: depreciación y amortización		(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(271,7)	(242,8)	(206,6)	(148,8)	(74,4)
EBIT		**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**419,8**	**375,1**	**319,3**	**230,0**	**115,0**
Menos: impuesto de sociedades		(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(104,9)	(93,8)	(79,8)	(57,5)	(28,7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
NOPAT		**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**314,8**	**281,3**	**239,5**	**172,5**	**86,2**
Más: depreciación y amortización		271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	271,7	242,8	206,6	148,8	74,4
Menos: Capex		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de caja libre		**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**586,5**	**524,1**	**446,1**	**321,3**	**160,7**
Valor terminal (rango alto)																		
Valor terminal (rango bajo)																		
Periodo parcial		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio		16,92	17,92	18,92	19,92	20,92	21,92	22,92	23,92	24,92	25,92	26,92	27,92	28,92	29,92	30,92	31,92	32,92
Valor presente del periodo @ 6,00%	6,00%	0,3732	0,3520	0,3321	0,3133	0,2956	0,2789	0,2631	0,2482	0,2341	0,2209	0,2084	0,1966	0,1855	0,1750	0,1651	0,1557	0,1469
Valor presente del periodo @ 6,50%	6,50%	0,3446	0,3236	0,3038	0,2853	0,2679	0,2515	0,2362	0,2218	0,2082	0,1955	0,1836	0,1724	0,1619	0,1520	0,1427	0,1340	0,1258
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%		**218,9**	**206,5**	**194,8**	**183,8**	**173,4**	**163,6**	**154,3**	**145,6**	**137,3**	**129,5**	**122,2**	**115,3**	**108,8**	**91,7**	**73,6**	**50,0**	**23,6**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%		**202,1**	**189,8**	**178,2**	**167,3**	**157,1**	**147,5**	**138,5**	**130,1**	**122,1**	**114,7**	**107,7**	**101,1**	**94,9**	**79,7**	**63,7**	**43,1**	**20,2**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	0,0	166,3	332,5

Descuento de flujos de caja - Generación internacional

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VT (finito)	VT (perpetuo)
Total ingresos	(1)	**1.005,3**	**1.082,4**	**1.031,0**	**837,6**	**1.103,0**	**1.162,1**	**1.260,5**	**1.282,6**	**1.303,5**	**1.289,9**	**45,8**
% crecimiento		*n.a.*	*7,7%*	*(4,8%)*	*(18,8%)*	*31,7%*	*5,4%*	*8,5%*	*1,8%*	*1,6%*	*2,5%*	*2,5%*
Menos: aprovisionamientos	(2)	(575,9)	(622,1)	(502,6)	(383,5)	(537,7)	(566,5)	(614,5)	(625,3)	(635,5)	(628,9)	(22)
Margen bruto		**429,4**	**460,4**	**528,4**	**454,1**	**565,3**	**595,5**	**646,0**	**657,3**	**668,0**	**661,1**	**23,5**
% Margen bruto		*42,7%*	*42,5%*	*51,2%*	*54,2%*	*51,2%*	*51,2%*	*51,2%*	*51,2%*	*51,2%*	*51,2%*	*51,2%*
Más: otros ingresos de explotación	(2)	13,5	11,8	14,6	11,4	15,6	16,4	17,8	18,1	18,4	18,2	0,6
Menos: gastos de personal	(2)	(41,7)	(46,0)	(42,5)	(35,3)	(45,5)	(47,9)	(52,0)	(52,9)	(53,8)	(53,2)	(1,9)
Menos: impuestos	(2)	(4,5)	(3,5)	(4,5)	(3,4)	(4,8)	(5,0)	(5,5)	(5,6)	(5,7)	(5,6)	(0,2)
Menos: otros gastos de explotación	(2)	(85,7)	(81,4)	(70,5)	(66,0)	(75,4)	(79,5)	(86,2)	(87,7)	(89,2)	(88,2)	(3,1)
Total ingresos y gastos de explotación		**(118,3)**	**(119,2)**	**(103,0)**	**(93,3)**	**(110,2)**	**(116,1)**	**(125,9)**	**(128,1)**	**(130,2)**	**(128,9)**	**(4,6)**
% sobre ingresos		*(11,8%)*	*(11,0%)*	*(10,0%)*	*(11,1%)*	*(10,0%)*	*(10,0%)*	*(10,0%)*	*(10,0%)*	*(10,0%)*	*(10,0%)*	*(10,0%)*
EBITDA	(3)	**311,1**	**341,1**	**425,4**	**360,7**	**455,1**	**479,5**	**520,1**	**529,2**	**537,8**	**532,2**	**18,9**
% sobre ingresos		*30,9%*	*31,5%*	*41,3%*	*43,1%*	*41,3%*	*41,3%*	*41,3%*	*41,3%*	*41,3%*	*41,3%*	*41,3%*
Menos: depreciación y amortización	(4)	(136,4)	(179,4)	(176,9)	(122,0)	(189,0)	(189,0)	(189,0)	(189,0)	(189,0)	(182,6)	(1,7)
% MW		*(5,0%)*	*(6,4%)*	*(5,9%)*	*(3,8%)*	*(5,3%)*	*(5,3%)*	*(5,3%)*	*(5,3%)*	*(5,3%)*	*(5,3%)*	*n.a.*
EBIT		**174,7**	**161,7**	**248,5**	**238,8**	**266,1**	**290,4**	**331,0**	**340,2**	**348,8**	**349,7**	**17,2**
% sobre ingresos		*17,4%*	*14,9%*	*24,1%*	*28,5%*	*24,1%*	*25,0%*	*26,3%*	*26,5%*	*26,8%*	*27,1%*	*37,5%*
Menos: impuesto de sociedades		(52,2)	(48,4)	(74,3)	(71,4)	(79,6)	(86,8)	(99,0)	(101,7)	(104,3)	(104,5)	(5,1)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(5)	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*	*(29,9%)*
NOPAT		**122,5**	**113,4**	**174,2**	**167,4**	**186,5**	**203,6**	**232,1**	**238,5**	**244,5**	**245,1**	**12,0**
% sobre ingresos		*12,2%*	*10,5%*	*16,9%*	*20,0%*	*16,9%*	*17,5%*	*18,4%*	*18,6%*	*18,8%*	*19,0%*	*26,3%*

Notas:

(1) Los ingresos se han estimado aplicando el margen EBITDA reportado en 2019 a la mediana de EBITDA de las estimaciones de los analistas a futuro. Para el VT, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC esperado en USD a largo plazo (2,4%), dadas las proyecciones en USD.

(2) Se ha considerado que los aprovisionamientos y otros gastos de explotación se mantienen constantes como porcentaje de ingresos de 2019.

(3) El EBITDA se ha basado en la mediana de las estimaciones de los analistas para el período 2021-2025. Se ha considerado este enfoque debido a que la Compañía vende bajo contratos PPA para los que no hay información pública disponible.

(4) Se espera que permanezca constante como porcentaje por MW basado en la relación histórica del promedio amortización/MW del período 2017- 2020

(5) Se ha considerado un tipo impositivo en línea con el aplicado en la WACC.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VT (finito) (8)	VT (perpetuo) (9)
NOPAT			**122,5**	**113,4**	**174,2**	**167,4**	**186,5**	**203,6**	**232,1**	**238,5**	**244,5**	**245,1**	**12,0**
% sobre ingresos			*12,2%*	*10,5%*	*16,9%*	*20,0%*	*16,9%*	*17,5%*	*18,4%*	*18,6%*	*18,8%*	*19,0%*	*26,3%*
Más: Depreciación y amortización							189,0	189,0	189,0	189,0	189,0	182,6	1,7
Menos: Capex	(6)						(42,4)	(42,5)	(47,3)	(48,1)	(48,9)	(48,4)	(1,7)
Menos: inversión en capital circulante	(7)						(0,8)	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
Flujo de caja libre							**332,4**	**349,9**	**373,5**	**379,3**	**384,6**	**379,2**	**12,0**
Valor terminal (rango alto)												**3.865,8**	**239,7**
Valor terminal (rango bajo)												**3.622,2**	**199,9**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	4,00	4,00
Valor presente del periodo @ 7,50%		7,50%					0,9821	0,9302	0,8653	0,8050	0,7488	0,7488	0,7488
Valor presente del periodo @ 8,50%		8,50%					0,9798	0,9217	0,8495	0,7829	0,7216	0,7216	0,7216
Valor presente del flujo de caja libre @ 7,50%							**163,2**	**325,5**	**323,2**	**305,3**	**288,0**	**2.894,7**	**179,5**
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,50%							**162,8**	**322,5**	**317,3**	**297,0**	**277,5**	**2.613,7**	**144,2**

USDmm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	**4.135,0**	**4.307,2**	**4.479,4**
USD/EUR	1,19	1,19	1,19
VE (€mm)	**3.483,6**	**3.628,7**	**3.773,8**

Notas:

(6) El capex de 2021 está basado en el capex de mantenimiento estimado en el plan estratégico de la Compañía para esta línea de negocio. A partir de 2022 se mantiene como % de ventas.

(7) El capital ciculante se proyecta como porcentaje de los ingresos en base al capital circulante histórico sobre ingresos del grupo de compañías comparables.

(8) El VT (finito) considera las plantas de ciclo combinado, eólicas, fotovoltaicas y centrales termoeléctricas. Se ha estimado la vida útil remanente en 15 años a partir de 2026, basándose en la vida útil restante ponderada por los MW de cada planta. Para el Valor Terminal, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC previsto de Estados Unidos a largo plazo (2,4%), ya que las proyecciones están en USD.

(9) Se ha considerado que las centrales hidroeléctricas son un negocio en continuidad, por lo que hemos calculado un valor terminal para ellas en 2026 que considera un crecimiento de ingresos a perpetuidad para estas plantas. Para el Valor Terminal, la tasa de crecimiento está en línea con el IPC previsto de Estados Unidos a largo plazo (2,4%) ya que las proyecciones están en USD.

Descuento de Flujos de Caja - GNL Internacional

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal
EBITDA	(1)		**276,0**	**496,0**	**344,0**	**143,8**	**173,3**	**192,3**	**192,4**	**195,6**	**198,3**	**201,9**	**205,5**	**209,1**	**213,0**	**216,9**
% crecimiento			*n.a.*	*79,7%*	*(30,6%)*	*(58,2%)*	*20,5%*	*11,0%*	*0,1%*	*1,7%*	*1,3%*	*1,9%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,8%*	*1,9%*
Menos: depreciación y amortización	(2)		(51,0)	(75,0)	(133,0)	(127,0)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(128,7)	(131,1)
% EBITDA			*(18,5%)*	*(15,1%)*	*(38,7%)*	*(88,3%)*	*(74,3%)*	*(66,9%)*	*(66,9%)*	*(65,8%)*	*(64,9%)*	*(63,7%)*	*(62,6%)*	*(61,5%)*	*(60,4%)*	*(60,4%)*
EBIT			**225,0**	**421,0**	**211,0**	**16,8**	**44,6**	**63,6**	**63,7**	**66,9**	**69,6**	**73,2**	**76,8**	**80,5**	**84,3**	**85,8**
% Margen (EBITDA)			*81,5%*	*84,9%*	*61,3%*	*11,7%*	*25,7%*	*33,1%*	*33,1%*	*34,2%*	*35,1%*	*36,3%*	*37,4%*	*38,5%*	*39,6%*	*39,6%*
Menos: impuesto de sociedades	(3)		(56,3)	(105,3)	(52,8)	(4,2)	(11,1)	(15,9)	(15,9)	(16,7)	(17,4)	(18,3)	(19,2)	(20,1)	(21,1)	(21,5)
Impuesto de sociedades (% EBIT)			*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*
NOPAT			**168,8**	**315,8**	**158,3**	**12,6**	**33,4**	**47,7**	**47,8**	**50,2**	**52,2**	**54,9**	**57,6**	**60,3**	**63,2**	**64,4**
% Margen (EBITDA)			*61,1%*	*63,7%*	*46,0%*	*8,7%*	*19,3%*	*24,8%*	*24,8%*	*25,7%*	*26,3%*	*27,2%*	*28,0%*	*28,9%*	*29,7%*	*29,7%*
Más: Depreciación y amortización							128,7	128,7	128,7	128,7	128,7	128,7	128,7	128,7	128,7	131,1
Menos: Capex / ajuste NIIF 16	(4)						(10,0)	(11,0)	(11,0)	(12,0)	(12,0)	(12,2)	(12,4)	(12,7)	(12,9)	(131,1)
% EBITDA							*(5,8%)*	*(5,7%)*	*(5,7%)*	*(6,1%)*	*(6,1%)*	*(6,1%)*	*(6,1%)*	*(6,1%)*	*(6,1%)*	*(60,4%)*
Menos: inversión en capital circulante	(5)						(2,7)	(1,7)	(0,0)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)
WK % EBITDA							*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*	*9,1%*
Flujo de caja libre							**149,4**	**163,6**	**165,4**	**166,6**	**168,6**	**171,1**	**173,5**	**176,0**	**178,7**	**64,0**
Valor Terminal - WACC Bajo	(6)															**1.133,5**
Valor Terminal - WACC Alto	(6)															**963,0**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	8,00
Valor presente del periodo @ 7,50%	(7)	7,50%					0,9821	0,9302	0,8653	0,8050	0,7488	0,6966	0,6480	0,6028	0,5607	0,5607
Valor presente del periodo @ 8,50%	(7)	8,50%					0,9798	0,9217	0,8495	0,7829	0,7216	0,6650	0,6129	0,5649	0,5207	0,5207
Valor presente del flujo de caja libre @ 7,50%							**73,4**	**152,2**	**143,2**	**134,1**	**126,3**	**119,2**	**112,5**	**106,1**	**100,2**	**635,5**
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,50%							**73,2**	**150,8**	**140,5**	**130,4**	**121,7**	**113,8**	**106,4**	**99,4**	**93,0**	**501,4**

€mm	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1.029,3	1.048,2	1.067,0
Valor Presente del Valor Terminal	501,4	568,5	635,5
VE	**1.530,7**	**1.616,6**	**1.702,6**

Notas:

(1) EBITDAs de 2020-2025E proyectados en base a la media entre el mínimo y el primer cuartil de los EBITDAs esimados por los analistas. De 2025E en adelante proyectamos los EBITDAs en línea con la inflación esperada en España de acuerdo a IHS. Calculamos el VT considerando un crecimiento en línea con la inflación media esperada a largo plazo para España de acuerdo a las expectativas de IHS.

(2) Proyectamos la amortización en línea a la amortización anual de los buques de GNL para que se alcance el valor neto contable de dichos activos a 31 de diciembre de 2020. La amortización del VT la proyectamos en línea con la inflación media esperada a largo plazo para España de acuerdo a las expectativas de IHS.

(3) Se ha considerado una tasa impositiva de 25,0%, en línea con el impuesto de sociedades en España.

(4) El Capex 2020-2025E ha sido proyectado en base a estimaciones de analistas. A partir de 2025E proyectamos el Capex en línea con la inflación esperada en España de acuerdo a IHS hasta 2030E. En el VT se ha mantenido igual que el nivel de la amortización en el VT, ya que asumimos un ajuste mediante una salida de caja en el VT para considerar el impacto de los contratos de arrendamiento de los gaseros de GNL (IFRS 16).

(5) Proyectamos el capital circulante como un % constante sobre el EBITDA durante todo el periodo proyectado, en línea con la media histórica de las compañías comparables.

(6) Calculamos el Valor Terminal de la siguiente forma, VT = FCL/(WACC - 1,9%).

(7) Tasa de descuento basada en el WACC. Para mayor detalle, ver la sección del WACC en el Informe.

Descuento de flujos de caja - Redes gas España

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
Retribución base (RDE)						790,1	790,1	790,1	790,1	790,1	790,1	
Retribución por desarrollo de mercado (RTD)						108,8	89,6	64,0	44,8	19,2	-	
Componente del desarrollo de mercado (RDM)						5,9	11,8	17,8	23,9	29,9	36,1	
Distribución regulada	(1)	**927,0**	**936,4**	**1.024,7**	**960,9**	**904,9**	**891,6**	**872,0**	**858,8**	**839,3**	**826,2**	
Transporte regulado		38,5	38,9	37,3	38,2	36,0	35,4	34,7	34,1	33,4	32,8	
Otros ingresos		295,5	278,7	175,0	177,9	167,6	165,1	161,5	159,0	155,4	153,0	
Total ingresos		**1.261,0**	**1.254,0**	**1.237,0**	**1.177,0**	**1.108,4**	**1.092,1**	**1.068,1**	**1.052,0**	**1.028,1**	**1.012,1**	**1.022,2**
% crecimiento	(2)	*n.a.*	*(0,6%)*	*(1,4%)*	*(4,9%)*	*(5,8%)*	*(1,5%)*	*(2,2%)*	*(1,5%)*	*(2,3%)*	*(1,6%)*	*1,0%*
Menos: aprovisionamientos	(3)	(68,0)	(75,0)	(74,0)	(70,0)	(65,9)	(65,0)	(63,5)	(62,6)	(61,1)	(60,2)	
Margen bruto		**1.193,0**	**1.179,0**	**1.163,0**	**1.107,0**	**1.042,5**	**1.027,2**	**1.004,6**	**989,4**	**966,9**	**951,9**	**961,4**
% margen bruto		*94,6%*	*94,0%*	*94,0%*	*94,1%*	*94,1%*	*94,1%*	*94,1%*	*94,1%*	*94,1%*	*94,1%*	*94,1%*
Más: otros ingresos de explotación	(4)	39,0	40,0	38,0	38,0	37,9	38,6	39,2	39,7	40,3	41,0	
Menos: gastos de personal	(5)	(94,0)	(118,0)	(99,0)	(107,0)	(88,5)	(63,5)	(64,7)	(65,9)	(67,3)	(68,8)	
Menos: impuestos	(3)	(27,0)	(28,0)	(25,0)	(25,0)	(23,5)	(23,2)	(22,7)	(22,3)	(21,8)	(21,5)	
Menos: otros gastos de explotación	(6)	(223,0)	(189,0)	(144,0)	(122,0)	(124,3)	(126,2)	(127,9)	(129,9)	(132,2)	(134,7)	
Total ingresos y gastos de explotación		**(305,0)**	**(295,0)**	**(230,0)**	**(216,0)**	**(198,5)**	**(174,2)**	**(176,2)**	**(178,5)**	**(181,0)**	**(184,0)**	**(185,8)**
% sobre ingresos		*(24,2%)*	*(23,5%)*	*(18,6%)*	*(18,4%)*	*(17,9%)*	*(16,0%)*	*(16,5%)*	*(17,0%)*	*(17,6%)*	*(18,2%)*	*(18,2%)*
EBITDA		**888,0**	**884,0**	**933,0**	**891,0**	**844,0**	**852,9**	**828,4**	**811,0**	**785,9**	**767,9**	**775,6**
% sobre ingresos		*70,4%*	*70,5%*	*75,4%*	*75,7%*	*76,1%*	*78,1%*	*77,6%*	*77,1%*	*76,4%*	*75,9%*	*75,9%*
Menos: amortización	(7)	(307,0)	(320,0)	(301,0)	(297,0)	(295,0)	(293,1)	(291,5)	(290,1)	(288,9)	(287,9)	(220,9)
% sobre ingresos		*(24,3%)*	*(25,5%)*	*(24,3%)*	*(25,2%)*	*(26,6%)*	*(26,8%)*	*(27,3%)*	*(27,6%)*	*(28,1%)*	*(28,4%)*	*(21,6%)*
EBIT		**581,0**	**564,0**	**632,0**	**594,0**	**549,0**	**559,8**	**536,9**	**520,8**	**497,0**	**480,0**	**554,7**
% sobre ingresos		*46,1%*	*45,0%*	*51,1%*	*50,5%*	*49,5%*	*51,3%*	*50,3%*	*49,5%*	*48,3%*	*47,4%*	*54,3%*
Menos: impuesto de sociedades		(145,3)	(141,0)	(158,0)	(148,5)	(137,2)	(139,9)	(134,2)	(130,2)	(124,3)	(120,0)	(138,7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(8)	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*
NOPAT		**435,8**	**423,0**	**474,0**	**445,5**	**411,7**	**419,8**	**402,7**	**390,6**	**372,8**	**360,0**	**416,0**
% sobre ingresos		*34,6%*	*33,7%*	*38,3%*	*37,9%*	*37,1%*	*38,4%*	*37,7%*	*37,1%*	*36,3%*	*35,6%*	*40,7%*

Notas:

(1) Ingresos regulados para 2020-2021 de acuerdo con el CNMC-3377492. Ingresos regulados para el periodo 2022-2026 ajustados en base a la Circular 04/2020 de la CNMC.
(2) El crecimiento a largo plazo asume hipótesis operativas similares y en línea con las hipótesis de la Compañía utilizadas en su test de deterioro anual, de acuerdo con las cuentas anuales.
(3) Gastos estimados en base a los gastos como % de ventas de 2020.
(4) Otros ingresos de explotación han sido estimados en base a la inflación proyectada por IHS Markit.
(5) Gastos de personal se basan en el 1T21 anualizado (€/punto de suministro). En 2022 se bajan estos gastos un 30% como consecuencia de eficiencias asociadas a la restructuración, de ahí en adelante se incrementa por la inflación proyectada por IHS Markit.
(6) Otros gastos de explotación incrementados por la inflación proyectada por IHS Markit.
(7) Para el inmovilizado existente se asume una amortización decreciente (97% respecto al año anterior) y una amortización lineal a 40 años para futuras inversiones de acuerdo a la guía de la CNMC (circular 04/2020).
(8) Tasa impositiva de España.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
NOPAT			**435,8**	**423,0**	**474,0**	**445,5**	**411,7**	**419,8**	**402,7**	**390,6**	**372,8**	**360,0**	**416,0**
% sobre ingresos			*34,6%*	*33,7%*	*38,3%*	*37,9%*	*37,1%*	*38,4%*	*37,7%*	*37,1%*	*36,3%*	*35,6%*	*40,7%*
Más: amortización						297,0	295,0	293,1	291,5	290,1	288,9	287,9	220,9
Menos: Capex						(96,0)	(213,3)	(214,4)	(215,5)	(216,6)	(217,6)	(218,7)	(220,9)
Capex de mantenimiento	(9)					53,0	(49,3)	(49,5)	(49,8)	(50,0)	(50,3)	(50,5)	
Capex de expansión	(10)					43,0	(164,0)	(164,9)	(165,7)	(166,5)	(167,4)	(168,2)	
Menos: inversión en capital circulante	(11)						16,3	3,9	5,7	3,8	5,7	3,8	(2,4)
Flujo de caja libre							**509,7**	**502,5**	**484,4**	**468,0**	**449,7**	**433,0**	**413,6**
Valor terminal (rango alto)													**9.191,3**
Valor terminal (rango bajo)													**8.707,6**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	5,00
Valor presente del periodo @ 5,50%		5,50%					0,9867	0,9479	0,8985	0,8516	0,8072	0,7651	0,7651
Valor presente del periodo @ 5,75%		5,75%					0,9861	0,9456	0,8942	0,8456	0,7996	0,7561	0,7561
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,50%							**251,5**	**476,3**	**435,2**	**398,6**	**363,0**	**331,3**	**7.032,6**
Valor presente del flujo de caja libre @ 5,75%							**251,3**	**475,1**	**433,2**	**395,8**	**359,6**	**327,4**	**6.584,1**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	2.242,4		2.255,9
Valor presente del valor residual	6.584,1		7.032,6
VE	**8.826,5**	**9.057,5**	**9.288,5**

Notas:

(9) Capex de mantenimiento se basa en €9,1 por punto de suministro.
(10) Capex de expansión se basa en c. €6.100 por punto de suministro nuevo.
(11) Capital circulante en base a la media histórica de 3 años como % de ingresos.

Descuento de flujos de caja - Redes eléctricas España

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Retribución base		604,2	592,3	580,4	552,1	527,6	516,1	508,2	499,6	490,9	
Retribución de nuevos activos		22,7	46,6	68,7	84,3	101,3	118,4	136,3	153,7	171,5	
Retribución de otras actividades reguladas		126,3	125,9	126,1	128,1	129,8	130,8	130,4	132,9	134,9	
Incentivos y reducciones de calidad		0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Total ingresos de activos regulados	(1)	**753,7**	**764,9**	**775,3**	**764,5**	**758,8**	**765,4**	**774,9**	**786,3**	**797,4**	**805,3**
% crecimiento		*n.a.*	*1,5%*	*1,4%*	*(1,4%)*	*(0,7%)*	*0,9%*	*1,2%*	*1,5%*	*1,4%*	*1,0%*
Ingreoss de transporte regulados		27,0	27,6	27,7	27,3	27,1	27,3	27,6	28,0	28,4	28,7
Otros ingresos		89,1	55,1	77,0	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,8
Total ingresos	(2)	**869,8**	**847,5**	**880,0**	**842,0**	**836,1**	**842,9**	**852,8**	**864,6**	**876,1**	**884,8**
Más: otros ingresos de explotación	(3)	26,0	26,0	18,0	18,0	17,9	18,0	18,2	18,5	18,8	
Menos: gastos de personal	(4)	(130,0)	(94,0)	(94,0)	(83,0)	(82,3)	(59,0)	(60,2)	(61,3)	(62,6)	
Menos: aranceles / otros impuestos	(5)	(29,0)	(30,0)	(30,0)	(30,0)	(29,8)	(30,0)	(30,4)	(30,9)	(31,3)	
Menos: otros gastos de explotación	(6)	(137,0)	(127,0)	(100,0)	(100,0)	(103,8)	(106,3)	(108,4)	(110,5)	(112,7)	
Total ingresos y gastos de explotación		**(270,0)**	**(225,0)**	**(206,0)**	**(195,0)**	**(198,0)**	**(177,3)**	**(180,8)**	**(184,2)**	**(187,8)**	**(189,7)**
% sobre ingresos		*(31,0%)*	*(26,5%)*	*(23,4%)*	*(23,2%)*	*(23,7%)*	*(21,0%)*	*(21,2%)*	*(21,3%)*	*(21,4%)*	*(21,4%)*
EBITDA		**599,8**	**622,5**	**674,0**	**647,0**	**638,1**	**665,6**	**672,0**	**680,4**	**688,3**	**695,1**
% sobre ingresos		*69,0%*	*73,5%*	*76,6%*	*76,8%*	*76,3%*	*79,0%*	*78,8%*	*78,7%*	*78,6%*	*78,6%*
menos: amortización	(7)	(233,0)	(252,0)	(249,0)	(251,0)	(252,7)	(248,7)	(252,9)	(257,2)	(261,7)	(257,2)
% sobre ingresos		*(26,8%)*	*(29,7%)*	*(28,3%)*	*(29,8%)*	*(30,2%)*	*(29,5%)*	*(29,7%)*	*(29,7%)*	*(29,9%)*	*(29,1%)*
EBIT		**366,8**	**370,5**	**425,0**	**396,0**	**385,3**	**416,9**	**419,1**	**423,2**	**426,5**	**438,0**
% sobre ingresos		*42,2%*	*43,7%*	*48,3%*	*47,0%*	*46,1%*	*49,5%*	*49,1%*	*49,0%*	*48,7%*	*49,5%*
menos: impuesto de sociedades		(91,7)	(92,6)	(106,3)	(99,0)	(96,3)	(104,2)	(104,8)	(105,8)	(106,6)	(109,5)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(8)	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*
NOPAT		**275,1**	**277,9**	**318,8**	**297,0**	**289,0**	**312,7**	**314,3**	**317,4**	**319,9**	**328,5**
% sobre ingresos		*36,5%*	*36,3%*	*41,1%*	*38,9%*	*38,1%*	*40,9%*	*40,6%*	*40,4%*	*40,1%*	*40,8%*

Notas:

(1) Incrementos proyectados del 6,0% en 2020 y del 5,58% de 2021 a 2025 en base a la guía de la circular 06/2019 de la CNMC.
(2) El crecimiento a largo plazo asume hipótesis operativas similares y en línea con las hipótesis de la Compañía utilizadas en su test de deterioro anual, de acuerdo con las cuentas anuales.
(3) Otros ingresos de explotación han sido estimados con la misma tasa de crecimiento que los ingresos totales de activos regulados.
(4) Para 2021 los gastos de personal se estiman en base al ratio histórico de empleado / GWh distribuidos, € / empleado y los GWh previstos a futuro. En 2022 se bajan estos gastos un 30% como consecuencia de eficiencias asociadas a la restrucutración, de ahí en adelante se incrementa por la inflación proyectada por IHS Markit.
(5) Gastos en base al ratio histórico de otros gastos de explotación / GWh distribuidos (incrementados por la inflación proyectada por IHS Markit) y los GWh previstos a futuro.
(6) Otros gastos de explotación estimados en base al ratio histórico de suministros y servicios / GWh distribuidos y los GWh previstos a futuro. Gasto indexado al 0,5% anual.
(7) Para el inmovilizado existente se asume una amortización decreciente (97% respecto al año anterior) y una lineal para futuras inversiones. Se ha asumido una vida de aproximadamente 40 años.
(8) Tasa impositiva de España.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
NOPAT			**275,1**	**277,9**	**318,8**	**297,0**	**289,0**	**312,7**	**314,3**	**317,4**	**319,9**	**328,5**
% sobre ingresos			*36,5%*	*36,3%*	*41,1%*	*38,9%*	*38,1%*	*40,9%*	*40,6%*	*40,4%*	*40,1%*	*40,8%*
más: amortización						251,0	252,7	248,7	252,9	257,2	261,7	257,2
menos: Capex	(9)					(225,0)	(227,1)	(232,9)	(239,7)	(247,1)	(254,6)	(257,2)
menos: inversión en capital circulante	(10)						0,8	(0,9)	(1,4)	(1,6)	(1,6)	(1,2)
Flujo de caja libre							**315,4**	**327,5**	**326,2**	**325,9**	**325,4**	**327,3**
Valor terminal (rango alto)												**6.545,4**
Valor terminal (rango bajo)												**6.233,7**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	4,00
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%					0,9855	0,9434	0,8900	0,8396	0,7921	0,7921
Valor presente del periodo @ 6,25%		6,25%					0,9850	0,9412	0,8858	0,8337	0,7847	0,7847
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%							**155,4**	**309,0**	**290,3**	**273,6**	**257,8**	**5.184,6**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%							**155,3**	**308,2**	**288,9**	**271,7**	**255,3**	**4.891,4**

€mm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	1.279,5		1.286,1
Valor presente del valor residual	4.891,4		5.184,6
VE	**6.170,9**	**6.320,8**	**6.470,7**

Notas:

(9) Capex proyectado en base a un incremento anual del 0,5% de los ingresos en base a soportar el crecimiento de los ingresos en el sistema eléctrico y mantener el ratio medio histórico de Capex/Inmovilizado material.

(10) Capital circulante en base a la media histórica de 3 años como % de ingresos.

Descuento de flujos de caja - EMPL

	Notas		2017	2018	2019	2020	9M21
Total Ingresos			**304,0**	**310,0**	**334,0**	**260,0**	**167,8**
% crecimiento			*n.a.*	*2,0%*	*7,7%*	*(22,2%)*	*n.a.*
Menos: Costo de ventas			-	-	-	-	
Margen bruto			**304,0**	**310,0**	**334,0**	**260,0**	
% Margen bruto			*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	
Más: Otros ingresos operativos			-	-	1,0	1,0	
Menos: Costes de personal			(6,0)	(6,0)	(7,0)	(7,0)	
Menos: Otros costes operativos			(19,0)	(16,0)	(15,0)	(14,0)	
Total Costes Operativos			**(25,0)**	**(22,0)**	**(21,0)**	**(20,0)**	
% sobre ingresos			*(8,2%)*	*(7,1%)*	*(6,3%)*	*(7,7%)*	
EBITDA	(1)		**279,0**	**288,0**	**313,0**	**240,0**	**166,5**
% sobre ingresos			*91,8%*	*92,9%*	*93,7%*	*92,3%*	*92,7%*
Menos: Amortización, provisiones y otı	(2)		(38,0)	(44,0)	(36,0)	(56,0)	(28,4)
% sobre ingresos			*(12,5%)*	*(14,2%)*	*(10,8%)*	*(21,5%)*	*(14,8%)*
EBIT			**241,0**	**244,0**	**277,0**	**184,0**	**138,1**
% sobre ingresos			*79,3%*	*78,7%*	*82,9%*	*70,8%*	*82,3%*
Menos: impuesto de sociedades	(3)						(42,8)
Impuesto de sociedades (% EBIT)							*31,0%*
NOPAT							**95,3**
% sobre ingresos							*56,8%*
Más: Amortización							28,4
Flujo de caja libre							**123,7**
Periodo parcial							0,40
Periodo medio							0,17
Valor presente del periodo @ 6,00%		6,00%					0,9903
Valor presente del periodo @ 6,50%		6,50%					0,9896
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,00%							**49,0**
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,50%							**49,0**

€mm	**Bajo**	**Punto Medio**	**Alto**
VE	**49,0**	**49,0**	**49,0**

Notas:

(1) EBITDA 2021E proyectado según la mediana estimada de los analistas de mercado.
(2) Amortización estimada en línea con la media histórica y la reportada para el 1T21 por Naturgy.
(3) En línea con la tasa impositiva corporativa de Marruecos.

Descuento de flujos de caja - Chile Gas

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal
Distribución gas	(1)	485.532,5	535.289,6	545.693,5	465.068,4	541.471,4	589.742,2	620.679,0	645.635,4	671.801,4	699.238,1	728.009,5	758.182,9	789.828,9	
Servicios proporcionados	(2)	16.650,9	15.662,9	27.788,3	2.183,7	16.132,2	17.570,4	18.492,1	19.235,6	20.015,2	20.832,6	21.689,8	22.588,8	23.531,6	
Otros ingresos	(3)	6.135,0	4.590,9	2.273,6	1.825,0	3.966,7	4.320,3	4.546,9	4.729,7	4.921,4	5.122,4	5.333,2	5.554,2	5.786,0	
Total Ingresos	(4)	**508.318,4**	**555.543,4**	**575.755,4**	**469.077,1**	**561.570,3**	**611.632,8**	**643.718,0**	**669.600,7**	**696.737,9**	**725.193,1**	**755.032,5**	**786.325,9**	**819.146,6**	**844.162,0**
% crecimiento		*n.a.*	*9,3%*	*3,6%*	*(18,5%)*	*19,7%*	*8,9%*	*5,2%*	*4,0%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,1%*	*4,2%*	*3,1%*
Compra de gas	(5)	(283.399,2)	(323.036,5)	(328.178,0)	(226.658,7)	(320.349,1)	(359.626,2)	(385.328,7)	(404.826,3)	(425.310,5)	(446.831,2)	(469.440,9)	(493.194,6)	(518.150,2)	
Compra de energía	(6)	(3.539,1)	(2.110,4)	(328,6)	(321,9)	(1.375,2)	(1.497,8)	(1.576,3)	(1.639,7)	(1.706,2)	(1.775,9)	(1.848,9)	(1.925,6)	(2.005,9)	
Menos: Coste de ventas		(286.938,3)	(325.146,9)	(328.506,6)	(226.885,7)	(321.724,3)	(361.123,9)	(386.905,0)	(406.466,0)	(427.016,7)	(448.607,1)	(471.289,8)	(495.120,1)	(520.156,2)	
Margen Bruto		**221.380,1**	**230.396,5**	**247.248,8**	**242.191,5**	**239.846,0**	**250.508,9**	**256.813,0**	**263.134,7**	**269.721,3**	**276.586,0**	**283.742,7**	**291.205,8**	**298.990,4**	
% Margen bruto		*43,6%*	*41,5%*	*42,9%*	*51,6%*	*42,7%*	*41,0%*	*39,9%*	*39,3%*	*38,7%*	*38,1%*	*37,6%*	*37,0%*	*36,5%*	
Menos: Coste de personal		(22.784,9)	(22.907,5)	(22.675,5)	(23.408,8)	(23.295,5)	(23.947,8)	(24.666,2)	(25.406,2)	(26.168,4)	(26.953,5)	(27.762,1)	(28.594,9)	(29.452,8)	
Menos: Otros costes operativos		(36.243,1)	(47.041,2)	(38.491,8)	(33.312,6)	(32.686,7)	(33.601,9)	(34.610,0)	(35.648,3)	(36.717,7)	(37.819,3)	(38.953,9)	(40.122,5)	(41.326,1)	
Total costes operativos	(7)	**(59.028,0)**	**(69.948,6)**	**(61.167,3)**	**(56.721,4)**	**(55.982,2)**	**(57.549,7)**	**(59.276,2)**	**(61.054,5)**	**(62.886,1)**	**(64.772,7)**	**(66.715,9)**	**(68.717,4)**	**(70.778,9)**	
% sobre ingresos		*(11,6%)*	*(12,6%)*	*(10,6%)*	*(12,1%)*	*(10,0%)*	*(9,4%)*	*(9,2%)*	*(9,1%)*	*(9,0%)*	*(8,9%)*	*(8,8%)*	*(8,7%)*	*(8,6%)*	
EBITDA		**162.352,1**	**160.447,9**	**186.081,4**	**185.470,0**	**183.863,8**	**192.959,2**	**197.536,8**	**202.080,2**	**206.835,1**	**211.813,3**	**217.026,8**	**222.488,4**	**228.211,5**	**235.180,7**
% sobre ingresos		*31,9%*	*28,9%*	*32,3%*	*39,5%*	*32,7%*	*31,5%*	*30,7%*	*30,2%*	*29,7%*	*29,2%*	*28,7%*	*28,3%*	*27,9%*	*27,9%*
Menos: Amortización	(8)	(36.549,9)	(38.444,0)	(46.614,1)	(56.721,4)	(56.822,5)	(60.495,5)	(62.623,9)	(64.850,5)	(67.167,1)	(69.577,9)	(72.087,6)	(74.700,9)	(77.422,9)	(114.499,3)
% sobre ingresos		*(7,2%)*	*(6,9%)*	*(8,1%)*	*(12,1%)*	*(10,1%)*	*(9,9%)*	*(9,7%)*	*(9,7%)*	*(9,6%)*	*(9,6%)*	*(9,5%)*	*(9,5%)*	*(9,5%)*	*(13,6%)*
EBIT		**125.802,2**	**122.003,8**	**139.467,4**	**128.748,6**	**127.041,3**	**132.463,7**	**134.912,9**	**137.229,6**	**139.668,0**	**142.235,4**	**144.939,2**	**147.787,5**	**150.788,6**	**120.681,4**
% sobre ingresos		*24,7%*	*22,0%*	*24,2%*	*27,4%*	*22,6%*	*21,7%*	*21,0%*	*20,5%*	*20,0%*	*19,6%*	*19,2%*	*18,8%*	*18,4%*	*14,3%*
Menos: impuesto de sociedades	(9)	(33.966,6)	(32.941,0)	(37.656,2)	(34.762,1)	(34.301,2)	(35.765,2)	(36.426,5)	(37.052,0)	(37.710,4)	(38.403,5)	(39.133,6)	(39.902,6)	(40.712,9)	(32.584,0)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*	*(27,0%)*
NOPAT		**91.835,6**	**89.062,8**	**101.811,2**	**93.986,5**	**92.740,2**	**96.698,5**	**98.486,4**	**100.177,6**	**101.957,6**	**103.831,8**	**105.805,6**	**107.884,8**	**110.075,7**	**88.097,4**
% sobre ingresos		*18,1%*	*16,0%*	*17,7%*	*20,0%*	*16,5%*	*15,8%*	*15,3%*	*15,0%*	*14,6%*	*14,3%*	*14,0%*	*13,7%*	*13,4%*	*10,4%*

Notas:

(1) Distribución de gas incluye Metrogas, S.A., Gas Sur, S.A. entre otras subsidiarias. Los ingresos de distribución de gas según los ingresos regulados aprobados por la Comisión Nacional de Energía (CNE). CNE permite establecer libremente las tarifas de gas natural a los distribuidores de gas con un máximo del 6% + 3% aplicado al Valor Nuevo de Reemplazo ("VNR"). VNR incluye todos los activos y costes relacionados con el negocio de la distribución de gas.
(2) Servicios proporcionados incluyen: alquiler del equipamiento, mantenimiento del equipamiento a clientes, instalación de gas y el transporte de capacidad de gas. Para el periodo proyectado, asumimos la media histórica 2017-2020 como % sobre los ingresos.
(3) Otros ingresos incluye distribución de energía, venta del inventario y equipamiento. Para el periodo proyectado, asumimos la media histórica 2017-2020 como % sobre los ingresos de distribución de gas.
(4) Ingresos totales para el Valor Terminal en línea con la inflación a largo plazo esperada de Chile, según IHS.
(5) Coste del gas estimado según la proyección de los precios de Henry Hub para el periodo 2021-2022. A partir de 2022, hemos asumido el porcentaje medio histórico 2017-2020 sobre el coste del gas por m3 inflactado según IHS.
(6) Coste de energia estimado con base al histórico.
(7) Costes operativos según 2020, inflactados al IPC de Chile de acuerdo a las proyecciones de IHS Markit.
(8) Amortización proyectada según la amortización histórica y asumiendo la vida útil media actual de los activos para el nuevo Capex.
(9) Asumimos una tasa del 27,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de Chile.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal
NOPAT			**91.835,6**	**89.062,8**	**101.811,2**	**93.986,5**	**92.740,2**	**96.698,5**	**98.486,4**	**100.177,6**	**101.957,6**	**103.831,8**	**105.805,6**	**107.884,8**	**110.075,7**	**88.097,4**
% sobre ingresos			*18,1%*	*16,0%*	*17,7%*	*20,0%*	*16,5%*	*15,8%*	*15,3%*	*15,0%*	*14,6%*	*14,3%*	*14,0%*	*13,7%*	*13,4%*	*10,4%*
Más: Amortización						56.721,4	56.822,5	60.495,5	62.623,9	64.850,5	67.167,1	69.577,9	72.087,6	74.700,9	77.422,9	114.499,3
Menos: Capex	(10)		(59.825,2)	(97.630,1)	(65.336,5)	(33.312,6)	(76.169,5)	(82.959,8)	(87.311,8)	(90.822,4)	(94.503,2)	(98.362,8)	(102.410,1)	(106.654,6)	(111.106,3)	(114.499,3)
Menos: Inversión en Capital Circulante	(11)						2.254,1	10,0	158,4	24,5	26,7	28,9	31,2	33,4	35,7	(289,4)
Flujo de caja libre							**75.647,2**	**74.244,1**	**73.956,9**	**74.230,2**	**74.648,3**	**75.075,9**	**75.514,3**	**75.964,6**	**76.427,9**	**87.808,0**
Valor terminal - WACC Bajo																**2.375.658,9**
Valor terminal - WACC Alto																**1.974.920,6**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	8,00
Valor presente del periodo @ 6,75%		6,75%					0,9838	0,9368	0,8775	0,8220	0,7701	0,7214	0,6758	0,6330	0,5930	0,5930
Valor presente del periodo @ 7,50%		7,50%					0,9821	0,9302	0,8653	0,8050	0,7488	0,6966	0,6480	0,6028	0,5607	0,5607
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,75%							**37.211,0**	**69.549,5**	**64.899,8**	**61.020,7**	**57.484,2**	**54.157,8**	**51.029,6**	**48.087,9**	**45.322,0**	**1.408.773,0**
Valor presente del flujo de caja libre @ 7,50%							**37.145,9**	**69.064,3**	**63.997,3**	**59.752,4**	**55.896,7**	**52.294,8**	**48.930,4**	**45.788,0**	**42.853,3**	**1.107.342,4**

CLPmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		475.723,1		488.762,4
Valor presente del valor residual		1.107.342,4		1.408.773,0
VE (CLPmm)		**1.583.065,5**	**1.740.300,4**	**1.897.535,4**
CLP/EUR	(12)	903,33	903,33	903,33
VE (€mm)		**1.752,5**	**1.926,5**	**2.100,6**

Notas:

(10) Capex según el porcentaje histórico sobre ingresos. Para el periodo 2021-2022, incluimos un Capex adicional del 2% para reflejar el mayor crecimiento de clientes en el periodo.
(11) Capital circulante en linea con los días de pago y cobro de 2020.
(12) Tipo de cambio a 31 de julio de 2021.

Descuento de flujos de caja - Brasil Gas

	Notas	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
CEG		4.153,3	4.631,1	3.185,0	3.486,4	3.711,4	3.902,5	4.123,8	4.381,0	4.686,6	4.829,3	4.974,3	
CEG Rio		2.115,3	2.733,4	2.182,9	2.389,5	2.597,6	2.731,4	2.820,5	2.909,7	3.001,7	3.093,1	3.185,9	
GN Sao Paulo		670,6	814,8	497,9	547,2	582,5	612,5	632,5	652,5	673,2	693,6	714,5	
Total Ingresos	(1)	**6.939,3**	**8.179,3**	**5.865,9**	**6.423,2**	**6.891,5**	**7.246,4**	**7.576,8**	**7.943,3**	**8.361,5**	**8.616,0**	**8.874,7**	**9.149,8**
% crecimiento		*n.a.*	*17,9%*	*(28,3%)*	*9,5%*	*7,3%*	*5,1%*	*4,6%*	*4,8%*	*5,3%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,1%*
Menos: Coste de ventas		(5.447,7)	(6.468,9)	(4.182,8)	(4.580,0)	(4.871,0)	(5.118,8)	(5.342,3)	(5.587,7)	(5.864,8)	(6.043,3)	(6.224,8)	
Margen Bruto	(2)	**1.491,6**	**1.710,4**	**1.683,1**	**1.843,2**	**2.020,6**	**2.127,6**	**2.234,4**	**2.355,6**	**2.496,6**	**2.572,6**	**2.649,9**	
% Margen bruto		*21,5%*	*20,9%*	*28,7%*	*28,7%*	*29,3%*	*29,4%*	*29,5%*	*29,7%*	*29,9%*	*29,9%*	*29,9%*	
Menos: Coste de personal		(605,8)	(455,0)	(464,3)	(507,4)	(540,6)	(567,9)	(597,6)	(631,7)	(671,6)	(692,0)	(712,8)	
Menos: Otros costes operativos		(91,8)	(66,9)	(29,2)	(32,0)	(34,2)	(35,9)	(37,8)	(39,9)	(42,3)	(43,6)	(44,9)	
Total costes operativos		**(697,6)**	**(521,9)**	**(493,5)**	**(539,4)**	**(574,8)**	**(603,8)**	**(635,4)**	**(671,5)**	**(713,9)**	**(735,6)**	**(757,7)**	
% sobre ingresos		*(10,1%)*	*(6,4%)*	*(8,4%)*	*(8,4%)*	*(8,3%)*	*(8,3%)*	*(8,4%)*	*(8,5%)*	*(8,5%)*	*(8,5%)*	*(8,5%)*	
EBITDA	(3)	**794,0**	**1.188,4**	**1.189,6**	**1.303,9**	**1.445,8**	**1.523,8**	**1.599,0**	**1.684,1**	**1.782,8**	**1.837,1**	**1.892,2**	**1.950,9**
% sobre ingresos		*11,4%*	*14,5%*	*20,3%*	*20,3%*	*21,0%*	*21,0%*	*21,1%*	*21,2%*	*21,3%*	*21,3%*	*21,3%*	*21,3%*
Menos: Amortización	(4)	(203,6)	(211,3)	(217,5)	(227,6)	(234,4)	(241,6)	(249,4)	(257,7)	(241,2)	(228,8)	(233,0)	(301,6)
% sobre ingresos		*(2,9%)*	*(2,6%)*	*(3,7%)*	*(3,5%)*	*(3,4%)*	*(3,3%)*	*(3,3%)*	*(3,2%)*	*(2,9%)*	*(2,7%)*	*(2,6%)*	*(3,3%)*
EBIT		**590,4**	**977,1**	**972,1**	**1.076,3**	**1.211,4**	**1.282,1**	**1.349,6**	**1.426,4**	**1.541,5**	**1.608,2**	**1.659,2**	**1.649,2**
% sobre ingresos		*8,5%*	*11,9%*	*16,6%*	*16,8%*	*17,6%*	*17,7%*	*17,8%*	*18,0%*	*18,4%*	*18,7%*	*18,7%*	*18,0%*
Menos: impuesto de sociedades					(365,9)	(411,9)	(435,9)	(458,9)	(485,0)	(524,1)	(546,8)	(564,1)	(560,7)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(5)				*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
NOPAT					**710,3**	**799,6**	**846,2**	**890,7**	**941,5**	**1.017,4**	**1.061,4**	**1.095,1**	**1.088,5**
% sobre ingresos					*11,1%*	*11,6%*	*11,7%*	*11,8%*	*11,9%*	*12,2%*	*12,3%*	*12,3%*	*11,9%*

Notas:

(1) Proyecciones preparadas para cada concesión de Naturgy en Brasil: CEG, CEG Rio y GN São Paulo. Los ingresos consideran una recuperación de los niveles de la demanda, tras la caída en 2020, en línea con el crecimiento del PIB en Brasil.
El escenario actual considera la extensión de la concesión por 28 años adicionales (cálculo de la anualidad) según el promedio ponderado de la extensión de la concesión.
Según las condiciones estipuladas, las concesiones únicamente podrán ser renovadas por un periodo adicional (30 años para CEG y CEG RIO y 20 años para GN São Paulo).
(2) Se espera que el margen de contribución crezca con la inflación a partir de 2021, en línea con las expectativas de la regulación. El coste del gas es un pass through directo en las tarifas.
(3) El margen EBITDA de 2020 según los últimos estados financieros disponibles para cada concesión y para el consolidado de Naturgy.
(4) Proyectamos la amortización de acuerdo a la amortización histórica y el Capex proyectado.
(5) Asumimos una tasa del 34,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de Brasil.

	Notas		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
NOPAT						**710,3**	**799,6**	**846,2**	**890,7**	**941,5**	**1.017,4**	**1.061,4**	**1.095,1**	**1.088,5**
% sobre ingresos						*11,1%*	*11,6%*	*11,7%*	*11,8%*	*11,9%*	*12,2%*	*12,3%*	*12,3%*	*11,9%*
Más: Amortización						227,6	234,4	241,6	249,4	257,7	241,2	228,8	233,0	301,6
Menos: Capex	(6)					(211,8)	(227,2)	(238,9)	(249,8)	(261,9)	(275,7)	(284,0)	(292,6)	(301,6)
Menos: Inversión en Capital Circulante	(7)					(179,5)	(32,3)	(24,3)	(24,2)	(27,4)	(31,9)	(17,4)	(17,7)	(18,8)
Flujo de caja libre						**546,7**	**774,4**	**824,7**	**866,1**	**909,8**	**951,1**	**988,8**	**1.017,9**	**1.069,7**
Valor terminal - WACC Bajo	(8)													**15.200,7**
Valor terminal - WACC Alto	(8)													**14.095,4**
Periodo parcial						0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio						0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	7,00
Valor presente del periodo @ 8,25%		8,25%				0,9804	0,9238	0,8534	0,7883	0,7283	0,6728	0,6215	0,5741	0,5741
Valor presente del periodo @ 9,00%		9,00%				0,9787	0,9174	0,8417	0,7722	0,7084	0,6499	0,5963	0,5470	0,5470
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,25%						**268,0**	**715,4**	**703,8**	**682,8**	**662,6**	**639,9**	**614,5**	**584,4**	**8.727,1**
Valor presente del flujo de caja libre @ 9,00%						**267,5**	**710,5**	**694,1**	**668,8**	**644,5**	**618,2**	**589,6**	**556,8**	**7.710,7**

BRLmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		4.750,0		4.871,3
Valor presente del valor residual		7.710,7		8.727,1
Más: Reversión Valor en Libros	(9)	260,8		329,9
VE (BRLmm)		**12.721,5**	**13.324,9**	**13.928,3**
BRL/EUR	(10)	6,18	6,18	6,18
VE (€mm)		**2.056,9**	**2.154,5**	**2.252,1**

Notas:

(6) Capex estimado según los datos datos históricos de las tres concesiones.
(7) Necesidades de capital circulante según los datos históricos de las tres concesiones.
(8) Hemos calculado el Valor Terminal como una anualidad limitada a 28 años (vida útil promedio de las renovaciones) y considerando un crecimiento terminal del 3,1%, en línea con la inflación a largo plazo en Brasil, según IHS.
(9) Reversión del valor presente del valor en libros neto, a la finalización de las concesiones.
(10) Tipo de cambio de BRL a EUR, a 31 de julio de 2021.

Descuento de flujos de caja - Brasil Gas

	Notas	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
CEG		4.153,3	4.631,1	3.185,0	3.486,4	3.711,4	3.902,5	4.123,8	4.381,0	4.686,6	4.829,3		
CEG Rio		2.115,3	2.733,4	2.182,9	2.389,5	2.597,6	2.731,4	2.820,5	2.909,7	3.001,7	3.093,1		
GN Sao Paulo		670,6	814,8	497,9	547,2	582,5	612,5	632,5	652,5	673,2	693,6	714,5	736,6
Total Ingresos	(1)	**6.939,3**	**8.179,3**	**5.865,9**	**6.423,2**	**6.891,5**	**7.246,4**	**7.576,8**	**7.943,3**	**8.361,5**	**8.616,0**	**714,5**	**736,6**
% crecimiento		*n.a.*	*17,9%*	*(28,3%)*	*9,5%*	*7,3%*	*5,1%*	*4,6%*	*4,8%*	*5,3%*	*3,0%*	*(91,7%)*	*3,1%*
Menos: Coste de ventas		(5.447,7)	(6.468,9)	(4.182,8)	(4.580,0)	(4.871,0)	(5.118,8)	(5.342,3)	(5.587,7)	(5.864,8)	(6.043,3)	(374,6)	(386,2)
Margen Bruto	(2)	**1.491,6**	**1.710,4**	**1.683,1**	**1.843,2**	**2.020,6**	**2.127,6**	**2.234,4**	**2.355,6**	**2.496,6**	**2.572,6**	**339,9**	**350,5**
% Margen bruto		*21,5%*	*20,9%*	*28,7%*	*28,7%*	*29,3%*	*29,4%*	*29,5%*	*29,7%*	*29,9%*	*29,9%*	*47,6%*	*47,6%*
Menos: Coste de personal		(605,8)	(455,0)	(464,3)	(507,4)	(540,6)	(567,9)	(597,6)	(631,7)	(671,6)	(692,0)	(48,1)	(49,6)
Menos: Otros costes operativos		(91,8)	(66,9)	(29,2)	(32,0)	(34,2)	(35,9)	(37,8)	(39,9)	(42,3)	(43,6)	-	-
Total costes operativos		**(697,6)**	**(521,9)**	**(493,5)**	**(539,4)**	**(574,8)**	**(603,8)**	**(635,4)**	**(671,5)**	**(713,9)**	**(735,6)**	**(48,1)**	**(49,6)**
% sobre ingresos		*(10,1%)*	*(6,4%)*	*(8,4%)*	*(8,4%)*	*(8,3%)*	*(8,3%)*	*(8,4%)*	*(8,5%)*	*(8,5%)*	*(8,5%)*	*(6,7%)*	*(6,7%)*
EBITDA	(3)	**794,0**	**1.188,4**	**1.189,6**	**1.303,9**	**1.445,8**	**1.523,8**	**1.599,0**	**1.684,1**	**1.782,8**	**1.837,1**	**291,8**	**300,9**
% sobre ingresos		*11,4%*	*14,5%*	*20,3%*	*20,3%*	*21,0%*	*21,0%*	*21,1%*	*21,2%*	*21,3%*	*21,3%*	*40,8%*	*40,8%*
Menos: Amortización	(4)	(203,6)	(211,3)	(217,5)	(227,6)	(234,4)	(241,6)	(249,4)	(257,7)	(241,2)	(228,8)	(40,2)	(41,5)
% sobre ingresos		*(2,9%)*	*(2,6%)*	*(3,7%)*	*(3,5%)*	*(3,4%)*	*(3,3%)*	*(3,3%)*	*(3,2%)*	*(2,9%)*	*(2,7%)*	*(5,6%)*	*(5,6%)*
EBIT		**590,4**	**977,1**	**972,1**	**1.076,3**	**1.211,4**	**1.282,1**	**1.349,6**	**1.426,4**	**1.541,5**	**1.608,2**	**251,6**	**259,4**
% sobre ingresos		*8,5%*	*11,9%*	*16,6%*	*16,8%*	*17,6%*	*17,7%*	*17,8%*	*18,0%*	*18,4%*	*18,7%*	*35,2%*	*35,2%*
Menos: impuesto de sociedades					(365,9)	(411,9)	(435,9)	(458,9)	(485,0)	(524,1)	(546,8)	(85,5)	(88,2)
Impuesto de sociedades (% EBIT)	(5)				*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*	*34,0%*
NOPAT					**710,3**	**799,6**	**846,2**	**890,7**	**941,5**	**1.017,4**	**1.061,4**	**166,1**	**171,2**
% sobre ingresos					*11,1%*	*11,6%*	*11,7%*	*11,8%*	*11,9%*	*12,2%*	*12,3%*	*23,2%*	*23,2%*

Notas:

(1) Proyecciones preparadas para cada concesión de Naturgy en Brasil: CEG, CEG Rio y GN Sao Paulo. Los ingresos consideran una recuperación de los niveles de la demanda, trás la caída en 2020, en línea con el crecimiento del PIB en Brasil. El escenario actual considera que la concesión no será renovada y finalizará en 2027 para CEG y CEG RIO y GN São Paulo en 2029.
(2) Se espera que el Margen de contribución crezca con la inflación a partir de 2021, en línea con las expectativas de la regulación. El coste del gas es un pass through directo en las tarifas.
(3) El margen EBITDA de 2020 según los últimos estados financieros disponibles para cada concesión y para el consolidado de Naturgy.
(4) Proyectamos la amortización de acuerdo a la amortización histórica y el Capex proyectado.
(5) Asumimos una tasa del 34,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de Brasil.

	Notas		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
NOPAT						**710,3**	**799,6**	**846,2**	**890,7**	**941,5**	**1.017,4**	**1.061,4**	**166,1**	**171,2**
% sobre ingresos						*11,1%*	*11,6%*	*11,7%*	*11,8%*	*11,9%*	*12,2%*	*12,3%*	*23,2%*	*23,2%*
Más: Amortización						227,6	234,4	241,6	249,4	257,7	241,2	228,8	40,2	41,5
Menos: Capex	(7)					(211,8)	(227,2)	(238,9)	(249,8)	(261,9)	(275,7)	(284,0)	(23,6)	(24,3)
Menos: Inversión en Capital Circulante	(8)					(179,5)	(32,3)	(24,3)	(24,2)	(27,4)	(31,9)	459,1	(3,4)	114,9
Más: Reversión Valor en Libros	(9)					-	-	-	-	-	-	3.375,2	-	574,8
Flujo de caja libre						**546,7**	**774,4**	**824,7**	**866,1**	**909,8**	**951,1**	**4.840,6**	**179,4**	**878,1**
Periodo parcial						0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio						0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00
Valor presente del periodo @ 8,25%		8,25%				0,9804	0,9238	0,8534	0,7883	0,7283	0,6728	0,6215	0,5741	0,5304
Valor presente del periodo @ 9,00%		9,00%				0,9787	0,9174	0,8417	0,7722	0,7084	0,6499	0,5963	0,5470	0,5019
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,25%						**268,0**	**715,4**	**703,8**	**682,8**	**662,6**	**639,9**	**3.008,4**	**103,0**	**465,7**
Valor presente del flujo de caja libre @ 9,00%						**267,5**	**710,5**	**694,1**	**668,8**	**644,5**	**618,2**	**2.886,3**	**98,1**	**440,7**

BRLmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		7.028,7		7.249,5
VE (BRLmm)		**7.028,7**	**7.139,1**	**7.249,5**
BRL/EUR	(10)	6,18	6,18	6,18
VE (€mm)		**1.136,5**	**1.154,3**	**1.172,2**

Notas:

(6) Capex estimado según los datos datos históricos de las tres concesiones.
(7) Necesidades de capital circulante según los datos históricos de las tres concesiones.
(8) Reversión del valor presente del valor en libros a la finalización de las concesiones: CEG y CEG Rio en 2027, GN São Paulo en 2029, según los contratos de concesión.
(9) Reversión del valor presente del valor en libros neto, a la finalización de las concesiones.
(10) Tipo de cambio de BRL a EUR, a 31 de julio de 2021.

Descuento de flujos de caja - Argentina gas y electricidad

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
EBITDA	(1)		**46,0**	**118,0**	**87,0**	**73,0**	**70,0**	**67,0**	**74,0**	**76,0**	**79,0**	**80,5**
% sobre ingresos			*13,0%*	*18,6%*	*12,6%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*	*14,0%*
menos: amortización	(2)		(10,0)	(16,0)	(24,0)	(27,0)	(22,6)	(21,6)	(23,9)	(24,5)	(25,5)	(32,6)
% EBITDA			*(21,7%)*	*(13,6%)*	*(27,6%)*	*(37,0%)*	*(32,3%)*	*(32,3%)*	*(32,3%)*	*(32,3%)*	*(32,3%)*	*(40,5%)*
EBIT			**36,0**	**102,0**	**63,0**	**46,0**	**47,4**	**45,4**	**50,1**	**51,5**	**53,5**	**47,9**
% sobre ingresos			*10,1%*	*16,0%*	*9,1%*	*8,8%*	*9,5%*	*9,5%*	*9,5%*	*9,5%*	*9,5%*	*8,3%*
Menos: impuesto de sociedades			(12,6)	(30,6)	(18,9)	(13,8)	(11,8)	(11,3)	(12,5)	(12,9)	(13,4)	(12,0)
impuesto de sociedades (% EBIT)	(3)		*(35,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*
NOPAT			**23,4**	**71,4**	**44,1**	**32,2**	**35,5**	**34,0**	**37,6**	**38,6**	**40,1**	**35,9**
% sobre ingresos			*6,6%*	*11,2%*	*6,4%*	*6,2%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*6,2%*
Más: amortización							22,6	21,6	23,9	24,5	25,5	32,6
Menos: Capex	(4)						(28,3)	(27,1)	(29,9)	(30,8)	(32,0)	(32,6)
Menos: inversión en capital circulante	(5)						0,3	0,3	(0,7)	(0,2)	(0,3)	(0,2)
Flujo de caja libre							**30,1**	**28,9**	**30,8**	**32,2**	**33,3**	**35,8**
Valor terminal (rango alto)												**255,5**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	4,00
Valor presente del periodo @ 15,89%	(6)	15,89%					0,9638	0,8629	0,7446	0,6425	0,5545	0,5545
Valor presente del flujo de caja libre @ 15,89%							**14,5**	**24,9**	**22,9**	**20,7**	**18,5**	**141,7**

€mm	**Bajo** (7)	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre			101,5
Valor presente del valor residual			141,7
VE (€mm)	**69,0**	**156,1**	**243,2**

Notas:

(1) EBITDA proyectado en base a la mediana de EBITDA proyectada por los analistas para Argentina gas y Argentina electricidad.
(2) Amortización proyectada de acuerdo a la amortización histórica como % de EBITDA.
(3) Tasa impositiva de Argentina.
(4) Capex proyectado en base a su % sobre EBITDA de 2020.
(5) Capital circulante en base al % de EBITDA del grupo de empresas comparables utilizadas en la estimación de la WACC.
(6) Rango de WACC en base al WACC ponderado considerando c.82% de Argentina Gas y c.18% de Argentina electricidad de acuerdo a su contribución de EBITDA.
(7) Basado en el valor en libros tras el deterioro reconocido por la Compañía. Aunque se haya calculado un rango alto de valor con base al DFC, nuestra conclusión se basa solamente en el rango bajo, dados los resultados publicados del 1T21, bastante inferiores al que se estimaba para 2021.

Descuento de flujos de caja - México Gas

	Notas	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Sale of natural gas	(1)	5.708,4	6.946,4	6.437,0	6.584,4	6.720,7	7.335,0	7.631,3	7.939,6	
Distribution services	(2)	4.542,6	4.883,9	5.388,3	5.511,7	6.066,4	6.595,5	6.940,5	7.358,9	
Connections and other revenue	(3)	1.400,6	1.704,8	1.865,3	2.037,3	2.611,5	2.180,3	2.250,1	2.324,3	
Total Revenue		**11.651,6**	**13.535,2**	**13.690,6**	**14.133,4**	**15.398,6**	**16.110,8**	**16.821,9**	**17.622,8**	**18.196,6**
% Growth	(4)	*n.a.*	*16,2%*	*1,1%*	*3,2%*	*9,0%*	*4,6%*	*4,4%*	*4,8%*	*3,3%*
Natural Gas	(5)	(5.708,8)	(6.723,3)	(5.956,2)	(6.109,7)	(6.227,4)	(6.796,6)	(7.071,2)	(7.356,9)	
Distribution Services	(6)	(781,9)	(687,6)	(391,6)	(401,6)	(523,6)	(571,4)	(582,8)	(594,5)	
Connections and other revenue	(7)	238,1	(356,0)	(788,6)	(616,4)	(1.422,4)	(678,9)	(700,6)	(723,7)	
Less: Procurement Costs		(6.252,6)	(7.766,8)	(7.136,4)	(7.127,7)	(8.173,4)	(8.046,9)	(8.354,6)	(8.675,1)	
Gross Margin		**5.399,0**	**5.768,3**	**6.554,2**	**7.005,7**	**7.225,2**	**8.063,9**	**8.467,2**	**8.947,7**	
% Gross Margin		*46,3%*	*42,6%*	*47,9%*	*49,6%*	*46,9%*	*50,1%*	*50,3%*	*50,8%*	
Less: Personnel Expenses		(554,8)	(635,9)	(495,9)	(488,2)	(498,2)	(514,8)	(532,9)	(551,1)	
Less: Other Operating Expenses		(1.216,4)	(1.453,4)	(1.142,7)	(1.098,5)	(1.090,5)	(1.127,0)	(1.166,7)	(1.206,3)	
Total Operating Expenses	(8)	**(1.771,2)**	**(2.089,3)**	**(1.638,6)**	**(1.586,7)**	**(1.588,7)**	**(1.641,8)**	**(1.699,6)**	**(1.757,4)**	
% Revenue		*(15,2%)*	*(15,4%)*	*(12,0%)*	*(11,2%)*	*(10,3%)*	*(10,2%)*	*(10,1%)*	*(10,0%)*	
EBITDA	(9)	**3.627,8**	**3.679,0**	**4.915,7**	**5.419,0**	**5.636,5**	**6.422,1**	**6.767,6**	**7.190,3**	**7.096,7**
% Margin		*31,1%*	*27,2%*	*35,9%*	*38,3%*	*36,6%*	*39,9%*	*40,2%*	*40,8%*	*39,0%*
Less: Depreciation & Amortization	(10)	(826,5)	(943,7)	(1.064,2)	(1.391,4)	(1.405,8)	(1.519,4)	(1.588,1)	(1.660,0)	(2.278,8)
% Revenue		*(7,1%)*	*(7,0%)*	*(7,8%)*	*(9,8%)*	*(9,1%)*	*(9,4%)*	*(9,4%)*	*(9,4%)*	*(12,5%)*
EBIT		**2.801,3**	**2.735,3**	**3.851,5**	**4.027,7**	**4.230,8**	**4.902,7**	**5.179,5**	**5.530,3**	**4.817,8**
% Margin		*24,0%*	*20,2%*	*28,1%*	*28,5%*	*27,5%*	*30,4%*	*30,8%*	*31,4%*	*26,5%*
Less: Income Tax	(11)	(840,4)	(820,6)	(1.155,5)	(1.208,3)	(1.269,2)	(1.470,8)	(1.553,9)	(1.659,1)	(1.445,4)
Tax Rate (% EBIT)		*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*	*(30,0%)*
NOPAT		**1.960,9**	**1.914,7**	**2.696,1**	**2.819,4**	**2.961,5**	**3.431,9**	**3.625,7**	**3.871,2**	**3.372,5**
% Margin		*16,8%*	*14,1%*	*19,7%*	*19,9%*	*19,2%*	*21,3%*	*21,6%*	*22,0%*	*18,5%*

Notas:

(1) Los ingresos de la venta de gas natural es un coste soportado por los clientes tal como establecen las directrices de la Comisión Reguladora de Energía (CRE). Hemos asumido un crecimiento del 7% en nº de clientes para el periodo 2021-2022 y un 2% posteriormente. Respecto al precio del gas natural, hemos asumido un crecimiento constante del 2%.
(2) Servicios de distribución incluye los ingresos por distribución de gas y la carga fija al consumidor. Hemos considerado las tarifas más recientes para cada segmento, actualizado a 2020 e inflactado por el IPC local para el periodo proyectado.
(3) Para cargos por conexión y otros hemos mantenido el % histórico sobre los ingresos de distribución de gas para 2020. Adicionalmente, hemos incluido la diferencia surgida entre las CCAA locales y las CCAA consolidadas por Naturgy. Posteriormente, hemos inflactado al IPC local, en base a las proyecciones de IHS.
(4) Los ingresos totales para el Valor Terminal en línea con la inflación a largo plazo esperada de México, según IHS.
(5) Los ingresos de la venta de gas natural es un coste soportado por los clientes, tal como establecen las directrices de la Comisión Reguladora de Energía (CRE).
(6) Los costes de distribución de gas según el coste histórico (2017-2020) por km multiplicado por la red de distribución proyectada (km).
(7) Cargos por conexión y otros, como el % histórico sobre los ingresos relacionados.
(8) Los costes operativos proyectados inflactados por el IPC local, en base a las proyecciones de IHS.
(9) Para el periodo terminal, hemos asumido un EBITDA normalizado del 37,0% en línea con el margen EBITDA medio proyectado.
(10) Amortización proyectada según la amortización histórica y considerando una vida útil de 30 años para el nuevo Capex.
(11) Asumimos una tasa del 30,0% en línea con la tasa impositiva corporativa de México.

	Notas		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
NOPAT			**1.960,9**	**1.914,7**	**2.696,1**	**2.819,4**	**2.961,5**	**3.431,9**	**3.625,7**	**3.871,2**	**3.372,5**
% sobre ingresos			*16,8%*	*14,1%*	*19,7%*	*19,9%*	*19,2%*	*21,3%*	*21,6%*	*22,0%*	*18,5%*
Más: Amortización						1.391,4	1.405,8	1.519,4	1.588,1	1.660,0	2.278,8
Menos: Capex	(12)		(2.464,0)	(1.828,0)	(1.239,0)	(903,2)	(1.928,4)	(2.017,6)	(2.106,7)	(2.207,0)	(2.278,8)
Menos: Inversión en Capital Circulante	(13)						94,8	(106,2)	(63,1)	(72,7)	(26,1)
Flujo de caja libre							**2.533,7**	**2.827,4**	**3.044,1**	**3.251,5**	**3.346,4**
Valor terminal - WACC Bajo											**78.842,6**
Valor terminal - WACC Alto											**67.003,1**
Periodo parcial							0,50	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio							0,25	1,00	2,00	3,00	3,00
Valor presente del periodo @ 7,50%		7,50%					0,9821	0,9302	0,8653	0,8050	0,8050
Valor presente del periodo @ 8,25%		8,25%					0,9804	0,9238	0,8534	0,7883	0,7883
Valor presente del flujo de caja libre @ 7,50%							**1.244,1**	**2.630,2**	**2.634,1**	**2.617,4**	**63.465,2**
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,25%							**1.242,0**	**2.611,9**	**2.597,8**	**2.563,3**	**52.821,5**

MXNmm		**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre		9.015,0		9.125,8
Valor presente del valor residual		52.821,5		63.465,2
VE (MXNmm)		**61.836,5**	**67.213,8**	**72.591,0**
MXN/EUR	(14)	0,04	0,04	0,04
VE (€mm)		**2.621,9**	**2.849,9**	**3.077,9**

Notas:

(12) Capex según el % de la media histórica 2017-2020 sobre los ingresos.
(13) Capital circulante en línea con los días de pago y cobro de 2020.
(14) Tipo de cambio a 31 de julio de 2021.

Descuento de flujos de caja - Electricidad Panamá (sensibizado por D&P)

	Notas	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
EDEMET + EDECHI								
Total energía vendida	(1)	4.798	5.324	5.907	6.143	6.389	6.645	6.645
Total Clientes	(2)	710.000	738.400	767.936	798.653	830.600	863.824	863.824
MWh / Cliente		6,76	7,21	7,69	7,69	7,69	7,69	7,69
Tarifa ($ / MWh)	(3)	17,50	17,91	18,18	18,51	18,90	19,34	19,82
Total ingresos electricidad	(4)	839,6	953,7	1.074,0	1.137,1	1.207,8	1.285,4	1.317,1
Otros ingresos	(5)	25,7	26,5	27,5	28,4	29,4	30,5	31,6
Total ingresos		**865,3**	**980,2**	**1.101,5**	**1.165,5**	**1.237,2**	**1.315,9**	**1.348,7**
% crecimiento		*-13,6%*	*13,3%*	*12,4%*	*5,8%*	*6,2%*	*6,4%*	*2,5%*
Menos: aprovisionamientos	(6)	(668,0)	(758,8)	(854,5)	(904,8)	(961,0)	(1.022,7)	(1.048,2)
$ / GWh		*(139,23)*	*(142,53)*	*(144,67)*	*(147,28)*	*(150,41)*	*(153,92)*	*(157,72)*
Margen bruto		**197,2**	**221,4**	**246,9**	**260,8**	**276,2**	**293,1**	**300,4**
% margen bruto		*22,8%*	*22,6%*	*22,4%*	*22,4%*	*22,3%*	*22,3%*	*22,3%*
Menos: gastos de personal	(7)	(10,3)	(10,5)	(10,7)	(10,9)	(11,1)	(11,3)	
Menos: otros costes	(7)	(4,6)	-	-	-	-	-	
Menos: otros gastos de explotación	(7)	(34,2)	(35,0)	(35,5)	(36,2)	(36,9)	(37,8)	
Total gastos de explotación		**(49,0)**	**(45,5)**	**(46,2)**	**(47,0)**	**(48,0)**	**(49,2)**	**(50,4)**
% ingresos		*(5,7%)*	*(4,6%)*	*(4,2%)*	*(4,0%)*	*(3,9%)*	*(3,7%)*	*(3,7%)*
EBITDA		**148,2**	**175,9**	**200,7**	**213,7**	**228,2**	**244,0**	**250,1**
% sobre ingresos		*17,1%*	*17,9%*	*18,2%*	*18,3%*	*18,4%*	*18,5%*	*18,5%*
Menos: amortización		(71,8)	(52,6)	(55,3)	(58,1)	(60,8)	(63,5)	(110,4)
% ingresos		*(8,3%)*	*(5,4%)*	*(5,0%)*	*(5,0%)*	*(4,9%)*	*(4,8%)*	*(8,2%)*
EBIT		**76,4**	**123,2**	**145,4**	**155,7**	**167,4**	**180,5**	**139,6**
% sobre ingresos		*8,8%*	*12,6%*	*13,2%*	*13,4%*	*13,5%*	*13,7%*	*10,4%*
Menos: impuesto de sociedades	(8)	(19,1)	(30,8)	(36,3)	(38,9)	(41,8)	(45,1)	(34,9)
Impuesto de sociedades (% EBIT)		*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*	*(25,0%)*
NOPAT		**57,3**	**92,4**	**109,0**	**116,8**	**125,5**	**135,3**	**104,7**
% sobre ingresos		*6,6%*	*9,4%*	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,3%*	*7,8%*

Notas:

(1) Asume la recuperación de consumo por cliente a niveles pre-Covid19 en 2022 y desde ese momento se mantine a niveles históricos.
(2) Número total de clientes basado en el plan estratégico de la Compañía 2018-2022 que considera aumentar los puntos de clientes en un 4,0% partiendo del ejercicio 2018 como año base.
(3) La tarifa ha sido estimada en base a la inflación anual en USD proyectada por IHS Market.
(4) Ingresos totales estimados en base al total energía vendida y la tarifa $ / MWh.
(5) Otros ingresos se han estimado en base a su proporción sobre los ingresos regulados de 2020.
(6) Aprovisionamientos proyectados en base al precio unitario histórico incrementado por la inflación prevista en USD por IHS Markit.
(7) Otros gastos de explotación se han estimado en base a su proporción sobre el total de ingresos de 2020.
(8) Tasa impositiva de Panamá.

	Notas		2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
NOPAT			**57,3**	**92,4**	**109,0**	**116,8**	**125,5**	**135,3**	**104,7**
% sobre ingresos			*6,6%*	*9,4%*	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,3%*	*7,8%*
Más: amortización			71,8	52,6	55,3	58,1	60,8	63,5	110,4
Menos: Capex	(9)		(107,2)	(107,7)	(108,2)	(108,8)	(109,3)	(109,9)	(110,4)
Menos: inversión en capital circulante	(10)		13,0	(11,0)	(11,6)	(6,1)	(6,9)	(7,5)	(3,1)
Flujo de caja libre			**34,9**	**26,4**	**44,6**	**59,9**	**70,2**	**81,5**	**101,6**
Valor terminal (rango alto)									**2.028,8**
Valor terminal (rango bajo)									**1.764,5**
Periodo parcial				0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo medio				0,25	1,00	2,00	3,00	4,00	4,00
Valor presente del periodo @ 7,50%		7,50%		0,9821	0,9302	0,8653	0,8050	0,7488	0,7488
Valor presente del periodo @ 8,25%		8,25%		0,9804	0,9238	0,8534	0,7883	0,7283	0,7283
Valor presente del flujo de caja libre @ 7,50%				**13,0**	**41,5**	**51,9**	**56,5**	**61,0**	**1.519,2**
Valor presente del flujo de caja libre @ 8,25%				**12,9**	**41,2**	**51,1**	**55,3**	**59,3**	**1.285,1**

USDmm	**Bajo**	**Punto medio**	**Alto**
Suma del valor presente de los flujos de caja libre	219,9		223,8
Valor presente del valor residual	1.285,1		1.519,2
VE (USDmm)	**1.504,9**	**1.623,9**	**1.742,9**
USD/EUR	1,19	1,19	1,19
VE (€mm)	**1.267,9**	**1.368,1**	**1.468,4**

Notas:

(9) Capex proyectado en base al Capex histórico por kilómetro de la red eléctrica. Se ha asumido un crecimiento de la red eléctrica de un 0,5% anual en base al total de clientes por kilómetro, alineado con la media histórica.
(10) Capital circulante proyectado en base al ratio de capital circulante sobre los ingresos de 2020.

Descuento de flujos de caja - Resto (Otros)

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Ingresos Consolidados		9,0	20,0					
Ingresos entre Compañías		126,0	155,0					
Total Ingresos		**135,0**	**175,0**					
Aprovisionamientos		(7,0)	(6,0)					
Gsatos de personal		(200,0)	(186,0)					
Otros gastos operativos		(38,0)	(71,0)					
EBITDA		**(110,0)**	**(88,0)**	**(72,1)**	**(52,4)**	**(52,8)**	**(53,5)**	**(54,5)**
Escudo Fiscal - EBITDA	25,00%			18,0	13,1	13,2	13,4	13,6
NOPAT				**(54,0)**	**(39,3)**	**(39,6)**	**(40,1)**	**(40,9)**
Valor Terminal								**(934,8)**
Periodo Parcial				0,50	1,00	1,00	1,00	1,00
Periodo Medio				0,25	1,00	2,00	3,00	3,00
Valor presente del periodo @ 6,25%	6,25%			0,9850	0,9412	0,8858	0,8337	0,8337
Valor presente del flujo de caja libre @ 6,25%				**(26,6)**	**(37,0)**	**(35,1)**	**(33,5)**	**(779,4)**

€mm	
VE - Resto	**(911,5)**

EBITDA (€mm)

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
Gas & Electricidad	**1.259**	**1.515**	**1.803**	**2.023**	**2.180**
Comercialización gas, electricidad y servicios	243	342	429	432	433
Generación Europa	462	581	750	959	1.106
Generación Convencional	179	208	218	237	257
Generación Renovables	210	208	220	220	220
Inversión Generación Renovables	74	166	313	502	630
GNL Internacional	173	192	192	196	198
Generación Internacional	381	399	431	437	443
Infraestructura EMEA	**1.649**	**1.519**	**1.500**	**1.491**	**1.474**
Redes gas España	844	853	828	811	786
Redes electricidad España	638	666	672	680	688
EMPL	167	-	-	-	-
Infraestrucutra LatAm Sur	**484**	**513**	**557**	**580**	**595**
Chile Gas	213	219	228	235	238
Brasil Gas	200	226	254	269	278
Argentina Gas y Electricidad	70	67	74	76	79
Infraestructura LatAm Norte	**379**	**434**	**453**	**474**	**475**
México Gas	232	267	276	286	274
Panamá Electricidad	147	167	177	188	201
Resto (Otros)	**(72)**	**(52)**	**(53)**	**(54)**	**(55)**
EBITDA Total (Punto Medio)	***3.699***	***3.927***	***4.260***	***4.515***	***4.670***
EBITDA Total (Rango Bajo)	***3.657***	***3.898***	***4.213***	***4.453***	***4.620***
EBITDA Total (Rango Alto)	***3.740***	***3.957***	***4.308***	***4.577***	***4.719***

IFM Investors Pty Ltd **Anexo 3.00**

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

Resumen de FCL

Fecha de Valoración: 30 de junio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Segmento / Línea de Negocio	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA Total	**3.699**	**3.927**	**4.260**	**4.515**	**4.670**
(-) Otros	(61)	(65)	(65)	(66)	(66)
(-) Impuesto de sociedades	(598)	(646)	(714)	(757)	(768)
(-) Capex	(1.811)	(2.052)	(2.731)	(3.250)	(3.266)
(-) Capital Circulante	(74)	(60)	(51)	(12)	(12)
FCL (1)	***1.156***	***1.105***	***700***	***431***	***558***

Notas:

(1) Flujo de Caja libre: Obtenido como el EBITDA Total deducido por el Impuesto de sociedades, Capex y capital circulante total.

	Comercialización gas, electricidad y servicios		Generación Europa (Convencional)		Generación Europa (Renovable)		Pipeline		GNL Internacional		Redes electricidad España		Redes gas España		Argentina Gas		Argentina Electricidad	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,58	0,67	0,60	0,68	0,61	0,70	0,64	0,74	0,82	1,01	0,58	0,63	0,48	0,55	0,45	0,61	0,56	0,71
Deuda / Capital (D)	32%	32%	26%	26%	39%	39%	38%	38%	30%	30%	36%	36%	41%	41%	35%	35%	33%	33%
Fondos Propios / Capital (E)	68%	68%	74%	74%	61%	61%	62%	62%	70%	70%	64%	64%	59%	59%	65%	65%	67%	67%
Tipo Impositivo (t)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0,79	0,91	0,75	0,86	0,89	1,03	0,93	1,08	1,08	1,33	0,82	0,89	0,74	0,83	0,63	0,85	0,77	0,98
Coste de los Fondos Propios																		
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Prima de riesgo país (CRP)	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	0,9%	0,9%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Diferencial de Inflación	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%
Tasa de Referencia Local	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Beta reapalancada (B)	0,79	0,91	0,75	0,86	0,89	1,03	0,93	1,08	1,08	1,33	0,82	0,89	0,74	0,83	0,63	0,85	0,77	0,98
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**7,5%**	**8,1%**	**7,3%**	**7,9%**	**8,1%**	**8,8%**	**8,0%**	**8,8%**	**9,1%**	**10,5%**	**7,6%**	**8,1%**	**7,2%**	**7,7%**	**18,0%**	**19,2%**	**18,7%**	**19,8%**
Coste de la Deuda																		
Tasa de Referencia Local	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	2,9%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Spread de Deuda	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,6%	0,6%	0,8%	0,8%	1,9%	1,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	3,9%	3,9%	4,1%	4,1%	3,8%	3,8%	3,7%	3,7%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Tipo Impositivo (t)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**2,9%**	**2,9%**	**3,1%**	**3,1%**	**2,8%**	**2,8%**	**2,8%**	**2,8%**	**3,8%**	**3,8%**	**3,0%**	**3,0%**	**3,0%**	**3,0%**	**11,8%**	**11,8%**	**11,8%**	**11,8%**
WACC																		
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	4,1%	4,1%	3,9%	3,9%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	5,1%	5,6%	5,4%	5,9%	5,0%	5,4%	5,0%	5,5%	6,4%	7,4%	4,9%	5,2%	4,2%	4,5%	11,7%	12,5%	12,5%	13,3%
WACC Estimado	6,0%	6,5%	6,2%	6,6%	6,0%	6,5%	6,1%	6,6%	7,5%	8,5%	6,0%	6,2%	5,5%	5,8%	15,8%	16,6%	16,4%	17,2%
WACC (Redondeado)	**6,00%**	**6,50%**	**6,25%**	**6,75%**	**6,00%**	**6,50%**	**6,00%**	**6,50%**	**7,50%**	**8,50%**	**6,00%**	**6,25%**	**5,50%**	**5,75%**	**15,75%**	**16,50%**	**16,50%**	**17,25%**

Resumen de WACCs
Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021
€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Tasas de descuento en otras monedas

	Generación Internacional (USD) (1)		Chile Gas (CLP)		Brasil Gas (BRL)		México Gas (MXN)		Panamá Electricidad (USD)	
Resumen de WACCs	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**	**Bajo**	**Alto**
Beta (desapalancada)	0,58	0,77	0,45	0,61	0,45	0,61	0,45	0,61	0,56	0,71
Deuda / Capital (D)	31%	31%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	33%	33%
Fondos Propios / Capital (E)	69%	69%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	67%	67%
Tipo Impositivo (t)	30%	30%	27%	27%	34%	34%	30%	30%	25%	25%
Beta (reapalancada)	0,77	1,01	0,63	0,85	0,61	0,82	0,62	0,84	0,77	0,98
Coste de los Fondos Propios										
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Prima de riesgo país (CRP)	2,2%	2,2%	1,3%	1,3%	3,2%	3,2%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%
Diferencial de Inflación	-	-	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%
Tasa de Referencia Local	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	6,6%	6,6%	5,6%	5,6%	4,7%	4,7%
Beta reapalancada (B)	0,77	1,01	0,63	0,85	0,61	0,82	0,62	0,84	0,77	0,98
Prima de Mercado (Rp)	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Coste de los Fondos Propios	**8,9%**	**10,3%**	**8,0%**	**9,2%**	**10,0%**	**11,2%**	**9,0%**	**10,2%**	**9,0%**	**10,1%**
Coste de la Deuda										
Tasa de Referencia Local	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	6,6%	6,6%	5,6%	5,6%	4,7%	4,7%
Spread de Deuda	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Coste de la Deuda antes de Impuestos (i)	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	7,8%	7,8%	6,8%	6,8%	5,9%	5,9%
Tipo Impositivo (t)	29,9%	29,9%	27,0%	27,0%	34,0%	34,0%	30,0%	30,0%	25,0%	25,0%
Coste de la Deuda después de Impuestos	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,2%**	**5,2%**	**5,2%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,5%**	**4,5%**
WACC										
Coste de la Deuda (Deuda % Capital)	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,5%	1,5%
Coste de los Fondos Propios (FFPP % Capital)	6,2%	7,1%	5,2%	6,0%	6,5%	7,3%	5,9%	6,6%	6,0%	6,7%
WACC Estimado	7,5%	8,4%	6,7%	7,5%	8,3%	9,1%	7,5%	8,3%	7,5%	8,2%
WACC (Redondeado)	**7,50%**	**8,50%**	**6,75%**	**7,50%**	**8,25%**	**9,00%**	**7,50%**	**8,25%**	**7,50%**	**8,25%**

Notas:

(1) Generación Internacional está compuesta por negocios relacionados a diferentes tecnologías de generación y 6 países distintos: México (CCGT y eólica - 90,5% del total de energía producida en 2020), República Dominicana (fuel - 3,0%), Costa Rica (hidro - 2,3%), Brasil (solar - 1,8%), Australia (eólica - 1,8%) y Panamá (hidro - 0,6%). Hemos calculado un CRP medio ponderado e impuestos con base en la proporción de la contribución de cada país al total de energía producida por la linea de negocio.

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Comercialización gas, electricidad y servicios (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,79	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7,5%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,7%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3,9%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2,9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,58
D/E Industria	46,5%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,79**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	32%
Fondos Propios / Capital (E)	68%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
A2A S.p.A.	EUR	0,99	0,87	3.720	5.455	594	6.049	9.769	61%	38%	28%	0,60
CEZ, a. s.	CZK	0,89	0,63	37.039	319.678	5.464	325.142	362.181	11%	10%	19%	0,58
E.ON SE	EUR	0,82	0,81	30.727	27.044	5.454	32.498	63.225	95%	49%	30%	0,49
Edison S.p.A.	EUR	0,53	0,52	403	5.683	15	5.698	6.101	7%	7%	28%	0,49
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0,97	0,88	15.677	17.272	4.535	21.807	37.484	72%	42%	27%	0,58
Electricité de France S.A.	EUR	1,35	1,15	19.934	32.407	10.279	42.686	62.620	47%	32%	25%	0,85
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,65
Endesa, S.A.	EUR	0,87	0,84	8.138	21.713	152	21.865	30.003	37%	27%	25%	0,65
Enel SpA	EUR	0,90	0,86	57.151	79.065	13.483	92.548	149.699	62%	38%	28%	0,60
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,59
Fortum Oyj	EUR	1,04	0,96	7.411	20.644	2.910	23.554	30.965	31%	24%	20%	0,77
Hera S.p.A.	EUR	0,79	0,65	3.233	5.241	203	5.443	8.676	59%	37%	28%	0,45
Iberdrola, S.A.	EUR	0,75	0,70	36.304	62.741	14.626	77.367	113.671	47%	32%	25%	0,52
Lechwerke AG	EUR	0,67	0,51	-1	4.608	0	4.608	4.606	0%	0%	30%	0,51
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	descartada
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1,31	descartada	7.906	16.230	856	17.086	24.992	46%	32%	19%	descartada
VERBUND AG	EUR	1,03	0,72	2.047	27.046	913	27.959	30.006	7%	7%	25%	0,68
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,58**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2,9%	x	32%	=	0,9%
Fondos Propios (6)	7,5%	x	68%	=	5,1%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,00%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,91	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,1%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,7%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3,9%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2,9%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,67
D/E Industria	46%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,91**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	32%
Fondos Propios / Capital (E)	68%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
A2A S.p.A.	EUR	0,99	0,87	3.720	5.455	594	6.049	9.769	61%	38%	28%	0,69
CEZ, a. s.	CZK	0,89	0,63	37.039	319.678	5.464	325.142	362.181	11%	10%	19%	0,81
E.ON SE	EUR	0,82	0,81	30.727	27.044	5.454	32.498	63.225	95%	49%	30%	0,49
Edison S.p.A.	EUR	0,53	0,52	403	5.683	15	5.698	6.101	7%	7%	28%	0,51
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0,97	0,88	15.677	17.272	4.535	21.807	37.484	72%	42%	27%	0,63
Electricité de France S.A.	EUR	1,35	1,15	19.934	32.407	10.279	42.686	62.620	47%	32%	25%	1,00
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,69
Endesa, S.A.	EUR	0,87	0,84	8.138	21.713	152	21.865	30.003	37%	27%	25%	0,68
Enel SpA	EUR	0,90	0,86	57.151	79.065	13.483	92.548	149.699	62%	38%	28%	0,62
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,71
Fortum Oyj	EUR	1,04	0,96	7.411	20.644	2.910	23.554	30.965	31%	24%	20%	0,83
Hera S.p.A.	EUR	0,79	0,65	3.233	5.241	203	5.443	8.676	59%	37%	28%	0,55
Iberdrola, S.A.	EUR	0,75	0,70	36.304	62.741	14.626	77.367	113.671	47%	32%	25%	0,55
Lechwerke AG	EUR	0,67	0,51	-1	4.608	0	4.608	4.606	0%	0%	30%	0,67
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	0,63
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1,31	descartada	7.906	16.230	856	17.086	24.992	46%	32%	19%	0,96
VERBUND AG	EUR	1,03	0,72	2.047	27.046	913	27.959	30.006	7%	7%	25%	0,98
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,67**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	2,9%	x	32%	=	0,9%
Fondos Propios (6)	8,1%	x	68%	=	5,6%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,75	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7,3%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,9%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4,1%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,1%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,60
D/E Industria	34%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,75**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	25,529%
Fondos Propios / Capital (E)	74,471%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
A2A S.p.A.	EUR	0,99	0,87	3.720	5.455	594	6.049	9.769	61%	38%	28%	0,60
BKW AG	CHF	0,65	0,51	480	5.271	294	5.565	6.045	9%	8%	15%	descartada
CEZ, a. s.	CZK	0,89	0,63	37.039	319.678	5.464	325.142	362.181	11%	10%	19%	0,58
Edison S.p.A.	EUR	0,53	0,52	403	5.683	15	5.698	6.101	7%	7%	28%	0,49
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0,97	0,88	15.677	17.272	4.535	21.807	37.484	72%	42%	27%	0,58
Electricité de France S.A.	EUR	1,35	1,15	19.934	32.407	10.279	42.686	62.620	47%	32%	25%	0,85
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,65
Endesa, S.A.	EUR	0,87	0,84	8.138	21.713	152	21.865	30.003	37%	27%	25%	0,65
Enel SpA	EUR	0,90	0,86	57.151	79.065	13.483	92.548	149.699	62%	38%	28%	0,60
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,59
Fortum Oyj	EUR	1,04	0,96	7.411	20.644	2.910	23.554	30.965	31%	24%	20%	0,77
Iberdrola, S.A.	EUR	0,75	0,70	36.304	62.741	14.626	77.367	113.671	47%	32%	25%	0,52
Lechwerke AG	EUR	0,67	0,51	-1	4.608	0	4.608	4.606	0%	0%	30%	0,51
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	descartada
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1,31	descartada	7.906	16.230	856	17.086	24.992	46%	32%	19%	descartada
RWE Aktiengesellschaft	EUR	1,01	0,89	-3.523	20.293	839	21.132	17.609	-17%	-20%	30%	1,01
VERBUND AG	EUR	1,03	0,72	2.047	27.046	913	27.959	30.006	7%	7%	25%	0,68
Mediana		**0,93**	**0,86**						**34%**	**26%**	**25%**	**0,60**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,1%	x	26%	=	0,8%
Fondos Propios (6)	7,3%	x	74%	=	5,4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,25%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Convencional (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,86	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7,9%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,9%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4,1%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,1%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,68
D/E Industria	34%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,86**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	26%
Fondos Propios / Capital (E)	74%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
A2A S.p.A.	EUR	0,99	0,87	3.720	5.455	594	6.049	9.769	61%	38%	28%	0,69
BKW AG	CHF	0,65	descartada	480	5.271	294	5.565	6.045	9%	8%	15%	0,61
CEZ, a. s.	CZK	0,89	0,63	37.039	319.678	5.464	325.142	362.181	11%	10%	19%	0,81
Edison S.p.A.	EUR	0,53	0,52	403	5.683	15	5.698	6.101	7%	7%	28%	0,51
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0,97	0,88	15.677	17.272	4.535	21.807	37.484	72%	42%	27%	0,63
Electricité de France S.A.	EUR	1,35	1,15	19.934	32.407	10.279	42.686	62.620	47%	32%	25%	1,00
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,69
Endesa, S.A.	EUR	0,87	0,84	8.138	21.713	152	21.865	30.003	37%	27%	25%	0,68
Enel SpA	EUR	0,90	0,86	57.151	79.065	13.483	92.548	149.699	62%	38%	28%	0,62
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,71
Fortum Oyj	EUR	1,04	0,96	7.411	20.644	2.910	23.554	30.965	31%	24%	20%	0,83
Iberdrola, S.A.	EUR	0,75	0,70	36.304	62.741	14.626	77.367	113.671	47%	32%	25%	0,55
Lechwerke AG	EUR	0,67	0,51	-1	4.608	0	4.608	4.606	0%	0%	30%	0,67
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	0,63
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1,31	descartada	7.906	16.230	856	17.086	24.992	46%	32%	19%	0,96
RWE Aktiengesellschaft	EUR	1,01	0,89	-3.523	20.293	839	21.132	17.609	-17%	-20%	30%	1,14
VERBUND AG	EUR	1,03	0,72	2.047	27.046	913	27.959	30.006	7%	7%	25%	0,98
Mediana		**0,93**	**0,86**						**34%**	**26%**	**25%**	**0,68**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,1%	x	26%	=	0,8%
Fondos Propios (6)	7,9%	x	74%	=	5,9%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,6%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,75%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,89	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,1%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,6%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3,8%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,61
D/E Industria	63%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,89**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	39%
Fondos Propios / Capital (E)	61%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP (4)	Deuda/ Capital (4)	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	62%	38%	25,0%	0,46
EDP Renováveis, S.A.	EUR	0,98	0,82	4.508	19.019	1.325	20.344	24.851	38%	28%	25,0%	0,64
Encavis AG	EUR	1,31	1,00	1.744	2.149	13	2.161	3.905	616%	86%	30,0%	0,19
ERG S.p.A.	EUR	0,91	0,90	1.720	3.924	9	3.934	5.654	63%	39%	27,9%	0,62
Ørsted A/S	DKK	0,85	0,67	12.932	391.252	2.722	393.974	406.906	4%	4%	22,0%	0,65
SSE plc	GBP	1,09	0,88	8.318	14.967	0	14.967	23.285	66%	40%	17,0%	0,57
Alerion Clean Power S.p.A.	EUR	1,04	descartada	500	719	5	724	1.224	158%	61%	27,9%	descartada
Arise AB (publ)	SEK	1,45	0,99	555	1.617	0	1.617	2.172	129%	56%	21,4%	0,49
NextEra Energy Partners, LP	USD	1,06	1,04	4.424	5.940	6.100	12.040	16.464	100%	50%	25,0%	0,59
TransAlta Renewables Inc.	CAD	1,04	0,87	478	5.863	51	5.914	6.392	24%	20%	26,5%	0,74
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	EUR	1,22	0,85	373	870	19	889	1.262	57%	36%	25,0%	0,60
Atlantica Sustainable Infrastructure plc	USD	1,17	0,93	5.248	4.405	226	4.631	9.879	217%	68%	17,0%	0,33
Energiekontor AG	EUR	0,96	0,76	233	808	1	809	1.042	61%	38%	30,0%	0,53
Grenergy Renovables, S.A.	EUR	1,38	descartada	57	768	0	768	825	29%	23%	25,0%	descartada
Scatec ASA	NOK	1,62	1,02	16.464	30.163	675	30.838	47.302	71%	42%	22,0%	0,65
Innergex Renewable Energy Inc.	CAD	1,19	0,77	4.809	3.911	58	3.969	8.779	173%	63%	26,5%	0,34
The Renewables Infrastructure Group Limited	GBP	0,85	0,66	-23	2.768	0	2.768	2.745	0%	0%	0,0%	0,66
PNE AG	EUR	0,83	0,79	296	538	-7	531	828	36%	26%	30,0%	0,63
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	EUR	1,33	1,12	343	2.032	0	2.032	2.375	46%	31%	25,0%	0,83
Falck Renewables S.p.A.	EUR	1,08	0,99	719	1.674	139	1.814	2.532	79%	44%	27,9%	0,63
Neoen S.A.	EUR	1,10	descartada	2.085	3.913	5	3.919	6.003	71%	41%	25,0%	descartada
Mediana		**1,08**	**0,88**						**63%**	**39%**	**25%**	**0,61**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	2,8%	x	39%	=	1,1%
Fondos Propios (7)	8,1%	x	61%	=	5,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,00%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Con base a la mediana histórica de 5 años.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Renovables (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	1,03	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,8%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,6%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3,8%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,70
D/E Industria	63%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**1,03**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	39%
Fondos Propios / Capital (E)	61%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP (4)	Deuda/ Capital (4)	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	62%	38%	25,0%	0,57
EDP Renováveis, S.A.	EUR	0,98	0,82	4.508	19.019	1.325	20.344	24.851	38%	28%	25,0%	0,76
Encavis AG	EUR	1,31	1,00	1.744	2.149	13	2.161	3.905	616%	86%	30,0%	0,25
ERG S.p.A.	EUR	0,91	0,90	1.720	3.924	9	3.934	5.654	63%	39%	27,9%	0,63
Ørsted A/S	DKK	0,85	0,67	12.932	391.252	2.722	393.974	406.906	4%	4%	22,0%	0,82
SSE plc	GBP	1,09	0,88	8.318	14.967	0	14.967	23.285	66%	40%	17,0%	0,70
Alerion Clean Power S.p.A.	EUR	1,04	descartada	500	719	5	724	1.224	158%	61%	27,9%	0,49
Arise AB (publ)	SEK	1,45	0,99	555	1.617	0	1.617	2.172	129%	56%	21,4%	0,72
NextEra Energy Partners, LP	USD	1,06	1,04	4.424	5.940	6.100	12.040	16.464	100%	50%	25,0%	0,61
TransAlta Renewables Inc.	CAD	1,04	0,87	478	5.863	51	5.914	6.392	24%	20%	26,5%	0,88
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	EUR	1,22	0,85	373	870	19	889	1.262	57%	36%	25,0%	0,86
Atlantica Sustainable Infrastructure plc	USD	1,17	0,93	5.248	4.405	226	4.631	9.879	217%	68%	17,0%	0,42
Energiekontor AG	EUR	0,96	0,76	233	808	1	809	1.042	61%	38%	30,0%	0,67
Grenergy Renovables, S.A.	EUR	1,38	descartada	57	768	0	768	825	29%	23%	25,0%	1,13
Scatec ASA	NOK	1,62	1,02	16.464	30.163	675	30.838	47.302	71%	42%	22,0%	1,04
Innergex Renewable Energy Inc.	CAD	1,19	0,77	4.809	3.911	58	3.969	8.779	173%	63%	26,5%	0,52
The Renewables Infrastructure Group Limited	GBP	0,85	0,66	-23	2.768	0	2.768	2.745	0%	0%	0,0%	0,85
PNE AG	EUR	0,83	0,79	296	538	-7	531	828	36%	26%	30,0%	0,66
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	EUR	1,33	1,12	343	2.032	0	2.032	2.375	46%	31%	25,0%	0,99
Falck Renewables S.p.A.	EUR	1,08	0,99	719	1.674	139	1.814	2.532	79%	44%	27,9%	0,69
Neoen S.A.	EUR	1,10	descartada	2.085	3.913	5	3.919	6.003	71%	41%	25,0%	0,72
Mediana		**1,08**	**0,88**						**63%**	**39%**	**25%**	**0,70**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	2,8%	x	39%	=	1,1%
Fondos Propios (7)	8,8%	x	61%	=	5,4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Con base a la mediana histórica de 5 años.

(5) Tasa impositiva de cada país.

(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Pipeline (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	0,9%	Media ponderada España, Chile, US y Australia
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	2,9%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,93	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,0%**	
Tasa de Referencia Local	2,9%	
Spread por riesgo crediticio	0,8%	EUR Utilities BB 20Y
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3,7%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,64
D/E Industria	60%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,93**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	38%
Fondos Propios / Capital (E)	62%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Rating	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP (4)	Deuda/ Capital (4)	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	BB-	EUR	1,22	descartada	373	870	19	889	1.262	52%	34%	24,0%	descartada
Neoen S.A.	BB	EUR	1,10	descartada	2.085	3.913	5	3.919	6.003	69%	41%	25,0%	descartada
Scatec ASA	BB+	NOK	1,62	1,02	16.464	30.163	675	30.838	47.302	67%	40%	22,0%	0,67
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	BB-	EUR	1,33	1,12	343	2.032	0	2.032	2.375	38%	27%	25,0%	0,87
Grenergy Renovables, S.A.	B+	EUR	1,38	descartada	57	768	0	768	825	24%	19%	25,0%	descartada
EDP Renováveis, S.A.	BBB	EUR	0,98	0,82	4.508	19.019	1.325	20.344	24.851	37%	27%	25,0%	0,64
Voltalia SA	B+	EUR	1,00	descartada	643	2.162	56	2.217	2.860	53%	35%	25,0%	descartada
Omega Geração S.A.	B	BRL	1,25	descartada	5.159	7.088	109	7.197	12.356	64%	39%	34,0%	descartada
Northland Power Inc.	BBB	CAD	1,04	0,81	7.440	9.881	446	10.326	17.767	135%	57%	26,5%	0,41
PNE AG	B	EUR	0,83	0,82	296	538	-7	531	828	28%	22%	30,0%	0,68
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	BB-	EUR	0,90	descartada	0	1.312	12	1.324	1.324	66%	40%	24,0%	descartada
Energiekontor AG	BB-	EUR	0,96	0,78	233	808	1	809	1.042	59%	37%	30,0%	0,55
ERG S.p.A.	BB+	EUR	0,91	0,90	1.720	3.924	9	3.934	5.654	60%	38%	28,0%	0,63
Falck Renewables S.p.A.	BB-	EUR	1,08	0,99	719	1.674	139	1.814	2.532	61%	38%	28,0%	0,69
Greenalia, S.A.	CCC+	EUR	1,13	descartada	259	246	0	246	505	68%	41%	25,0%	descartada
Ørsted A/S	BBB+	DKK	0,85	0,67	12.932	391.252	2.722	393.974	406.906	4%	4%	22,0%	0,65
Acciona, S.A.	BB	EUR	1,00	0,70	5.793	7.060	381	7.441	13.235	107%	52%	25,0%	0,39
Mediana			**1,04**	**0,82**						**60%**	**38%**		**0,64**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	2,8%	x	38%	=	1,0%
Fondos Propios (7)	8,0%	x	62%	=	5,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,1%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,00%**

Notas:

(1) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(2) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(3) Tasa impositiva de cada país.
(4) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(5) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Europa - Pipeline (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	0,9%	Media ponderada España, Chile, US y Australia
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	2,9%	
Beta (Reapalancada) (B)	1,08	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,8%**	
Tasa de Referencia Local	2,9%	
Spread por riesgo crediticio	0,8%	EUR Utilities BB 20Y
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	3,7%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**2,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,74
D/E Industria	60%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**1,08**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	38%
Fondos Propios / Capital (E)	62%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Rating	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP (4)	Deuda/ Capital (4)	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	BB-	EUR	1,22	descartada	373	870	19	889	1.262	52%	34%	24,0%	0,88
Neoen S.A.	BB	EUR	1,10	descartada	2.085	3.913	5	3.919	6.003	69%	41%	25,0%	0,72
Scatec ASA	BB+	NOK	1,62	1,02	16.464	30.163	675	30.838	47.302	67%	40%	22,0%	1,06
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	BB-	EUR	1,33	1,12	343	2.032	0	2.032	2.375	38%	27%	25,0%	1,04
Grenergy Renovables, S.A.	B+	EUR	1,38	descartada	57	768	0	768	825	24%	19%	25,0%	1,17
EDP Renováveis, S.A.	BBB	EUR	0,98	0,82	4.508	19.019	1.325	20.344	24.851	37%	27%	25,0%	0,76
Voltalia SA	B+	EUR	1,00	descartada	643	2.162	56	2.217	2.860	53%	35%	25,0%	0,72
Omega Geração S.A.	B	BRL	1,25	descartada	5.159	7.088	109	7.197	12.356	64%	39%	34,0%	0,88
Northland Power Inc.	BBB	CAD	1,04	0,81	7.440	9.881	446	10.326	17.767	135%	57%	26,5%	0,52
PNE AG	B	EUR	0,83	0,82	296	538	-7	531	828	28%	22%	30,0%	0,69
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	BB-	EUR	0,90	descartada	0	1.312	12	1.324	1.324	66%	40%	24,0%	0,60
Energiekontor AG	BB-	EUR	0,96	0,78	233	808	1	809	1.042	59%	37%	30,0%	0,68
ERG S.p.A.	BB+	EUR	0,91	0,90	1.720	3.924	9	3.934	5.654	60%	38%	28,0%	0,64
Falck Renewables S.p.A.	BB-	EUR	1,08	0,99	719	1.674	139	1.814	2.532	61%	38%	28,0%	0,75
Greenalia, S.A.	CCC+	EUR	1,13	descartada	259	246	0	246	505	68%	41%	25,0%	0,74
Ørsted A/S	BBB+	DKK	0,85	0,67	12.932	391.252	2.722	393.974	406.906	4%	4%	22,0%	0,82
Acciona, S.A.	BB	EUR	1,00	0,70	5.793	7.060	381	7.441	13.235	107%	52%	25,0%	0,56
Mediana			**1,04**	**0,82**						**60%**	**38%**		**0,74**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	2,8%	x	38%	=	1,0%
Fondos Propios (7)	8,8%	x	62%	=	5,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,6%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,50%**

Notas:

(1) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(2) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(3) Tasa impositiva de cada país.
(4) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(5) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Internacional (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2,2%	Spread de bonos (1)
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,77	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,9%**	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,9%	
Tasa impositiva (t) (1)	29,9%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,58
D/E Industria	44%
Tasa impositiva (t)	29,9%
Beta (reapalancada)	**0,77**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	31%
Fondos Propios / Capital (E)	69%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (2)	Beta (histórica 5YW) (3)	Deuda Neta (4)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1,61	1,02	35.416	63.238	259	63.496	98.912	56%	36%	34%	0,75
Colbún S.A.	USD	1,05	descartada	1.009	1.946.515	121	1.946.636	1.947.645	0%	0%	27%	descartada
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1,47	0,87	8.798	24.278	5	24.282	33.081	36%	27%	34%	0,70
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1,21	0,85	6.912	16.453	301	16.754	23.666	41%	29%	34%	0,66
CPFL Energia S.A.	BRL	1,29	0,73	15.474	29.175	311	29.486	44.959	52%	34%	34%	0,54
Enel Américas S.A.	USD	1,12	0,75	5.705	11.315.001	2.225	11.317.226	11.322.931	0%	0%	27%	0,75
Enel Chile S.A.	CLP	1,18	descartada	2.878.687	2.724.471	238.315	2.962.786	5.841.473	97%	49%	27%	descartada
Enel Generación Chile S.A.	CLP	0,98	0,66	810.349	1.527.167	11.263	1.538.429	2.348.778	53%	35%	27%	0,47
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Equatorial Energia S.A.	BRL	1,28	0,74	10.300	23.767	1.911	25.678	35.978	40%	29%	34%	0,58
Voltalia SA	EUR	1,00	descartada	643	2.162	56	2.217	2.860	29%	22%	28%	descartada
Mediana		**1,13**	**0,75**						**44%**	**31%**	**31%**	**0,58**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4,2%	x	31%	=	1,3%
Fondos Propios (7)	8,9%	x	69%	=	6,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**7,50%**

Notas:

(1) CRP y tasa impositiva ponderada por la energía producidad en cada país donde GPG opera, de acuerdo con la información pública de Naturgy.
(2) BARRA Betas a julio de 2021.
(3) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(4) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Generación Internacional (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2,2%	Spread de bonos (1)
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Beta (Reapalancada) (B)	1,01	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10,3%**	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,9%	
Tasa impositiva (t) (1)	29,9%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,77
D/E Industria	44%
Tasa impositiva (t)	29,9%
Beta (reapalancada)	**1,01**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	31%
Fondos Propios / Capital (E)	69%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (2)	Beta (histórica 5YW) (3)	Deuda Neta (4)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (5)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1,61	1,02	35.416	63.238	259	63.496	98.912	56%	36%	34%	1,18
Colbún S.A.	USD	1,05	descartada	1.009	1.946.515	121	1.946.636	1.947.645	0%	0%	27%	1,05
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1,47	0,87	8.798	24.278	5	24.282	33.081	36%	27%	34%	1,18
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1,21	0,85	6.912	16.453	301	16.754	23.666	41%	29%	34%	0,95
CPFL Energia S.A.	BRL	1,29	0,73	15.474	29.175	311	29.486	44.959	52%	34%	34%	0,96
Enel Américas S.A.	USD	1,12	0,75	5.705	11.315.001	2.225	11.317.226	11.322.931	0%	0%	27%	1,11
Enel Chile S.A.	CLP	1,18	descartada	2.878.687	2.724.471	238.315	2.962.786	5.841.473	97%	49%	27%	0,69
Enel Generación Chile S.A.	CLP	0,98	0,66	810.349	1.527.167	11.263	1.538.429	2.348.778	53%	35%	27%	0,71
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Equatorial Energia S.A.	BRL	1,28	0,74	10.300	23.767	1.911	25.678	35.978	40%	29%	34%	1,01
Voltalia SA	EUR	1,00	descartada	643	2.162	56	2.217	2.860	29%	22%	28%	0,83
Mediana		**1,13**	**0,75**						**44%**	**31%**	**31%**	**0,96**
									Media de BARRA Beta e histórica (6)			**0,77**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (7)	4,2%	x	31%	=	1,3%
Fondos Propios (8)	10,3%	x	69%	=	7,1%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8,4%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**8,50%**

Notas:

(1) CRP y tasa impositiva ponderada por la energía producidad en cada país donde GPG opera, de acuerdo con la información pública de Naturgy.
(2) BARRA Betas a julio de 2021.
(3) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(4) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(5) Tasa impositiva de cada país.
(6) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(7) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(8) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - GNL International (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes		
Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	1,08	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9,1%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	1,9%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,0%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,8%**	

Fórmulas	
Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada	
Beta (desapalancada)	0,82
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**1,08**

Estructura de Capital	
Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Exxon Mobil Corporation	USD	1,39	1,12	59.807	243.725	7.127	250.852	310.659	24%	19%	25%	0,95
Chevron Corporation	USD	1,42	1,14	38.332	196.296	1.045	197.341	235.673	19%	16%	25%	1,00
Royal Dutch Shell plc	USD	1,61	1,05	65.972	131.168	3.244	134.412	200.384	49%	33%	25%	0,76
TOTAL SE	USD	1,56	1,10	36.589	96.897	2.480	99.377	135.966	37%	27%	28%	0,87
Cheniere Energy, Inc.	USD	1,22	0,99	30.247	21.533	2.427	23.960	54.207	126%	56%	25%	0,51
BP p.l.c.	USD	1,71	1,00	43.261	58.293	14.627	72.920	116.181	59%	37%	25%	0,69
Gaztransport & Technigaz SA	EUR	1,13	1,04	-159	2.490	0	2.490	2.331	-6%	-7%	25%	1,09
Mediana		**1,47**	**1,07**						**43%**	**30%**	**25%**	**0,82**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,8%	x	30%	=	1,1%
Fondos Propios (6)	9,1%	x	70%	=	6,4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**7,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - GNL International (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	1,33	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10,5%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	1,9%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,0%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	1,01
D/E Industria	43%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**1,33**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	30%
Fondos Propios / Capital (E)	70%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,53
Exxon Mobil Corporation	USD	1,39	1,12	59.807	243.725	7.127	250.852	310.659	24%	19%	25%	1,07
Chevron Corporation	USD	1,42	1,14	38.332	196.296	1.045	197.341	235.673	19%	16%	25%	1,12
Royal Dutch Shell plc	USD	1,61	1,05	65.972	131.168	3.244	134.412	200.384	49%	33%	25%	0,97
TOTAL SE	USD	1,56	1,10	36.589	96.897	2.480	99.377	135.966	37%	27%	28%	1,05
Cheniere Energy, Inc.	USD	1,22	0,99	30.247	21.533	2.427	23.960	54.207	126%	56%	25%	0,57
BP p.l.c.	USD	1,71	1,00	43.261	58.293	14.627	72.920	116.181	59%	37%	19%	0,91
Gaztransport & Technigaz SA	EUR	1,13	1,04	-159	2.490	0	2.490	2.331	-6%	-7%	28%	1,13
Mediana		**1,40**	**1,07**						**43%**	**30%**	**25%**	**1,01**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,8%	x	30%	=	1,1%
Fondos Propios (6)	10,5%	x	70%	=	7,4%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**8,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes gas España (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,74	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7,2%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4,0%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,0%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,48
D/E Industria	70%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,74**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	41%
Fondos Propios / Capital (E)	59%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
E.ON SE	EUR	0,82	0,81	30.727	27.044	5.454	32.498	63.225	95%	49%	30%	0,49
Enagás, S.A.	EUR	0,89	0,64	4.380	5.062	16	5.078	9.458	86%	46%	25%	0,39
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,65
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,59
EVN AG	EUR	0,91	0,80	653	3.634	276	3.910	4.563	17%	14%	25%	0,71
Fluxys Belgium SA	EUR	0,62	descartada	1.358	2.277	0	2.277	3.634	60%	37%	29%	descartada
Hera S.p.A.	EUR	0,79	0,65	3.233	5.241	203	5.443	8.676	59%	37%	28%	0,45
Iren SpA	EUR	0,87	0,82	3.120	3.295	381	3.676	6.796	85%	46%	28%	0,51
Italgas S.p.A.	EUR	0,71	0,65	4.807	4.627	0	4.627	9.434	104%	51%	28%	0,37
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	descartada
Snam S.p.A.	EUR	0,68	0,68	14.148	16.691	26	16.717	30.865	85%	46%	28%	0,42
Mediana		**0,88**	**0,76**						**71%**	**41%**	**28%**	**0,48**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,0%	x	41%	=	1,2%
Fondos Propios (6)	7,2%	x	59%	=	4,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**5,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes gas España (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes		
Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,83	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7,7%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4,0%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,0%**	

Fórmulas	
Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada	
Beta (desapalancada)	0,55
D/E Industria	70%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,83**

Estructura de Capital	
Deuda /Capital (D)	41%
Fondos Propios / Capital (E)	59%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
E.ON SE	EUR	0,82	0,81	30.727	27.044	5.454	32.498	63.225	95%	49%	30%	0,49
Enagás, S.A.	EUR	0,89	0,64	4.380	5.062	16	5.078	9.458	86%	46%	25%	0,54
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,69
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,71
EVN AG	EUR	0,91	0,80	653	3.634	276	3.910	4.563	17%	14%	25%	0,81
Fluxys Belgium SA	EUR	0,62	descartada	1.358	2.277	0	2.277	3.634	60%	37%	29%	0,43
Hera S.p.A.	EUR	0,79	0,65	3.233	5.241	203	5.443	8.676	59%	37%	28%	0,55
Iren SpA	EUR	0,87	0,82	3.120	3.295	381	3.676	6.796	85%	46%	28%	0,54
Italgas S.p.A.	EUR	0,71	0,65	4.807	4.627	0	4.627	9.434	104%	51%	28%	0,41
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	0,63
Snam S.p.A.	EUR	0,68	0,68	14.148	16.691	26	16.717	30.865	85%	46%	28%	0,42
Mediana		**0,88**	**0,76**						**71%**	**41%**	**28%**	**0,55**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,0%	x	41%	=	1,2%
Fondos Propios (6)	7,7%	x	59%	=	4,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					5,8%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**5,75%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes electricidad España (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,82	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**7,6%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4,0%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,0%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,58
D/E Industria	56%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,82**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	36%
Fondos Propios / Capital (E)	64%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
A2A S.p.A.	EUR	0,99	0,87	3.720	5.455	594	6.049	9.769	61%	38%	28%	0,60
BKW AG	CHF	0,65	descartada	480	5.271	294	5.565	6.045	9%	8%	15%	descartada
CEZ, a. s.	CZK	0,89	0,63	37.039	319.678	5.464	325.142	362.181	11%	10%	19%	0,58
E.ON SE	EUR	0,82	0,81	30.727	27.044	5.454	32.498	63.225	95%	49%	30%	0,49
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0,97	0,88	15.677	17.272	4.535	21.807	37.484	72%	42%	27%	0,58
Electricité de France S.A.	EUR	1,35	1,15	19.934	32.407	10.279	42.686	62.620	47%	32%	25%	0,85
Elia Group SA/NV	EUR	0,80	descartada	5.826	6.848	319	7.167	12.993	81%	45%	29%	descartada
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,65
Endesa, S.A.	EUR	0,87	0,84	8.138	21.713	152	21.865	30.003	37%	27%	25%	0,65
Enel SpA	EUR	0,90	0,86	57.151	79.065	13.483	92.548	149.699	62%	38%	28%	0,60
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,59
EVN AG	EUR	0,91	0,80	653	3.634	276	3.910	4.563	17%	14%	25%	0,71
Fortum Oyj	EUR	1,04	0,96	7.411	20.644	2.910	23.554	30.965	31%	24%	20%	0,77
Hera S.p.A.	EUR	0,79	0,65	3.233	5.241	203	5.443	8.676	59%	37%	28%	0,45
Iberdrola, S.A.	EUR	0,75	0,70	36.304	62.741	14.626	77.367	113.671	47%	32%	25%	0,52
Iren SpA	EUR	0,87	0,82	3.120	3.295	381	3.676	6.796	85%	46%	28%	0,51
Lechwerke AG	EUR	0,67	0,51	-1	4.608	0	4.608	4.606	0%	0%	30%	0,51
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	descartada
National Grid plc	GBP	0,75	0,62	29.488	32.856	21	32.877	62.365	90%	47%	17%	0,36
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1,31	descartada	7.906	16.230	856	17.086	24.992	46%	32%	19%	descartada
Red Eléctrica Corporación, S.A.	EUR	0,62	0,59	5.778	9.015	59	9.073	14.851	64%	39%	25%	0,40
SSE plc	GBP	1,09	0,88	8.318	14.967	0	14.967	23.285	56%	36%	17%	0,60
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	EUR	0,66	0,65	9.814	13.454	40	13.494	23.309	73%	42%	28%	0,43
Mediana		**0,91**	**0,81**						**56%**	**36%**	**25%**	**0,58**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,0%	x	36%	=	1,1%
Fondos Propios (6)	7,6%	x	64%	=	4,9%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,00%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Redes electricidad España (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes		
Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,89	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,1%**	
Tasa de Referencia Local	3,2%	
Spread por riesgo crediticio	0,8%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	4,0%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**3,0%**	

Fórmulas	
Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada	
Beta (desapalancada)	0,63
D/E Industria	56%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,89**

Estructura de Capital	
Deuda /Capital (D)	36%
Fondos Propios / Capital (E)	64%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
A2A S.p.A.	EUR	0,99	0,87	3.720	5.455	594	6.049	9.769	61%	38%	28%	0,69
BKW AG	CHF	0,65	descartada	480	5.271	294	5.565	6.045	9%	8%	15%	0,61
CEZ, a. s.	CZK	0,89	0,63	37.039	319.678	5.464	325.142	362.181	11%	10%	19%	0,81
E.ON SE	EUR	0,82	0,81	30.727	27.044	5.454	32.498	63.225	95%	49%	30%	0,49
EDP - Energias de Portugal, S.A.	EUR	0,97	0,88	15.677	17.272	4.535	21.807	37.484	72%	42%	27%	0,63
Electricité de France S.A.	EUR	1,35	1,15	19.934	32.407	10.279	42.686	62.620	47%	32%	25%	1,00
Elia Group SA/NV	EUR	0,80	descartada	5.826	6.848	319	7.167	12.993	81%	45%	29%	0,51
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	EUR	0,83	0,77	6.777	21.181	3.960	25.140	31.918	27%	21%	30%	0,69
Endesa, S.A.	EUR	0,87	0,84	8.138	21.713	152	21.865	30.003	37%	27%	25%	0,68
Enel SpA	EUR	0,90	0,86	57.151	79.065	13.483	92.548	149.699	62%	38%	28%	0,62
ENGIE SA	EUR	1,14	0,95	26.011	27.194	4.676	31.870	57.881	82%	45%	25%	0,71
EVN AG	EUR	0,91	0,80	653	3.634	276	3.910	4.563	17%	14%	25%	0,81
Fortum Oyj	EUR	1,04	0,96	7.411	20.644	2.910	23.554	30.965	31%	24%	20%	0,83
Hera S.p.A.	EUR	0,79	0,65	3.233	5.241	203	5.443	8.676	59%	37%	28%	0,55
Iberdrola, S.A.	EUR	0,75	0,70	36.304	62.741	14.626	77.367	113.671	47%	32%	25%	0,55
Iren SpA	EUR	0,87	0,82	3.120	3.295	381	3.676	6.796	85%	46%	28%	0,54
Lechwerke AG	EUR	0,67	0,51	-1	4.608	0	4.608	4.606	0%	0%	30%	0,67
Mainova AG	EUR	0,69	descartada	439	3.169	1	3.170	3.610	14%	12%	30%	0,63
National Grid plc	GBP	0,75	0,62	29.488	32.856	21	32.877	62.365	90%	47%	17%	0,43
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	PLN	1,31	descartada	7.906	16.230	856	17.086	24.992	46%	32%	19%	0,96
Red Eléctrica Corporación, S.A.	EUR	0,62	0,59	5.778	9.015	59	9.073	14.851	64%	39%	25%	0,42
SSE plc	GBP	1,09	0,88	8.318	14.967	0	14.967	23.285	56%	36%	17%	0,74
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	EUR	0,66	0,65	9.814	13.454	40	13.494	23.309	73%	42%	28%	0,43
Mediana		**0,91**	**0,81**						**56%**	**36%**	**25%**	**0,63**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	3,0%	x	36%	=	1,1%
Fondos Propios (6)	8,1%	x	64%	=	5,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**6,25%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,3%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,7%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	4,6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,63	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**8,0%**	
Tasa de Referencia Local	4,6%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,8%	
Tasa impositiva (t)	27,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,45
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	27,0%
Beta (reapalancada)	**0,63**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,54
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,42
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,42
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,34
Mediana		**1,09**	**0,62**						**54%**	**35%**	**32%**	**0,45**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	4,2%	x	35%	=	1,5%
Fondos Propios (6)	8,0%	x	65%	=	5,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital					6,7%
Coste Promedio Ponderado de Capital en CLP (redondeado)					**6,75%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	1,3%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,7%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	4,6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,85	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9,2%**	
Tasa de Referencia Local	4,6%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,8%	
Tasa impositiva (t)	27,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,61
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	27,0%
Beta (reapalancada)	**0,85**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,98
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,84
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,73
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,74
Mediana		**1,11**	**0,60**						**54%**	**35%**	**32%**	**0,77**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0,61**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4,2%	x	35%	=	1,5%
Fondos Propios (7)	9,2%	x	65%	=	6,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en CLP (redondeado)					**7,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Brasil Gas (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	3,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,8%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	6,6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,61	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10,0%**	
Tasa de Referencia Local	6,6%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	7,8%	
Tasa impositiva (t)	34,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**5,2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,45
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	34,0%
Beta (reapalancada)	**0,61**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,54
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,42
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,42
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,34
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,45**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	5,2%	x	35%	=	1,8%
Fondos Propios (6)	10,0%	x	65%	=	6,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8,3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en BRL (redondeado)					**8,25%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Brasil Gas (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	3,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,8%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	6,6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,82	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**11,2%**	
Tasa de Referencia Local	6,6%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	7,8%	
Tasa impositiva (t)	34,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**5,2%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,61
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	34,0%
Beta (reapalancada)	**0,82**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,98
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,84
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,73
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,74
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,58**
									Media de BARRA Beta e histórica (5)			**0,61**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	5,2%	x	35%	=	1,8%
Fondos Propios (7)	11,2%	x	65%	=	7,3%
Coste Promedio Ponderado de Capital					9,1%
Coste Promedio Ponderado de Capital en BRL (redondeado)					**9,00%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Gas (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	12,5%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,63	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**18,0%**	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15,7%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,45
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,63**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,54
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,42
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,42
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,34
Mediana		**1,11**	**0,60**						**54%**	**35%**	**32%**	**0,45**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	11,8%	x	35%	=	4,1%
Fondos Propios (6)	18,0%	x	65%	=	11,7%
Coste Promedio Ponderado de Capital					15,8%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**15,75%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Gas (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	12,5%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,85	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**19,2%**	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15,7%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,61
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,85**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,98
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,84
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,73
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,74
Mediana		**1,11**	**0,60**						**54%**	**35%**	**32%**	**0,77**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0,61**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	11,8%	x	35%	=	4,1%
Fondos Propios (7)	19,2%	x	65%	=	12,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					16,6%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**16,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Electricidad (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	12,5%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,77	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**18,7%**	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15,7%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,56
D/E Industria	49%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,77**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	33%
Fondos Propios / Capital (E)	67%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1,61	1,02	35.416	63.238	259	63.496	98.912	56%	36%	34%	0,75
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1,47	0,87	8.798	24.278	5	24.282	33.081	36%	27%	34%	0,70
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1,21	0,85	6.912	16.453	301	16.754	23.666	41%	29%	34%	0,66
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1,07	descartada	1.250.050	2.354.594	44.450	2.399.044	3.649.094	52%	34%	27%	descartada
CPFL Energia S.A.	BRL	1,29	0,73	15.474	29.175	311	29.486	44.959	52%	34%	34%	0,54
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1,03	0,60	5.031	17.568	348	17.916	22.947	28%	22%	34%	0,51
Enel Américas S.A.	USD	1,12	0,75	5.705	11.315.001	2.225	11.317.226	11.322.931	0%	0%	27%	0,75
Enel Chile S.A.	CLP	1,18	descartada	2.878.687	2.724.471	238.315	2.962.786	5.841.473	97%	49%	27%	descartada
Energisa S.A.	BRL	1,28	descartada	14.803	18.482	912	19.395	34.198	76%	43%	34%	descartada
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Equatorial Energia S.A.	BRL	1,28	0,74	10.300	23.767	1.911	25.678	35.978	40%	29%	34%	0,58
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0,78	descartada	2.358	5.113	0	5.113	7.471	46%	32%	30%	descartada
Neoenergia S.A.	BRL	1,26	0,87	27.847	21.096	342	21.438	49.285	130%	57%	34%	0,47
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,56**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	11,8%	x	33%	=	3,9%
Fondos Propios (6)	18,7%	x	67%	=	12,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital					16,4%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**16,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.

(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.

(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.

(4) Tasa impositiva de cada país.

(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)

(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Argentina Electricidad (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,0%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	12,5%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,98	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**19,8%**	
Tasa de Referencia Local	14,5%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	15,7%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**11,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,71
D/E Industria	49%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,98**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	33%
Fondos Propios / Capital (E)	67%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1,61	1,02	35.416	63.238	259	63.496	98.912	56%	36%	34%	1,18
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1,47	0,87	8.798	24.278	5	24.282	33.081	36%	27%	34%	1,18
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1,21	0,85	6.912	16.453	301	16.754	23.666	41%	29%	34%	0,95
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1,07	descartada	1.250.050	2.354.594	44.450	2.399.044	3.649.094	52%	34%	27%	0,77
CPFL Energia S.A.	BRL	1,29	0,73	15.474	29.175	311	29.486	44.959	52%	34%	34%	0,96
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1,03	0,60	5.031	17.568	348	17.916	22.947	28%	22%	34%	0,87
Enel Américas S.A.	USD	1,12	0,75	5.705	11.315.001	2.225	11.317.226	11.322.931	0%	0%	27%	1,11
Enel Chile S.A.	CLP	1,18	descartada	2.878.687	2.724.471	238.315	2.962.786	5.841.473	97%	49%	27%	0,69
Energisa S.A.	BRL	1,28	descartada	14.803	18.482	912	19.395	34.198	76%	43%	34%	0,85
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Equatorial Energia S.A.	BRL	1,28	0,74	10.300	23.767	1.911	25.678	35.978	40%	29%	34%	1,01
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0,78	descartada	2.358	5.113	0	5.113	7.471	46%	32%	30%	0,59
Neoenergia S.A.	BRL	1,26	0,87	27.847	21.096	342	21.438	49.285	130%	57%	34%	0,68
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,58**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0,71**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	11,8%	x	33%	=	3,9%
Fondos Propios (7)	19,8%	x	67%	=	13,3%
Coste Promedio Ponderado de Capital					17,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital en EUR (redondeado)					**17,25%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Gas México (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2,1%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	1,0%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	5,6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,62	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9,0%**	
Tasa de Referencia Local	5,6%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6,8%	
Tasa impositiva (t)	30,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,45
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	30,0%
Beta (reapalancada)	**0,62**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,54
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,42
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,42
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,34
Mediana		**1,11**	**0,60**						**54%**	**35%**	**32%**	**0,45**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	4,8%	x	35%	=	1,7%
Fondos Propios (6)	9,0%	x	65%	=	5,9%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en MXN (redondeado)					**7,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2,1%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	1,0%	Diferencial de inflación a largo plazo
Tasa de Referencia Local	5,6%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,84	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10,2%**	
Tasa de Referencia Local	5,6%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	6,8%	
Tasa impositiva (t)	30,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,8%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,61
D/E Industria	54%
Tasa impositiva (t)	30,0%
Beta (reapalancada)	**0,84**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	35%
Fondos Propios / Capital (E)	65%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS	BRL	1,11	0,62	4.323	20.945	0	20.945	25.269	21%	17%	34%	0,98
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,56	12.145.580	23.219.197	459.675	23.678.872	35.824.452	51%	34%	32%	0,84
Infraestructura Energética Nova, S.A.B. de C.V.	USD	1,07	0,62	3.862	5.754	5	5.759	9.620	67%	40%	30%	0,73
Promigas S.A. E.S.P.	COP	1,14	0,53	6.221.231	7.609.156	247.960	7.857.117	14.078.348	79%	44%	32%	0,74
Mediana		**0,93**	**0,77**						**46%**	**32%**	**26%**	**0,58**
									Media de BARRA Beta e histórica (5)			**0,61**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4,8%	x	35%	=	1,7%
Fondos Propios (7)	10,2%	x	65%	=	6,6%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8,3%
Coste Promedio Ponderado de Capital en MXN (redondeado)					**8,25%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg).
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Electricidad Panamá (Rango Bajo)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,77	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**9,0%**	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,9%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,5%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,56
D/E Industria	49%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,77**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	33%
Fondos Propios / Capital (E)	67%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Rating	Ticker	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.			EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,48
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás			BRL	1,61	1,02	35.416	63.238	259	63.496	98.912	56%	36%	34%	0,75
Companhia Energética de Minas Gerais			BRL	1,47	0,87	8.798	24.278	5	24.282	33.081	36%	27%	34%	0,70
Companhia Paranaense de Energia - COPEL			BRL	1,21	0,85	6.912	16.453	301	16.754	23.666	41%	29%	34%	0,66
Compañía General de Electricidad S.A.			CLP	1,07	descartada	1.250.050	2.354.594	44.450	2.399.044	3.649.094	52%	34%	27%	descartada
CPFL Energia S.A.			BRL	1,29	0,73	15.474	29.175	311	29.486	44.959	52%	34%	34%	0,54
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.			BRL	1,03	0,60	5.031	17.568	348	17.916	22.947	28%	22%	34%	0,51
Enel Américas S.A.			USD	1,12	0,75	5.705	11.315.001	2.225	11.317.226	11.322.931	0%	0%	27%	0,75
Enel Chile S.A.			CLP	1,18	descartada	2.878.687	2.724.471	238.315	2.962.786	5.841.473	97%	49%	27%	descartada
Energisa S.A.			BRL	1,28	descartada	14.803	18.482	912	19.395	34.198	76%	43%	34%	descartada
Engie Brasil Energia S.A.			BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,48
Equatorial Energia S.A.			BRL	1,28	0,74	10.300	23.767	1.911	25.678	35.978	40%	29%	34%	0,58
Luz del Sur S.A.A.			PEN	0,78	descartada	2.358	5.113	0	5.113	7.471	46%	32%	30%	descartada
Neoenergia S.A.			BRL	1,26	0,87	27.847	21.096	342	21.438	49.285	130%	57%	34%	0,47
Mediana				**1,19**	**0,76**						**49%**	**33%**	**34%**	**0,56**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (5)	4,5%	x	33%	=	1,5%
Fondos Propios (6)	9,0%	x	67%	=	6,0%
Coste Promedio Ponderado de Capital					7,5%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**7,50%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(6) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

Valoración Independiente de Naturgy Energy Group, S.A.

WACC - Electricidad Panamá (Rango Alto)

Fecha de Valoración: 31 de julio de 2021

€mm (salvo que se especifique lo contrario)

Supuestos y Fuentes

Fecha de Valoración	7/31/2021	
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,5%	Duff & Phelps, tasa libre de riesgo normalizada
Prima por riesgo país (CRP)	2,2%	Spread de bonos
Diferencial de inflación	0,0%	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Beta (Reapalancada) (B)	0,98	
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	5,5%	Análisis D&P
Coste de los Fondos Propios	**10,1%**	
Tasa de Referencia Local	4,7%	
Spread por riesgo crediticio	1,2%	Mediana de spreads de emisiones de compañías comparables
Tasa de deuda requerida antes de impuestos (i)	5,9%	
Tasa impositiva (t)	25,0%	
Coste de Deuda después de impuestos	**4,5%**	

Fórmulas

Beta Desapalancada =	Beta (observada) / [1 + D/E (1 - t)]
Beta Reapalancada =	Beta desapalancada* [1 + D/E (1 - t)]
Mediana de D/E =	(Deuda/Capital) / (Fondos Propios/Capital)

Beta Reapalancada

Beta (desapalancada)	0,71
D/E Industria	49%
Tasa impositiva (t)	25,0%
Beta (reapalancada)	**0,98**

Estructura de Capital

Deuda /Capital (D)	33%
Fondos Propios / Capital (E)	67%

Análisis de las Compañías Seleccionadas como Comparables

Compañías	Moneda	Beta (proyectada) (1)	Beta (histórica 5YW) (2)	Deuda Neta (3)	Capitalización Bursátil	Minoritarios	Valor de Mercado FFPP	Capital Total	Deuda/ FFPP	Deuda/ Capital	Tasa Impositiva (4)	Beta (Desapalancada)
Naturgy Energy Group, S.A.	EUR	0,84	0,68	13.611	20.939	3.176	24.115	37.726	56%	36%	25%	0,59
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - Eletrobrás	BRL	1,61	1,02	35.416	63.238	259	63.496	98.912	56%	36%	34%	1,18
Companhia Energética de Minas Gerais	BRL	1,47	0,87	8.798	24.278	5	24.282	33.081	36%	27%	34%	1,18
Companhia Paranaense de Energia - COPEL	BRL	1,21	0,85	6.912	16.453	301	16.754	23.666	41%	29%	34%	0,95
Compañía General de Electricidad S.A.	CLP	1,07	descartada	1.250.050	2.354.594	44.450	2.399.044	3.649.094	52%	34%	27%	0,77
CPFL Energia S.A.	BRL	1,29	0,73	15.474	29.175	311	29.486	44.959	52%	34%	34%	0,96
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	BRL	1,03	0,60	5.031	17.568	348	17.916	22.947	28%	22%	34%	0,87
Enel Américas S.A.	USD	1,12	0,75	5.705	11.315.001	2.225	11.317.226	11.322.931	0%	0%	27%	1,11
Enel Chile S.A.	CLP	1,18	descartada	2.878.687	2.724.471	238.315	2.962.786	5.841.473	97%	49%	27%	0,69
Energisa S.A.	BRL	1,28	descartada	14.803	18.482	912	19.395	34.198	76%	43%	34%	0,85
Engie Brasil Energia S.A.	BRL	1,04	0,63	14.492	30.948	3	30.951	45.442	47%	32%	34%	0,79
Equatorial Energia S.A.	BRL	1,28	0,74	10.300	23.767	1.911	25.678	35.978	40%	29%	34%	1,01
Luz del Sur S.A.A.	PEN	0,78	descartada	2.358	5.113	0	5.113	7.471	46%	32%	30%	0,59
Neoenergia S.A.	BRL	1,26	0,87	27.847	21.096	342	21.438	49.285	130%	57%	34%	0,68
Mediana		**1,19**	**0,76**						**49%**	**33%**	**34%**	**0,86**
											Media de BARRA Beta e histórica (5)	**0,71**

Coste Medio Ponderado de Capital

	Rentabilidad Requerida		Peso		WACC
Deuda (6)	4,5%	x	33%	=	1,5%
Fondos Propios (7)	10,1%	x	67%	=	6,7%
Coste Promedio Ponderado de Capital					8,2%
Coste Promedio Ponderado de Capital en USD (redondeado)					**8,25%**

Notas:

(1) BARRA Betas a julio de 2021.
(2) Betas históricas (5YW, Bloomberg). Betas estadísticamente no significativas han sido descartadas.
(3) Incluye la deuda onerosa de corto y largo plazo más arrendamientos financieros y acciones preferentes. Se deduce caja y equivalentes.
(4) Tasa impositiva de cada país.
(5) Hemos considerado una media entre la beta histórica y la proyectada (BARRA).
(6) Coste de la deuda calculado con la fórmula: i * (1 - t)
(7) Coste de los fondos propios calculado como: Rf + B * (ERP) + CRP

DUFF & PHELPS
A KROLL BUSINESS

Sobre Duff & Phelps, un Negocio de Kroll

Durante casi 100 años, Duff & Phelps ha ayudado a sus clientes a tomar decisiones confiables en las áreas de valoración, bienes inmuebles, impuestos y precios de transferencia, disputas, asesoramiento en fusiones y adquisiciones y otras transacciones corporativas. Para más información, visite www.duffandphelps.com.

Sobre Kroll

Kroll es el principal proveedor mundial de servicios y productos digitales relacionados con el buen gobierno corporativo, la gestión de riesgos y la transparencia. Trabajamos con clientes de diversos sectores en las áreas de valoración, servicios profesionales, investigaciones, ciberseguridad, finanzas corporativas, reestructuraciones, soluciones legales y comerciales, análisis de datos y cumplimiento normativo. Nuestra firma cuenta con cerca de 5.000 profesionales en 30 países y territorios alrededor del mundo. Para más información, visite www.kroll.com.

Duff & Phelps Securities, LLC proporciona servicios de asesoramiento en fusiones y adquisiciones, obtención de capital y asesoramiento en el mercado secundario en los Estados Unidos. Miembro FINRA / SIPC. Pagemill Partners es una división de Duff & Phelps Securities, LLC. Los servicios de asesoramiento en fusiones y adquisiciones, obtención de capital y asesoramiento en el mercado secundario en el Reino Unido son proporcionados por Duff & Phelps Securities Ltd. (DPSL), que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera. Los servicios de asesoramiento de valoración en la India son proporcionados por Duff & Phelps India Private Limited bajo una licencia de banquero comercial de categoría 1 emitida por la Junta de Bolsa y Valores de la India.

© 2021 Kroll, LLC. Todos los derechos reservados. Duff & Phelps es un nombre comercial para Kroll, LLC y sus filiales.

ANEXO 17

Copia de los avales de la Oferta

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 14 - Sección B -
FECHA: 11-06-2021

BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING

En Madrid, a 11 de junio de 2021.

La entidad **BNP Paribas, Sucursal en España** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en calle Emilio Vargas, 4, 28043 Madrid, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 5.121 general, 4.271 de la sección tercera del libro de sociedades, folio 120, hoja número 40.598 y con número de identificación fiscal en España W-0011117-I, representada por D. Francisco de Borja López de Castro Suero, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 02883337B, en vigor, y Dña. Ana Garay Erhardt, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 05318883H, en vigor, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 11 de octubre de 2018 en virtud de escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Javier Navarro-Rubio Serres, con el número 2.475 de su protocolo, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **MIL NOVECIENTOS CINCUENTA Y DOS MILLONES OCHOCIENTOS TREINTA Y NUEVE MIL NOVECIENTOS NOVENTA Y NUEVE EUROS CON NOVENTA Y NUEVE CÉNTIMOS (EUR 1.952.839.999,99)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: calle Emilio Vargas, 4, 28043 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número **32.915/21**.

BNP Paribas, Sucursal en España
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Francisco de Borja López de Castro Suero

Dña. Ana Garay Erhardt

DIL

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 32.915/21 emitido por la entidad denominada BNP PARIBAS, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA, EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número CATORCE (14) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy de la identidad, capacidad y legitimidad de las firmas de **Doña Ana Garay Erhardt,** mayor de edad, con domicilio profesional en Madrid, calle Ribera del Loira, número 28 y titular del documento nacional de identidad número 05318883-H y **Don Francisco de Borja López de Castro Suero,** mayor de edad, con domicilio profesional en Madrid, calle Ribera del Loira, número 28 y titular del documento nacional de identidad número 02883337-B; los cuales INTERVIENEN, como apoderados mancomunados, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **"BNP PARIBAS S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA"**, domiciliada en Madrid, calle de Emilio Vargas, 4. Con CIF número W-0011117-I. Constituida con la denominación de BANQUE NATIONALES DE PARIS, SUCURSAL EN ESPAÑA, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 5121 general, 4271 de la sección 3ª del Libro de Sociedades, folio 120, hoja número 40.598, inscripción 1ª. Cambió su denominación a la que actualmente ostenta en virtud de la escritura de Fusión de Sucursales otorgada ante el Notario de Madrid, Don Miguel Ruiz-Gallardón García de la Rasilla, el día 29 de Diciembre de 2000, con el número 7027 de protocolo. Cambiado su domicilio al actual mediante escritura otorgada ante el Notario Don Miguel Ruiz-Gallardón García de la Rasilla, el día 18 de octubre de 2016, con el número 4811 de protocolo. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 23484, folio 222, hoja número 40598, inscripción 170ª. ----------

BNP PARIBAS, S.A. Sucursal en España" figura inscrita en el Registro Oficial de Entidades de Crédito del Banco de España con el código 0149. ----

Constituye su objeto social la realización de todo tipo de actividades financieras y de crédito.----------

Sus facultades para este acto resultan, del poder, vigente según afirman, que tienen conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 11 de octubre de 2018, ante el Notario Don Javier Navarro-Rubio Serrés, con el número 2.475 de orden de su protocolo, que causó la inscripción 192ª de la hoja social en el Registro Mercantil, del que he tenido a la vista copia autorizada. ----------

Aseveran los comparecientes la vigencia de las facultades representativas, así como que no ha variado la capacidad legal de su representada y el objeto social de la misma.----------

DECLARACIÓN DE TITULARIDAD REAL: Yo, el Notario, hago constar expresamente que he cumplido con la obligación de identificación del titular real que impone la Ley 10/2010, de 28 de abril, manifestando los comparecientes que la sociedad que representan está exenta de comunicar la información sobre el titular real de acuerdo con el artículo 15.c) del Real Decreto 304/2014 de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la citada ley, por ser Entidad Financiera. ----------

FRANCISCO MIRAS ORTIZ
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
fmiras@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº: 5 -Sección B-
FECHA: 26-05-2021

Santander

En Madrid, **a 26 de mayo de 2021.**

La entidad BANCO SANTANDER, S.A. (la Entidad Avalista), con C.I.F. A-39000013, con domicilio a efectos de este aval en Calle Abelias 1, 28042 - Madrid, representada por **D. FERNANDO FERNÁNDEZ DE ALEGRÍA LÓPEZ**, con **N.I.F. 07954561B** con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 17 de septiembre de 1999 en virtud de escritura autorizada por el notario de Cantabria, D. José María de Prada Díez con el número 2723 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Cantabria, y **D. JESÚS CASTRO MENÉNDEZ-CASTAÑEDO**, con **N.I.F. 10890299Y**, con facultades suficientes para este acto, en virtud del poder conferido a su favor el día 8 de junio de 2010, en virtud de escritura autorizada por el notario de Cantabria, D. Juan de Dios Valenzuela García, con el número 90 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Cantabria, ambos poderes se hayan complementados por el certificado emitido D. Jaime Pérez Renovales en su condición de Secretario General y Secretario del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de Banco Santander, S.A., intervenido en póliza el día 16 de marzo de 2021, por el Notario de Madrid, D. Rafael Martínez Die con el número 320 de su libro registro de operaciones.

A V A L A

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de **LOS ACCIONISTAS DE LA SOCIEDAD NATURGY ENERGY GROUP, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **GLOBAL INFRACO O (2), S.À R.L.** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español **N0074933C** (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **MIL MILLONES DE EUROS (EUR 1,000,000,000).**

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR)** o de la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)**, mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Calle Abelias 1, 28042 – Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número: **0049-1500-00-2111139586.**

BANCO SANTANDER, S.A.
P.P.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Fdo.: **D. Fernando Fernández de Alegría López**
D. Jesús Castro Menéndez-Castañedo

4/3

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 0049-1500-00-2111139586 EMITIDO POR LA ENTIDAD DENOMINADA BANCO SANTANDER, S.A., EN MADRID A 26 DE MAYO DE 2021 ----------

Yo, **FRANCISCO MIRAS ORTÍZ,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número CINCO (5) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy de la identidad, capacidad y legitimidad de las firmas de **Don Jesús Castro Menéndez-Castañedo**, mayor de edad, con domicilio profesional en Ciudad Grupo Santander, Avenida de Cantabria s/n, 28660 Boadilla del Monte (Madrid) y titular del documento nacional de identidad número 10890299-Y y **Don Fernando Fernándezde Alegria López**, mayor de edad, con domicilio profesional en Ciudad Grupo Santander, Avenida de Cantabria s/n, 28660 Boadilla del Monte (Madrid)Madrid, calle de Emilio Vargas, 4 y titular del documento nacional de identidad número 07954561-B; los cuales INTERVIENEN, como apoderados mancomunados, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **BANCO SANTANDER, S.A.,** antes Banco Santander Central Hispano, S.A., anteriormente Banco Santander, S.A., y originariamente Banco Santander, Sociedad Anónima de Crédito; con domicilio social en Santander, Paseo de Pereda números 9 al 12; de duración indefinida; constituida mediante escritura autorizada en Santander, por el Notario del Ilustre Colegio de Burgos, Don Ignacio Pérez, el día 14 de enero de 1875; modificada por otras posteriores, entre ellas la de cambio de denominación y adaptación de Estatutos a la vigente Ley de Sociedades Anónimas mediante escritura de fecha 8 de junio de 1992, otorgada en Santander, ante el Notario del Ilustre Colegio de Burgos, Don José Maria de Prada Díez, que se inscribió en el Registro Mercantil de Cantabria, tomo 448 del archivo, sección 8, folio 1, hoja número S-1960, inscripción 1ª de adaptación. ----------

Con código de identificación fiscal **A-39000013.** ----------

Mediante escritura otorgada ante el Notario de Madrid Don Antonio Fernández-Golfín Aparicio, el día 13 de Abril de 1999, bajo el número 1.212 de su protocolo, BANCO SANTANDER, S.A., y BANCO CENTRAL HISPANOAMERICANO, S.A., se han fusionado, mediante la absorción de la segunda sociedad por la primera, con disolución sin liquidación de "Banco Central Hispanoamericano, S.A." y transmisión en bloque de su patrimonio social a "Banco Santander, S.A.", que lo ha adquirido por sucesión universal, subrogándose en todos sus derechos y obligaciones; al propio tiempo, en la misma escritura, la denominación de BANCO SANTANDER, S.A., ha sido modificada, pasando a llamarse para lo sucesivo BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, S.A., cuya escritura consta inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria, con fecha 17 de Abril de 1999, al tomo 676, libro 0, folio 28, sección 8, hoja número S-1960, inscripción 596ª.

Cambiada su denominación por la actual de **BANCO SANTANDER, S.A.**, mediante escritura otorgada en Santander, el 1 de agosto de 2007, ante el Notario del Ilustre Colegio de Burgos, Don José María de Prada Díez, con el número 2.033 de su protocolo, que fue inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria, al tomo 838, libro 0, folio 208, hoja número S-1960, inscripción 1539ª, con fecha 13 de agosto de 2007. ----------

VG9459256

Sus facultades para este acto resultan:----------

- En cuanto al Sr. Castro Menéndez-Castañedo, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Santander, el día 8 de junio de 2010, ante el Notario Don Juan de Dios Valenzuela García, con el número 90 de su protocolo, que causó la inscripción 1888ª de la hoja social en el Registro Mercantil de Cantabria, del que tengo a la vista copia autorizada.----------

- Y en cuanto al Sr. Fernández de Alegria López, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Santander, el día 17 de septiembre de 1999, por el Notario Don José maría de Prada Diez, bajo el número 2723 de su protocolo, del que tengo a la vista copia autorizada que considero suficiente a éstos efectos y que causó la inscripción 657ª en la hoja social. ----------

Complementan sus facultades con certificado emitido por Don Jaime Pérez Renovales, en su condición de Secretario General y Secretario del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de Riesgos de la Entidad, con su firma legitimada por Don Rafael Martínez Die, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con el número 320 de su Libro Indicador. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

DECLARACIÓN DE TITULARIDAD REAL: Yo, el Notario, hago constar expresamente que he cumplido con la obligación de identificación del titular real que impone la Ley 10/2010, de 28 de abril, manifestando los comparecientes que la sociedad que representan está exenta de comunicar la información sobre el titular real de acuerdo con el artículo 15.c) del Real Decreto 304/2014 de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la citada ley, por ser Entidad Financiera. ----------

Identifico a los comparecientes por sus reseñados documentos de identidad, me aseveran la subsistencia e ilimitación de la representación que ostentan, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

Los intervinientes tienen derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a 26 de mayo de dos mil veintiuno.----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

VG9459255

NOTARIA DE D. FRANCISCO MIRAS ORTIZ - MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 28 MAYO DE 1862

NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 28 MAYO DE 1862 COLEGIOS NOTARIALES DE ESPAÑA

.../...GENCIA: La extiendo yo, FRANCISCO MIRAS ORTIZ, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, a los solos efectos de hacer constar que en el día de hoy, 26 de Mayo de 2021, se me aporta, por parte interesada, certificado original complementario de las facultades de los apoderados de la Entidad Avalista (BANCO SANTANDER, S.A.), al que se hace mención en la diligencia de intervención de la que esta trae causa, dicho certificado quedo unido a la presente, a los efectos oportunos.----------

Doy fe. El Notario

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

VG9459248

Santander

JAIME PÉREZ RENOVALES, SECRETARIO GENERAL Y SECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y DEL COMITÉ EJECUTIVO DE RIESGOS DE "BANCO SANTANDER, S.A.",

CERTIFICO: Que según resulta del acta correspondiente, en la sesión celebrada de forma telemática por el Comité Ejecutivo de Riesgos de la Entidad el día 15 de marzo de 2021, sin orden del día previo por no ser propio del funcionamiento del Comité, y cuya acta se aprobó por unanimidad al final de la misma sesión, se adoptó, entre otros, y también por unanimidad, el acuerdo que literalmente dice así:

"Autorizar a Doña María Teresa García Saenz, Doña Araceli Díaz Lozano, Doña María Luz de la Peña Rodríguez, Don Juan de Dios Fontecha López, Don Fernando Fernández de Alegría López, Don Íñigo de Roda González, Don Francisco Borja López García-Liñán, Don Jesús Castro Menéndez-Castañedo y Don Rafael Santamaría Barnola, para que dos cualesquiera de ellos, mancomunadamente unidos y en nombre y representación del Banco, puedan prestar un aval ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por hasta un importe máximo de 1.000.000.000 (mil millones) de euros y en beneficio de los accionistas de Naturgy Energy Group, S.A. en relación con la oferta pública de adquisición (la Oferta) formulada por GLOBAL INFRACO O (2), S.à r.L. (el Oferente) y para garantizar las obligaciones de pago asumidas por el Oferente en la Oferta, con compromiso de pago a primer requerimiento y renuncia expresa a los beneficios de orden, excusión y división, suscribiendo en la forma mancomunada dicha los documentos públicos o privados que sean necesarios a tal fin, y fijando en los mismos las condiciones que estimen convenientes respecto a la expresada operación, que es una de las que este Banco puede realizar por hallarse comprendida entre las que estatutariamente constituyen su objeto social."

CERTIFICO también que según resulta del acta correspondiente, en la sesión celebrada por el Consejo de Administración de la Entidad en Boadilla del Monte (Madrid), Ciudad Grupo Santander, Avenida de Cantabria, s/n, el día 29 de septiembre de 2015, que se celebró conforme al orden del día acordado unánimemente por todos los presentes y transcrito en el acta de la reunión, y cuyo acta se aprobó por unanimidad al final de la misma sesión, se adoptó, entre otros, y también por unanimidad, el acuerdo que literalmente dice así:

"Primero.- Constituir, conforme a lo previsto en el artículo 15.8 del reglamento del consejo, un comité ejecutivo de riesgos, a quien corresponderá la responsabilidad de gestión global del riesgo en el Grupo, incluyendo la toma de decisiones de asunción de riesgos al más alto nivel, garantizando que las mismas se encuentran dentro de los límites fijados en el apetito de riesgo de Grupo Santander."

CERTIFICO igualmente que según resulta del acta correspondiente, la redacción actual de los acuerdos Segundo y Tercero adoptados por el Consejo de Administración de la Entidad en la citada reunión de 29 de septiembre de 2015 en relación con el Comité Ejecutivo de Riesgos, tras su modificación por acuerdo del propio Consejo en su sesión de 11 de abril de 2019 –que se celebró en Paseo de Pereda, 9 al 12, Santander, conforme al orden del día acordado unánimemente por todos los presentes y transcrito en el acta de la reunión, y cuyo acta se aprobó por unanimidad al final de la misma sesión–, es la siguiente:

"Segundo.- En particular, se atribuyen al comité ejecutivo de riesgos, por vía de apoderamiento, las siguientes facultades en materia de asunción de riesgos:

C) Garantizar obligaciones de terceros, sean personas físicas o jurídicas, ante toda clase de personas, entidades u organismos públicos o privados, muy especialmente a efectos de lo dispuesto en la ley de contratos del estado y disposiciones complementarias y concordantes,

442 - 09.18 Banco Santander, S.A. Domicilio Social: Paseo de Pereda, 9-12. 39004 Santander - R.M. de Cantabria. Hoja 1.465, Folio 91, Tomo 1.031 de Sociedades, Insc. 1ª. C.I.F. A-39000013

NOTARIA DE D. FRANCISCO MIRAS ORTIZ
NIHIL PRIUS FIDE
PROTOCOLO
28 MAYO DE 1862
MADRID

Santander

incluso mediante la prestación de aval cambiario. Comprometer al Banco conjunta o solidariamente con el deudor principal, renunciar expresamente a los beneficios de orden, excusión y división, constituir y cancelar depósitos cuando la garantía se preste afectando metálico o valores propiedad del Banco, con o sin desplazamiento de efectivo o títulos, firmar los correspondientes documentos o cláusulas de aval o fianza y realizar, en cada caso, todos los actos propios o complementarios de la garantía.

Las indicadas facultades podrán ejercitarse sin limitación alguna en su importe o cuantía y con las condiciones y cláusulas que el comité estime convenientes.

Tercero.- Las facultades anteriormente enumeradas podrán ser ejercitadas por el comité ejecutivo de riesgos, bien directamente, bien a través de apoderados del Banco con atribuciones suficientes, bien complementando las facultades que tengan conferidas a tal efecto los apoderados del Banco, o bien confiriendo poderes a favor de la persona o personas que estime convenientes. En particular, a efectos del complemento de las facultades de apoderados del Banco, se entiende que el comité ejecutivo de riesgos sustituye a la comisión delegada de riesgos. En consecuencia, se entenderán referidas al comité ejecutivo de riesgos cualesquiera menciones a la comisión delegada de riesgos contenidas en las escrituras de apoderamiento otorgadas por el Banco, quedando complementadas las facultades de tales apoderados con los acuerdos que a tal efecto adopte el comité ejecutivo de riesgos.

Para facilitar la formalización de las operaciones aprobadas por el comité ejecutivo de riesgos, el secretario o, en su caso, el vicesecretario del comité ejecutivo de riesgos expedirá las correspondientes certificaciones, con el visto bueno del presidente o, en su caso, del vicepresidente. Asimismo, cuando el comité ejecutivo de riesgos conceda poderes a favor de terceros, y sin perjuicio de cualquier otro apoderamiento existente para elevar a público los acuerdos sociales, cualquiera de los miembros del comité podrá otorgar la correspondiente escritura de apoderamiento, en la que deberá incluirse la certificación del acuerdo del comité expedida en la forma antes indicada."

CERTIFICO además que en lo omitido no hay nada que restrinja, anule o condicione lo anteriormente consignado.

CERTIFICO asimismo que las escrituras públicas de constitución del Comité Ejecutivo de Riesgos y de ejecución de acuerdos sociales –mediante la que se elevó a público la modificación de los mencionados acuerdos Segundo y Tercero de los adoptados el día 29 de septiembre de 2015 en relación con el Comité Ejecutivo de Riesgos– autorizadas por el Notario Don Juan de Dios Valenzuela García los días 22 de octubre de 2015 y 12 de abril de 2019, bajo los números 2.136 y 1.693 de su protocolo, respectivamente, quedaron inscritas en el Registro Mercantil de Cantabria con fecha 27 de octubre de 2015, al tomo 1089, folio 153, hoja S-1960, inscripción 2902ª, la primera de ellas, y con fecha 6 de mayo de 2019, al tomo 1199, folio 104, hoja S-1960, inscripción 3800ª, la segunda.

Y, para que conste, expido la presente certificación, visada por Don José Antonio Álvarez Álvarez, Presidente del Comité Ejecutivo de Riesgos, en Boadilla del Monte (Madrid), a quince de marzo de dos mil veintiuno.

V.º B.º
Presidente del Comité
Ejecutivo de Riesgos

442 - 09.18 Banco Santander, S.A. Domicilio Social: Paseo de Pereda, 9-12. 39004 Santander - R.M. de Cantabria, Hoja 286, Folio 64, Libro 5º de Sociedades. Insc. 1ª. C.I.F. A-39000013

PAPEL EXCLUSIVO PARA DOCUMENTOS NOTARIALES

FL8320529

04/2020

Yo, **RAFAEL MARTINEZ DIE**, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con Residencia en Boadilla del Monte, ----------

DOY FE: De que conozco y considero legítimas las firmas que anteceden de **DON JAIME PEREZ RENOVALES**, con DNI/NIF número 05272986Y, y la de **DON JOSE-ANTONIO ALVAREZ ALVAREZ**, con DNI/NIF número 10050394S, por ser de mí conocidas.----------

En Boadilla del Monte, a dieciséis de marzo de dos mil veintiuno.- Nº 320 del libro Indicador. ----------

FE PÚBLICA NOTARIAL

CONSEJO GENERAL NOTARIADO EUROPA NOTARIADO ESPAÑOL

0244379904

NOTARIA DE D. RAFAEL MARTINEZ DIE

NIHIL PRIUS FIDE

A312375406

Identifico a los comparecientes por sus reseñados documentos de identidad, me aseveran la subsistencia e ilimitación de la representación que ostentan, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

Los intervinientes tienen derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a 11 de Junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

FRANCISCO MIRAS ORTIZ
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
fmiras@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 11 -Sección B-
FECHA: 18-06-2021

BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING

En Madrid, a 18 de junio de 2021.

La entidad **BNP Paribas, SA, Sucursal en España** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en calle Emilio Vargas, 4, 28043 Madrid, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 5.121 general, 4.271 de la sección tercera del libro de sociedades, folio 120, hoja número 40.598 y con número de identificación fiscal en España W-0011117-I, representada por D. Francisco de Borja López de Castro Suero, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 02883337B, en vigor, y Dña. Ana Garay Erhardt, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 05318883H, en vigor, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 11 de octubre de 2018 en virtud de escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Javier Navarro-Rubio Serres, con el número 2.475 de su protocolo, debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **SEISCIENTOS CINCUENTA Y CINCO MILLONES OCHOCIENTOS TREINTA MIL CUARENTA Y TRES EUROS CON CUARENTA Y OCHO CÉNTIMOS (655.830.043,48 €)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: calle Emilio Vargas, 4, 28043 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número **32.972/21**.

BNP Paribas, SA, Sucursal en España
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Francisco de Borja López de Castro Suero

Dña. Ana Garay Erhardt

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 32.972/21 emitido por la entidad denominada BNP PARIBAS, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA, EN MADRID A 18 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **FRANCISCO MIRAS ORTÍZ,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número ONCE (11) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy de la identidad, capacidad y legitimidad de las firmas de **Doña Ana Garay Erhardt,** mayor de edad, con domicilio profesional en Madrid, calle Ribera del Loira, número 28 y titular del documento nacional de identidad número 05318883-H y **Don Francisco de Borja López de Castro Suero,** mayor de edad, con domicilio profesional en Madrid, calle Ribera del Loira, número 28 y titular del documento nacional de identidad número 02883337-B; los cuales INTERVIENEN, como apoderados mancomunados, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **"BNP PARIBAS S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA"**, domiciliada en Madrid, calle de Emilio Vargas, 4. Con CIF número W-0011117-I. Constituida con la denominación de BANQUE NATIONALES DE PARIS, SUCURSAL EN ESPAÑA, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 5121 general, 4271 de la sección 3ª del Libro de Sociedades, folio 120, hoja número 40.598, inscripción 1ª. Cambió su denominación a la que actualmente ostenta en virtud de la escritura de Fusión de Sucursales otorgada ante el Notario de Madrid, Don Miguel Ruiz-Gallardón García de la Rasilla, el día 29 de Diciembre de 2000, con el número 7027 de protocolo. Cambiado su domicilio al actual mediante escritura otorgada ante el Notario Don Miguel Ruiz-Gallardón García de la Rasilla, el día 18 de octubre de 2016, con el número 4811 de protocolo. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 23484, folio 222, hoja número 40598, inscripción 170ª. ----------

BNP PARIBAS, S.A. Sucursal en España" figura inscrita en el Registro Oficial de Entidades de Crédito del Banco de España con el código 0149. ----

Constituye su objeto social la realización de todo tipo de actividades financieras y de crédito.----------

Sus facultades para este acto resultan, del poder, vigente según afirman, que tienen conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 11 de octubre de 2018, ante el Notario Don Javier Navarro-Rubio Serrés, con el número 2.475 de orden de su protocolo, que causó la inscripción 192ª de la hoja social en el Registro Mercantil, del que he tenido a la vista copia autorizada. ----------

Aseveran los comparecientes la vigencia de las facultades representativas, así como que no ha variado la capacidad legal de su representada y el objeto social de la misma.----------

DECLARACIÓN DE TITULARIDAD REAL: Yo, el Notario, hago constar expresamente que he cumplido con la obligación de identificación del titular real que impone la Ley 10/2010, de 28 de abril, manifestando los comparecientes que la sociedad que representan está exenta de comunicar la información sobre el titular real de acuerdo con el artículo 15.c) del Real Decreto 304/2014 de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la citada ley, por ser Entidad Financiera. ----------

VJ4404435

NOTARIA DE D. FRANCISCO MIRAS ORTIZ - MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 28 MAYO DE 1862

Identifico a los comparecientes por sus reseñados documentos de identidad, me aseveran la subsistencia e ilimitación de la representación que ostentan, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

Los intervinientes tienen derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a 18 de Junio de dos mil veintiuno.----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº: 8 - Sección B
FECHA: 18-06-2021

D. FRANCISCO MIRÁS ORTIZ NOTARIO DE BARCELONA

CaixaBank

La entidad CaixaBank, S.A. ("**Entidad Avalista**"), con domicilio social en calle Pintor Sorolla 2-4, Valencia (España), entidad de crédito debidamente inscrita en el Registro de entidades del Banco de España con el código 2100 y en el Registro Mercantil de Valencia, Tomo 10.370, Folio 1, Hoja V-178351, inscripción 2ª, con N.I.F. **A08663619**, representada por D. Ricardo Barrenechea Elorrieta, mayor de edad, con DNI número 30612160B, y D. Oscar Sánchez Bargos, mayor de edad, con DNI número 00837908H, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud de poder especial otorgado a su favor por la Entidad Avalista, elevado a público el 15 de febrero de 2021 ante el Notario de Barcelona, D. Jesús Benavides Lima, protocolo 1.460,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **NATURGY ENERGY GROUP S.A.** (la "**Compañía**") en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **GLOBAL INFRACO O (2) S.Á.R.L.**, con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire – L-1528 Luxemburgo, e inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg) con el número B250.866, y con número de identificación fiscal español N0074933C (el "**Oferente**"), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el **Oferente** sobre las acciones de la **Compañía** por un precio de 22,37 euros por acción (la "**Oferta**"), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **TRESCIENTOS VEINTISIETE MILLONES NOVECIENTOS QUINCE MIL VEINTIÚN EUROS CON SETENTA Y CUATRO CÉNTIMOS (327.915.021,74 €)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del **Oferente** derivadas de la **Oferta**, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. ("IBERCLEAR") o de la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES ("CNMV")**, mediante requerimiento escrito dirigido a la **Entidad Avalista** y remitido a la siguiente dirección: Paseo de la Castellana, nº 51, 28046 - Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la **Entidad Avalista** procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del **Oferente** derivadas de la **Oferta** o, en su caso, hasta la fecha en que la **Oferta** sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La **Entidad Avalista**, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en el Registro Especial de Avales de la Entidad Avalista con el número **9340.03.2466238-88**.

En Madrid a 18 de junio de 2021.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

CaixaBank, S.A.

D. RICARDO BARRENECHEA

D. OSCAR SÁNCHEZ BARGOS

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 9340.03.2466238-88 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada CAIXABANK, S.A., EN MADRID A 18 DE JUNIO DE 2021. ----------

Yo, **FRANCISCO MIRAS ORTÍZ,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número OCHO (8) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-.----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy de la identidad, capacidad y legitimidad de la/s firma/s de **Don Ricardo Barrenechea Elorrieta**, mayor de edad, empleado de banca, con domicilio a estos efectos en Avenida Diagonal 621, 08028-Barcelona y titular del documento nacional de identidad número 30612160-B y **Don Oscar Sánchez Bargos**, mayor de edad, empleado de banca, con domicilio a estos efectos en Avenida Diagonal 621, 08028-Barcelona y titular del documento nacional de identidad número 00837908-H; los cuales INTERVIENEN, como apoderados con facultades mancomunadas, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **CAIXABANK, S.A.**, domiciliada en Valencia, calle del Pintor Sorolla, número 2-4, inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona, al tomo 10159, folio 210, hoja número B-41232, con C.I.F. número A-08663619; inscrita en el Registro de Entidades del Banco de España, con el Código 2100. ----------

Fue constituida por tiempo indefinido mediante escritura otorgada ante el Notario de Barcelona, Don Eduardo Blat Gimeno, el 12 de Diciembre de 1980; modificada su denominación varias veces y adoptada la denominación de Criteria CaixaCorp, S.A. (inmediatamente anterior a la de Caixabank, S.A.) mediante la autorizada por el Notario de Barcelona, Don Tomás Giménez Duart, con fecha 2 de agosto de 2007, número 3.511 de orden de su protocolo. ----------

Mediante otra escritura otorgada ante mencionado Notario de Barcelona, Sr. Giménez Duart, el 27 de Junio de 2011, número 2.617 de orden de su protocolo Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, ha cedido a Microbank de la Caixa, S.A.U. los activos y pasivos integrantes de su actividad financiera. ----------

Y mediante otra escritura otorgada ante el mismo Notario, Sr. Giménez Duart, con fecha 30 de Junio de 2011, bajo el número 2.685 de orden de su protocolo Criteria CaixaCorp, S.A. y Microbank de la Caixa, S.A.U. se han fusionado mediante la absorción de la segunda por la primera, con extinción de la personalidad jurídica de Microbank de la Caixa, S.A.U., sin liquidación y con traspaso en bloque, a título universal, de su patrimonio a Criteria CaixaCorp, S.A. la cual, en la misma escritura, ha modificado su objeto social adecuándolo a la actividad financiera y ha adoptado su actual denominación de Caixabank, S.A., causando todo ello la inscripción 109 de la hoja social. ----------

Sus facultades para este acto resultan del poder especial, vigente según afirman, que tienen conferido mediante escritura otorgada en Barcelona, el día 15 de febrero de 2021, ante el Notario Don Jesús Benavides Lima, con el número 1460 de orden de su protocolo, del que tengo a la vista copia autorizada. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito. ----------

VJ4404441

DECLARACIÓN DE TITULARIDAD REAL: Yo, el Notario, hago constar expresamente que he cumplido con la obligación de identificación del titular real que impone la Ley 10/2010, de 28 de abril, manifestando los comparecientes que la sociedad que representan está exenta de comunicar la información sobre el titular real de acuerdo con el artículo 15.c) del Real Decreto 304/2014 de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la citada ley, por ser Entidad Financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostentan, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales del/los interviniente/s serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas del/los interviniente/s, este/os deberá/n haberle/s informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a 18 de junio de dos mil veintiuno.----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

FRANCISCO MIRAS ORTIZ
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
fmiras@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 10 - Sección B -
FECHA: 18-06-2021

Santander

En Madrid, **a 18 de junio de 2021.**

La entidad BANCO SANTANDER, S.A. (la Entidad Avalista), con C.I.F. A-39000013, con domicilio a efectos de este aval en Calle Abelias 1, 28042 - Madrid, representada por **D. DAVID DE ULLOA CACABELOS,** con **N.I.F. 77416720-P** con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 16 de abril de 2020 en virtud de escritura autorizada por el notario de Cantabria, D. Juan de Dios Valenzuela García con el número 749 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Cantabria, y **D. FERNANDO CRESPO PENSADO,** con **N.I.F. 50543173-Y,** con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 21 de enero de 2021, en virtud de escritura autorizada por el notario de Cantabria, D. Juan de Dios Valenzuela García, con el número 147 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Cantabria, ambos poderes se hayan complementados por el certificado emitido D. Jaime Pérez Renovales en su condición de Secretario General y Secretario del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de Riesgos de Banco Santander, S.A., intervenido en póliza el día 8 de junio de 2021, por el Notario de Madrid, con Residencia en Boadilla del Monte, D. Rafael Martínez Die con el número 695 de su libro registro de operaciones,

A V A L A

Ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los **accionistas de la sociedad Naturgy Energy Group, S.A. (la Compañía)**, en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el Oferente), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la Oferta), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **TRESCIENTOS VEINTISIETE MILLONES NOVECIENTOS QUINCE MIL VEINTIÚN EUROS CON SETENTA Y CUATRO CÉNTIMOS (327.915.021,74€)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Avda. Cantabria S/N, Ciudad Grupo Santander, Edificio Dehesa, Planta Baja, 28660 Boadilla del Monte (Madrid). Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número **0049 1500 01 2111139864.**

BANCO SANTANDER, S.A.
P.P.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Fdo. D. David De Ulloa Cacabelos

Fdo. D. Fernando Crespo Pensado

DIL/...../.....

1

4435 - 11.08 (09-14) Banco Santander, S.A. Domicilio Social: Paseo de Pereda, 9-12. 39004 Santander - R.M. de Santander, Hoja 286, Folio 64, Libro 5º de Sociedades, Insc. 1ª - C.I.F. A-39000013

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 0049-1500-01-2111139864 EMITIDO por la entidad denominada BANCO SANTANDER, S.A., EN MADRID A 18 DE JUNIO DE 2021----------

Yo, **FRANCISCO MIRAS ORTIZ**, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número DIEZ (10) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-.----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy de la identidad, capacidad y legitimidad de las firmas de **Don Fernando Crespo Pensado**, mayor de edad, empleado de banca, con domicilio profesional en Ciudad Grupo Santander, Avenida de Cantabria s/n, 28660 Boadilla del Monte (Madrid) y titular del documento nacional de identidad número 50543173-Y y **Don David de Ulloa Cacabelos**, mayor de edad, empleado de banca, con domicilio profesional en Ciudad Grupo Santander, Avenida de Cantabria s/n, 28660 Boadilla del Monte (Madrid) y titular del documento nacional de identidad número 77416720-P; los cuales INTERVIENEN, como apoderados mancomunados, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **BANCO SANTANDER, S.A.**, antes Banco Santander Central Hispano, S.A., anteriormente Banco Santander, S.A., y originariamente Banco Santander, Sociedad Anónima de Crédito; con domicilio social en Santander, Paseo de Pereda números 9 al 12; de duración indefinida; constituida mediante escritura autorizada en Santander, por el Notario del Ilustre Colegio de Burgos, Don Ignacio Pérez, el día 14 de enero de 1875; modificada por otras posteriores, entre ellas la de cambio de denominación y adaptación de Estatutos a la vigente Ley de Sociedades Anónimas mediante escritura de fecha 8 de junio de 1992, otorgada en Santander, ante el Notario del Ilustre Colegio de Burgos, Don José Maria de Prada Díez, que se inscribió en el Registro Mercantil de Cantabria, tomo 448 del archivo, sección 8, folio 1, hoja número S-1960, inscripción 1ª de adaptación. ----------

Con código de identificación fiscal **A-39000013**. ----------

Mediante escritura otorgada ante el Notario de Madrid Don Antonio Fernández-Golfín Aparicio, el día 13 de Abril de 1999, bajo el número 1.212 de su protocolo, BANCO SANTANDER, S.A., y BANCO CENTRAL HISPANOAMERICANO, S.A., se han fusionado, mediante la absorción de la segunda sociedad por la primera, con disolución sin liquidación de "Banco Central Hispanoamericano, S.A." y transmisión en bloque de su patrimonio social a "Banco Santander, S.A.", que lo ha adquirido por sucesión universal, subrogándose en todos sus derechos y obligaciones; al propio tiempo, en la misma escritura, la denominación de BANCO SANTANDER, S.A., ha sido modificada, pasando a llamarse para lo sucesivo BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, S.A., cuya escritura consta inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria, con fecha 17 de Abril de 1999, al tomo 676, libro 0, folio 28, sección 8, hoja número S-1960, inscripción 596ª.

Cambiada su denominación por la actual de **BANCO SANTANDER, S.A.**, mediante escritura otorgada en Santander, el 1 de agosto de 2007, ante el Notario del Ilustre Colegio de Burgos, Don José María de Prada Díez, con el número 2.033 de su protocolo, que fue inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria, al tomo 838, libro 0, folio 208, hoja número S-1960, inscripción 1539ª, con fecha 13 de agosto de 2007. ----------

D. FRANCISCO MIRAS ORTIZ - NOTARIO DE MADRID

VJ4404438

Sus facultades para este acto resultan:----------

- En cuanto al Sr. Crespo Pensado, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Santander, el día 6 de marzo de 2018, ante el Notario Don Juan de Dios Valenzuela García, con el número 570 de su protocolo, que causó la inscripción 3466ª de la hoja social en el Registro Mercantil de Cantabria, del que tengo a la vista copia autorizada. ----------

- Y en cuanto al Sr. De Ulloa Cacabelos, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Santander, el día 16 de abril de 2020, por el Notario Don Juan de Dios Valenzuela García, bajo el número 749 de su protocolo, del que tengo a la vista copia autorizada que considero suficiente a éstos efectos y que causó la inscripción 4049ª en la hoja social.----------

Complementan sus facultades con certificado emitido por Don Jaime Pérez Renovales, en su condición de Secretario General y Secretario del Consejo de Administración y del Comité Ejecutivo de Riesgos de la Entidad, con su firma legitimada por Don Rafael Martínez Die, Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con el número 695 de su Libro Indicador. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

DECLARACIÓN DE TITULARIDAD REAL: Yo, el Notario, hago constar expresamente que he cumplido con la obligación de identificación del titular real que impone la Ley 10/2010, de 28 de abril, manifestando los comparecientes que la sociedad que representan está exenta de comunicar la información sobre el titular real de acuerdo con el artículo 15.c) del Real Decreto 304/2014 de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la citada ley, por ser Entidad Financiera. ----------

Identifico a los comparecientes por sus reseñados documentos de identidad, me aseveran la subsistencia e ilimitación de la representación que ostentan, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

Los intervinientes tienen derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio y el anterior en orden correlativo de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ----------

En Madrid, a 18 de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

VJ4404437

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES; ASIENTO N.º: 18 -Sección B-
FECHA: 11 - 06 - 2021

BBVA
Creando Oportunidades

AVAL

En Madrid, a 11 de junio de 2021.

La entidad **Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Plaza San Nicolás, 4, 48005, Bilbao, entidad debidamente inscrita en el Registro de Mercantil de Vizcaya, al tomo 2.083, folio 1, hoja número Bi-17-A con número 1 y con número de identificación fiscal en España A-48265169, representada por Miguel Castillo Gutiérrez, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 53413218-L, en vigor, y Lorena María Portugal Cantera, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 72051432-E, en vigor, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor los días 12 de septiembre de 2007 y 12 de abril de 2019, en virtud de escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Ramón Corral Beneyto, con el número 3.654 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Vizcaya, y el notario de Madrid, D. Juan José de Palacio Rodríguez, con el número 1.043 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Vizcaya, respectivamente.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (**la Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **ciento cuarenta y nueve millones setecientos ochenta y un mil setecientos treinta y nueve EUROS con trece CÉNTIMOS (EUR 149.781.739,13)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Ciudad BBVA, Edificio Oceanía, planta 2 – Calle Sauceda, 28, 28050, Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número: 0182001011125.

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Miguel Castillo Gutiérrez

Dña. Lorena María Portugal Cantera

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 0182001011125 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A., EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número DIECIOCHO (18) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Miguel Castillo Gutierrez,** mayor de edad, empelado de banca, con domicilio a estos efectos en Bilbao, Plaza de San Nicolás, número 4. Con documento nacional de identidad número 53.413.218-L, vigente, y **Doña Lorena María Portugal Cantera,** mayor de edad, de nacionalidad española, con domicilio a estos efectos en Bilbao, Plaza de San Nicolás, número 4. Con documento nacional de identidad número 72.051.432-E, vigente; los cuales INTERVIENEN, como apoderados, en nombre y representación de la Entidad **BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.**, con domicilio en Bilbao, Plaza de San Nicolás, 4, con código de identificación fiscal número A-48-265169; adoptó la denominación de Banco Bilbao Vizcaya, S.A., en virtud de escritura de fusión de los Bancos "Banco de Bilbao, S.A." y "Banco de Vizcaya, S.A." autorizada por el Notario de Bilbao, Don José María Arriola Arana, el 1 de octubre de 1988, con el número 4.350 de su protocolo; adaptó sus estatutos al Nuevo Texto Refundido de la vigente Ley de Sociedades Anónimas, en escritura autorizada por el citado Notario Sr. Arriola, el día 22 de marzo de 1990, número 808 de su protocolo; inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya, al tomos 2.227, folio 49, Sección 8, hoja número BI-17A, inscripción 156ª; cambiada su denominación inicial por la actual por fusión de las entidades "Banco Bilbao Vizcaya, S.A." y "Argentaria, Caja Postal, Banco Hipotecario, S.A." en la que la primera de dichas Sociedades absorbe a la segunda, mediante escritura autorizada en Bilbao por el Notario Don José María Arriola Arana el día 25 de enero de 2000, bajo el número 149 de su protocolo, inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya, al tomo 3.858, folio 1, Sección 8, hoja número B-17-A, inscripción 1.035ª. ----------

De la última citada escritura resulta que la sociedad absorbida "ARGENTARIA, CAJA POSTAL Y BANCO HIPOTECARIO, S.A." ha quedado disuelta e integrado todo su patrimonio Activo y Pasivo en el de "BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.", de tal modo que éste ostenta la titularidad de todos los bienes de aquél. Igualmente resulta de la citada escritura que el "BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A." sucede al Banco disuelto en todas las resoluciones jurídicas y de hecho del mismo, en igual posición jurídica, serán continuadas por el "BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.", incluso en cuanto a cualesquiera procedimientos o reclamaciones y recursos judiciales, administrativos, contencioso-administrativos o de cualquier otra índole que se hallen en curso. ----------

Sus facultades para este acto resultan: ----------

- En cuanto al Sr. Castillo Gutierrez, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 12 de ----

VJ4404490

2

septiembre de 2007, ante el Notario Don Ramón Corral Beneyto, con el número 3654 de su protocolo, que causó la inscripción 2173ª de la hoja social en el Registro Mercantil, del que tengo a la vista copia autorizada. ---

- Y en cuanto a la Sra. Portugal Cantera, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 12 de abril de 2019, ante el Notario Don Juan José de Palacio Rodríguez, con el número 1043 de su protocolo, que causó la inscripción 3938ª de la hoja social en el Registro Mercantil, del que tengo a la vista copia autorizada. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito. ----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los comparecíente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

FRANCISCO MIRAS ORTIZ
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
fmiras@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 9 - Seccion B -
FECHA: 18-06-2021

INTESA SANPAOLO

AVAL

En Madrid, a dieciocho de junio de dos mil veintiuno

La entidad **INTESA SANPAOLO S.p.A – Sucursal en España** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Madrid, Paseo de la Castellana nº 31 – 6ª Planta, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 20.625, folio 24, libro 0 de la Sección 8ª hoja número M-365151, inscripción 5ª y en el Registro de Sucursales de Entidades de Crédito Extranjeras Comunitarias del Banco de España, con número 1494 y con número de identificación fiscal en España W0051962I, representada por D. Juan Facundo Pontoni, mayor de edad, de nacionalidad italiana, con NIE X-8284757-L y D. Michele Cittadini, mayor de edad, de nacionalidad italiana, con NIE Y-6298692-H, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor ante el Notario de Milán D. Gavino Posadinu, el día 17 de octubre de 2018 y ante el Notario de Madrid, Dª Eloísa López-Monís Gallego en fecha 26 de Abril de 2021, con nº 1.042 de Protocolo respectivamente, ambos, debidamente inscritos en el Registro Mercantil de Madrid.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **CIENTO QUINCE MILLONES QUINIENTOS CUARENTA Y CINCO MIL NOVECIENTOS TRECE EUROS CON CUATRO CÉNTIMOS (EUR €115.545.913,04)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Intesa Sanpaolo SpA – Sucursal en España, Paseo de la Castellana, nº 31; 6ª Planta, 28046 – Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

IMI CORPORATE & INVESTMENT BANKING

Intesa Sanpaolo S.p.A. Sucursal en España
Tomo: 25.722, Libro: 0, Folio: 219, Sección: 8, Hoja: M 365151, Inscripción: 23 - CIF: W0051962I

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número OBG21M0000169

INTESA SANPAOLO, S.p.A.
Sucursal en España

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Juan Facundo Pontoni D. Michele Cittadini

D. FRANCISCO MIRAS ORTIZ - NOTARIO DE MADRID - NIHIL PRIUS FIDE

DIL/ ...../.....

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO OBG21M0000169 EMITIDO por la entidad denominada INTESA SANPAOLO S.p.A., SUCURSAL EN ESPAÑA, EN MADRID A 18 DE JUNIO DE 2021 ------

Yo, **FRANCISCO MIRAS ORTIZ,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número NUEVE (9) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-.----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy de la identidad, capacidad y legitimidad de las firmas de **Don Juan Facundo Pontoni,** de nacionalidad italiana, con domicilio a estos efectos en Madrid, Paseo de la Castellana número 31, 6ºA, Edificio Pirámide, con pasaporte de su nacionalidad número YA5713099 y con número de identidad de extranjero X8284757-L, en vigor, y **Don Michele Cittadini**, de nacionalidad italiana, con domicilio a estos efectos en Madrid, Paseo de la Castellana número 31, 6° A, Edificio Pirámide, con pasaporte de su nacionalidad número YA4957071 y con número de identidad de extranjero Y6298692-H, en vigor,----------

INTERVIENEN, como apoderados, en nombre y representación de la Entidad denominada **INTESA SANPAOLO S.p.A., SUCURSAL EN ESPAÑA**, (antes SANPAOLO IMI SpA, Sucursal en España), domiciliada en Madrid, Paseo de la Castellana número 31-6ºA. Con NIF W0051962I; constituida por tiempo indefinido en virtud de escritura de apertura de dicha succursal otorgada ante el Notario de Madrid, Don Rafafael Bonardell Lenzano, con fecho 10 de noviembre de 2007, con el número 3698 de su protocolo; cambiada su denominación por la actual en virtud de escritura de cambio de titularidad de la sucursal otorgada ante el Notario de Madrid, Don Antonio de la Esperanza Rodríguez, el 23 de enero de 2007, con el número 363 de su protocolo. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 20.625, hoja M-365.151 y en el Registro de Sucursales de Entidades de Crédito Extranjeras Comunitarias del Banco de España con el nº 1494. -------

Están facultados para este acto:----------

- El Sr. Pontoni: (i) en su calidad de Director y representante permenante de la Sucursal, cargo para el que fue nombrado por Don Mauro Micillo, como representante de la Entidad, según consta en documento de declaración emitido por el citado Señor y cuya firma aparece legitimada por el Notario de Milán, Don Gavino Posadinu de Antonio, el 17 de octubre de 2018, que me exhibe en idioma italiano y su traducción jurada al español, debidamente apostillada por Doña Rossana Guareschi, como sustituto fiscal de la República e inscrito en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 25722, inscripción 24ª de la hoja social. ----------

- Y, el Sr. Pontoni y el Sr. Cittadini, como apoderados, en virtud de la escritura de poder, vigente según manifiesta, otorgada ante la Notario de Madrid, Doña Eloisa López-Monís Gallego, el 26 de abril de 2021, con el número 1042 de su protocolo, copia autorizada de la misma me exhibe donde consta su inscripción en el Registro Mercantil.----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

DECLARACIÓN DE TITULARIDAD REAL: Yo, el Notario, hago constar expresamente que son de aplicación a la Sociedad interviniente, las excepciones a la obligación de identificación del titular real, de conformidad

VJ4404436

con lo establecido en el artículo 9 de la Ley 10/2010, de 28 de abril, artículo 15.c) del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de dicha Ley, y apartado 3.6 (IV. MEDIDAS DE CONTROL INTERNO) del Manual de Procedimiento de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo. ----------

Asimismo, yo el Notario, hago constar que he consultado la Base de Datos de Titularidad Real (BDTR) creada por Acuerdo del Consejo General del Notariado, de 24 de marzo de 2012, (BOE 28 de abril de 2012), en la cual consta literalmente: "La persona jurídica de cuya titularidad real se solicita información consta en las bases de datos del CGN como entidad susceptible de aplicación de medidas simplificadas de diligencia debida (art. 15 del RD 304/2014, de 5 de mayo). Por ello, tal y como establece el artículo 17 de dicho RD, y en función del riesgo, podrían ser aplicables una o varias de las medidas contenidas en el número 1(letras a-d). En concreto esta persona jurídica está contemplada en el "Apartado c" del artículo 15 del RD 304/2014 como Entidad Financiera. ----------

Identifico a los comparecientes por sus reseñados documentos de identidad, me aseveran la subsistencia e ilimitación de la representación que ostentan, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

Los intervinientes tienen derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio y el anterior en orden correlativo de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ----------

En Madrid, a 18 de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

D. FRANCISCO MIRAS ORTIZ · NOTARIO DE MADRID ·

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

ING

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 17 -Sección B-
FECHA: 11-06-2021

En Madrid, a 11 de Junio de 2021.

La entidad **ING BANK NV, Sucursal en España** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Calle Vía de los Poblados 1F, 28033-Madrid, entidad debidamente registrada en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 31798, Folio 1, Sección 8ª, Hoja M-572225 y con código de identificación fiscal español (C.I.F.) W0037986G representada por D. Juan Maesso Benjumea , mayor de edad, con documento nacional de identidad número 77590260-J, en vigor, y D. Marcos de Andrés Guayerbas , mayor de edad, con documento nacional de identidad número 07503791-H, en vigor, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 9 de octubre de 2018, en virtud de escritura (deed) otorgada ante el Notario de Ámsterdam, D. Arief Alwin Van Rhee, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 32919, Folio 160, Sección 8ª, Hoja M-572225, Inscripción 113

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l.** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de NOVENTA Y OCHO MILLONES CUATROCIENTOS VEINTIOCHO MIL **EUROS (EUR** 98,428,000.00).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Calle Vía de los Poblados, 1F, 28033-Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) dia hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

ING

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número 303/2021.

Ing Bank NV, Sucursal en España
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Esta/n
la/s firm

D. Juan Maesso Benjumea

D. Marcos de Andrés Guayerbas

DIL/...../.....

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 303/2021 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada ING, N.V., SUCURSAL EN ESPAÑA, EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número DIECISIETE (17) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Juan Maesso Benjumea**, mayor de edad, de nacionalidad Española, empleado, **y Don Marcos de Andrés Guayerbas**, , mayor de edad, de nacionalidad Española, empleado, ambos con domicilio a estos efectos en Madrid, Gran Via de los Poblados, numero 1 y con D.N.I. y N.I.F. números 77590260-J y 07503791-H, respectivamente, en vigor; los cuales INTERVIENEN, en su condición de apoderados mancomunados, en nombre y representación de la Entidad denominada **ING, N.V., SUCURSAL EN ESPAÑA**, con domicilio en Madrid, Gran Via de los Poblados, numero 1F, 28033 Madrid, constituida por tiempo indefinido, en escritura autorizada por el Notario de esta ciudad Don Antonio Morenés Giles, el día 20 de diciembre de 2013, bajo el número 3.237 de protocolo, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 31.798, Libro 0, Folio 1, Sección 8, Hoja M-572225, Inscripción 1ª.----------

Tiene asignado N.I.F. W-0037986-G.----------

Tiene por objeto las actividades bancarias de acuerdo con la Legislación Española y Holandesa. ----------

Sus facultades para este acto resultan del poder conferido, entre otros, a su favor el día 9 de octubre de 2018 ante el Notario de Amsterdam, don Arief Alwin van Rhee, (Referencia ING núm. 2018.254), debidamente apostillado, con fecha 9 de octubre de 2018 y número 049513 e inscrito en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 32.919, Hoja M-572.225, inscripción 113ª. A mi juicio, de él resulta que tienen facultades suficientes para el otorgamiento de la presente. ----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 1º - Sección B -
FECHA: 11-06-202[illegible]

MUFG

MUFG Bank (Europe) N.V.

En Madrid, a 11 de junio de 2021.

La entidad **MUFG BANK (EUROPE) N.V.** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Strawinskylaan 1887, 1077 XX en Ámsterdam, Países Bajos, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de la Cámara de comercio e industria de Ámsterdam, con número 33132501 y con número de identificación fiscal en España N0030518E, con domicilio a efectos de comunicaciones y notificaciones en España, en la calle José Ortega y Gasset 29,3 planta, 28006,Madrid, representada por Dña. Genoveva Ramón-Borja Álvarez de Toledo, con D.N.I. 21513054-G y por D. José Antonio Toledo Arellano, con D.N.I 5812600-V, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor en merito a lo establecido en el acuerdo del Consejo de Administración de la sociedad que representan, adoptados en reunión celebrada el día 9 de febrero de 2021,que constan en copia del acta y certificación acreditativa de la legitimación notarial de sus firmas, debidamente legalizada mediante apostilla el día 15 de febrero de 2021, número 007636, e inscrito en el Registro Mercantil de Ámsterdam.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l.** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **SETENTA Y SIETE MILLONES TREINTA MIL SEISCIENTOS OCHO EUROS CON SETENTA CÉNTIMOS (EUR 77.030.608,70)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio en España: José Ortega y Gasset número 29 , 28006, Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número **LG-18.886.**

MUFG BANK (EUROPE) N.V.
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Dña. Genoveva Ramón-Borja Álvarez de Toledo

D. José Antonio Toledo Arellano

DIL[illegible]

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO LG-18.886 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada MUFG BANK (EUROPE) N.V., EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número DIECINUEVE (19) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Jose Antonio Toledo Arellano,** mayor de edad, de nacionalidad española, casado, con domicilio profesional en Calle José Ortega y Gasset 29, Madrid, y con documento nacional de identidad número 06247879-K, en vigor, y **Doña Genoveva Ramon-Borja Alvarez de Toledo,** mayor de edad, de nacionalidad española, casada, con domicilio profesional en Calle José Ortega y Gasset 29, Madrid, y con documento nacional de identidad número 21513054-G , en vigor; los cuales INTERVIENEN, como apoderados mancomunados, de la entidad denominada **MUFG BANK (EUROPE) N.V.,** sociedad válidamente constituida y existente de acuerdo con las leyes de los Países Bajos, con domicilio social en Strawinskylaan 1887, 1077 XX en Ámsterdam (Países Bajos) y con NIF español N0030518E. ----------

Dejan constancia de que el objeto social de su representada, según manifiestan los Sres. comparecientes, consiste en la ejecución de operaciones bancarias permitidas por la Ley de Supervisión Financiera, entre ellas, banca corporativa, banca de negocios, asesoramiento financiero, comercio de inversiones, gestión de activos, gestión de fideicomisos, gestión de tesorería, factoring, arrendamiento y seguros. ----------

Sus facultades para este acto resultan de los acuerdos adoptados por el Consejo de Administración de la Sociedad MUFG BANK (EUROPE) N.V., en su reunión del día 9 de febrero de 2021 que constan en copia del acta de dicha reunión, firmada por los administradores asistentes a dicha reunión, Don Nobuki Hatano y Don Mark Selles, cuyas firmas están legitimadas por Don Wijnand Hendrik Bossenbroek, notario civil en Amsterdam (Paises Bajos), que me exhiben en este acto redactada en idioma inglés (que los comparecientes declaran conocer y yo, el Notario, también conozco), legalizada mediante apostilla el día 15 de febrero de 2021, número 007636.

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinien--

VJ4404489

2

tes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº 12 - Seccion B -
FECHA: 11-06-2021

Bank Austria Member of UniCredit

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

AVAL No. 8813G2102961
En Madrid, a 11 de junio de 2021.

La entidad **UniCredit Bank Austria AG** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Rothschildplatz 1, 1020 Viena, Austria, entidad debidamente inscrita en el Registro de Mercantil de Viena, con número FN 150714p y con número de identificación fiscal en España N0381527A, representada por David Marques, mayor de edad, con documento nacional de identidad portugués número 12332603, en vigor, con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 20 de abril de 2021 en virtud de escritura, debidamente apostillada, autorizada por el notario de Viena, Austria, D. Gerhard Schuessler.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **51,353,739.13 EUROS (EUR** cincuenta y un millones, trescientos y cincuenta y tres mil, setecientos y treinta y nueve euros, y trece céntimos).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: UniCredit S.p.A., Sucursal en Madrid, Att.: David Marques, Calle Miguel Angel 11, 3ª Planta, 28010 Madrid, España. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número 8813G2102961.

UniCredit Bank Austria AG

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. David Marques

DIL

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 8813G2102961 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada UNICREDIT BANK AUSTRIA AG, EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número DOCE (12) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don David Marques,** mayor de edad, de nacionalidad portuguesa, empleado, con domicilio profesional en Calle Miguel Angel 11, Madrid, y con documento nacional de identidad de su nacionalidad número 12332603, en vigor; el cual INTERVIENE, como apoderado, en nombre y representación de la entidad denominada **"UNICREDIT BANK AUSTRIA AG"**, sociedad debidamente constituida conforme a la legislación de la República de Austria, con domicilio social en Rothschildplatz 1, 1020 Viena, Austria, inscrita en el Registro de Firmenbuchgericht, Viena con número FN-150714p y con número de identificación fiscal N0381527A. ----------

Sus facultades para este acto resultan del poder, vigente según afirma, que Don Florian Sommer y Don Gerald Horvath, en nombre y representación de dicha entidad, les tiene conferido en Viena, el día 20 de abril de 2021, ante Dr. Gerhard Schuessler, Notario de Viena, legalizado mediante Apostilla, el día 22 de abril de 2021, con el número ZL 101 Jv 9187/21s. ----------

Copia auténtica de dicho poder, redactado a doble columna en los idiomas castellano e inglés, yo, el Notario, tengo a la vista y devuelvo.--------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito. ----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personasdistintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se rea-

lizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº: 13 - Seccion 6 -
FECHA: 11-06-2021

CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK

SUCURSAL EN ESPAÑA

AVAL

En Madrid, a 11 de Junio de 2021.

La entidad **Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Sucursal en España** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Paseo de la Castellana nº 1, 28046 Madrid, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 5.258, folio 103, hoja número 41.727, con número 0154 y con número de identificación fiscal en España W0011043G, representada por Alberto García Magdalena, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 04.842.704-P, en vigor, y Alvaro Menéndez González, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 51.069.448-H, en vigor, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 21 de Enero de 2019, en virtud de escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Jose Manuel García-Lozano Zulueta, con el número 56 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **Cincuenta y un millones trescientos cincuenta y tres mil setecientos treinta y nueve EUROS con trece céntimos (EUR 51.353.739,13)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Paseo de la Castellana nº 1, 28046 Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número CESGGU2100905

Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Sucursal en España.
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Alberto García Magdalena

D. Alvaro Menéndez González

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO CESGGU2100905 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK, SUCURSAL EN ESPAÑA, EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número TRECE (13) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Álvaro Menéndez González**, mayor de edad, de nacionalidad española, empleado de banca, con domicilio profesional en Madrid, Paseo de la Castellana, número 1, y titular del documento nacional de identidad número 51.069.448-H, en vigor, y **Don Alberto García Magdalena**, mayor de edad, de nacionalidad española, empleado de banca, con domicilio profesional en Madrid, Paseo de la Castellana, número 1, y titular del documento nacional de identidad número 04842704-P, en vigor; los cuales INTERVIENEN, como apoderados, en nombre y representación de la entidad denominada **CREDIT AGRICOLE, CORPORATE AND INVESTMENT BANK SUCURSAL EN ESPAÑA ("CACIB España")**, (anteriormente denominada Crédit Agricole Indosuez, Sucursal en España y, posteriormente Calyon, Sucursal en España) domiciliada en Madrid, Paseo de la Castellana, número 1, con NIF N0011043G. ----------

Se creó en virtud de la escritura otorgada ante el Notario de Madrid, Don Enrique Giménez-Arnau y Gran, el día 14 de septiembre de 1.979, con el número 4.644 de su protocolo. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 5.208 general, 4.393 de la sección 3ª, folio 103, hoja número 41.727, inscripción 1ª. ----------

Cambiada su denominación por la que actualmente ostenta, mediante escritura otorgada en Madrid, el día 16 de marzo de 2010, ante el Notario Don José-Manuel García-Lozano Zulueta, con el número 196 de su protocolo, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 25596, folio 125, sección 8, hoja número M-41.727, inscripción 330ª. ----------

Sus facultades para este acto resultan: ----------

-En cuanto al Sr. García Magdalena, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 21 de enero de 2019, ante el Notario Don José Manuel García-Lozano Zulueta, con el número 56 de su protocolo, que causó la inscripción 398ª de la hoja social en el Registro Mercantil, de la que he tenido a la vista copia autorizada. ----------

- Y en cuanto al Sr. Menéndez González del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 21 de enero de 2019, ante el Notario Don José Manuel García-Lozano Zulueta, con el número 57 de su protocolo, que causó la inscripción 399ª de la hoja social en el Registro Mercantil, de la que he tenido a la vista copia autorizada. ----------

Declaran la vigencia de sus facultades y la persistencia de la capacidad jurídica y circunstancias de las sociedades por las que intervienen. ----------

D. ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA - NOTARIO DE MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 19 MAYO DE 1862

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de noviembre de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº: 11 - Sección B -
FECHA: 11-06-2021

kutxabank

Nº Op. **730472218-1**

AVAL

En Madrid, a 11 de Junio de 2021

La entidad **KUTXABANK, S.A.** (la "Entidad Avalista"), con domicilio social en Bilbao (48009), Gran Vía 30-32, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Vizcaya, Tomo 5.226, Libro 0, Folio 1, Hoja número BI-58729, inscripción primera y con N.I.F. A-95653077, representada por D. David Torres Sánchez, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 46931748H en vigor, con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial conferido a su favor el día 22 de Abril de 2021, en virtud de escritura autorizada por el notario de BILBAO, D. Vicente Mª del Arenal Otero con el número 801 de su protocolo,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **NATURGY ENERGY GROUP, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **GLOBAL INFRACO O (2), S.À R.L.** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **VEINTINUEVE MILLONES NOVECIENTOS CINCUENTA Y SEIS MIL TRESCIENTOS CUARENTA Y SIETE EUROS Y OCHENTA Y TRES CENTIMOS DE EURO** (29.956.347,83 €).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la **SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A.** (IBERCLEAR) o de la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES** (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Banca Corporativa, Gran Vía 30-32, 2 pl., (48009) Bilbao. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito el 03 de Junio de 2021, en el Registro Especial de Avales bajo el número **14094015-23**.

KUTXABANK S.A.
p.p.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. David Torres Sánchez
Apoderado Banca Corporativa

DILI

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 14094015-23 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada KUTXABANK, S.A., EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número ONCE (11) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-.----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don David Torres Sánchez,** mayor de edad, empleado de banca, con domicilio a estos efectos en Bilbao, Gran Vía, 30-32 y con DNI número 46931748-H; el cual INTERVIENE, como apoderado, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **"KUTXABANK, S.A."**, domiciliada en Bilbao (Gran Vía, número 30-32); de duración indefinida; constituida (con la denominación de "Banco Bilbao Bizkaia Kutxa, S.A." y con otro domicilio) mediante escritura por el Notario Bilbao, Don Vicente-Maria del Arenal Otero, el día 14 de Junio del año 2.011, bajo el número 863 de su Protocolo; inscrita en el Registro Mercantil de Bizkaia en el Tomo 5.226, Libro 0, Folio 1, Hoja BI-58.729, inscripción 1ª; que tiene por objeto social, según el artículo 2º de sus actuales Estatutos Sociales, "(i) La realización de toda clase de actividades, operaciones y servicios propios del negocio de banca en general y que le estén permitidos por la legislación vigente, incluida la prestación de los servicios de inversión y servicios auxiliares previstos en el artículo 63 de la Ley 24/1.988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores; (ii) La adquisición, tenencia, disfrute y enajenación de toda clase de valores mobiliarios"; inscrita en el Registro de Bancos y Banqueros del Banco de España con número de codificación 0483; que ha adoptado su actual denominación y trasladado su domicilio al actual antes citado en escrituras autorizadas por el citado Notario Sr. del Arenal Otero, el día 22 de diciembre del año 2.011, bajo los números 1.719 y 1.720 de su protocolo, debidamente inscritas en el Registro Mercantil de la provincia; que ha adquirido, previa su segregación, el negocio financiero (incluidos todos los elementos patrimoniales adscritos al mismo) de las Cajas de Ahorro "BILBAO BIZKAIA KUTXA, AURREZKI KUTXA ETA BAHITETXEA" ("BBK"), "CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN-GIPUZKOA ETA DONOSTIAKO AURREZKI KUTXA" ("KUTXA") y "CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA-ARABA ETA GASTEIZKO AURREZKI KUTXA" ("VITAL"), en ampliaciones de capital formalizadas en escrituras por el citado Sr. del Arenal Otero, autorizadas el día 22 de diciembre del año 2.011, números 1.720, 1721 y 1.722 de protocolo respectivamente, que han causado las inscripciones 58ª, 59ª y 60ª de la hoja abierta a la sociedad en el Registro Mercantil de Bizkaia; está provista de C.I.F., número A-95653077.----------

Sus facultades para este acto resultan del poder especial, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Bilbao, el día 22 de abril de 2021, ante el Notario Don Vicente-María del Arenal Otero, con el número 801 de su protocolo, de la que tengo a la vista copia autorizada.-

VJ4404497

2 1

D. ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA - NOTARIO DE MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 19 MAYO DE 1862

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 9 - Sección B -
FECHA: 11-06-2021

CREDIT SUISSE

CREDIT SUISSE AG, LONDON BRANCH
One Cabot Square, London E14 4QJ, UK

AVAL

En Madrid, a 11 de junio de 2021.

La entidad **Credit Suisse AG, London Branch** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en One Cabot Square, London E14 4QJ, UK , entidad debidamente inscrita en el Registro de Companies House of England and Wales con número BR000469 y con número de identificación fiscal Español N0393025B representada por D. Pablo Rodas Fernández, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 50741854-J, en vigor, con facultades suficientes para este acto en virtud del poder especial, debidamente apostillado, conferido a su favor el día 7 de junio de 2021 ante el notario de Londres, D. Edward Gardiner.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **veinticinco millones seiscientos setenta y seis mil ochocientos sesenta y nueve euros con cincuenta y siete céntimos (EUR 25.676.869,57)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la sucursal de la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Calle Ayala 42, 3 Planta-B, Madrid, 28001. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Credit Suisse AG, London Branch
Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Pablo Rodas Fernández

DIL

6600

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada CREDIT SUISSE AG, LONDON BRANCH, EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número NUEVE (9) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-.----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Pablo Rodas Fernández**, mayor de edad, de nacionalidad española, empleado, con domicilio profesional en Madrid, calle Francisco Silvela, 44 y titular del DNI/NIF número 50741854-J, en vigor; el cual INTERVIENE, como apoderado, en nombre y representación de la Entidad denominada **CREDIT SUISSE AG, LONDON BRANCH**, Sucursal de Credit Suisse AG, existente y válidamente constituida de acuerdo con las leyes de Inglaterra, con domicilio social en One Cabot Square, London ENeue Mainzer Strasse 52-58, 60311 Frankfurt am Main, e 4 4QJ, Inglaterra e inscrita en el registro mercantile de Inglaterra y Gales (Companies House of England and Wales) con el número BR000469 y con N.I.F. español no residente: N-0393025-B.----------

Sus facultades para este acto resultan del poder especial concedido entre otros a su favor, con carácter solidario, por Dª. Elodie Angelique Helene Blanc y D. Gintautas Jankauskas, como representantes de la Entidad, en Londres, el día 4 de junio de 2021, ante el Notario de dicha Ciudad, Don Edward Gardiner, quien ha certificado la existencia de la entidad, la legitimación de las firmas de los otorgantes y el juicio de suficiencia de los mismos. Tengo a la vista original de dicho poder, redactado a doble columna, en los idiomas inglés y castellano, y legalizado mediante apostilla de fecha 8 de junio de 2021, número APO-242039. ------

Declara/n la vigencia de sus facultades y la persistencia de la capacidad jurídica y circunstancias de las sociedades por las que interviene/n. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n; siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

D. ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA - NOTARIO DE MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO DE MADRID DE 1862

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

ANTE MÍ, NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº: 20 - Sección B -
FECHA: 11-06-2021

AVAL

En Madrid, a 11 de Junio de 2021.

La entidad **Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale ("HELABA")** (la **Entidad Avalista**) entidad de derecho público alemana ("*Rechtsfähige Anstalt öffentlichen Rechts*"), con domicilio social en Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Fráncfort del Meno (Alemania), entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil del juzgado de primera instancia de de Frankfurt am Main bajo el número HRA 29821, y con número de identificación fiscal en España N-0042674-B, representada por **D. Moritz Thress**, mayor de edad, de nacionalidad alemana, con domicilio profesional en Calle General Castaños, 4, Madrid (España), titular de Pasaporte Alemán número C5HT2J7KR, en vigor , con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el dia 16 de abril de 2021, en virtud de escritura autorizada por el notario de Frankfurt am Main Dr. Franz-Josef Kolb, con el número K159 de su protocolo del año 2021, debidamente Apostillado con fecha 20 de abirl de 2021.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de ***VEINTICINCO MILLONES SEISCIENTOS SETENTA Y SEIS MIL OCHOCIENTOS SESENTA Y NUEVE EUROS CON CINCUENTA Y SIETE CÉNTIMOS*** (EUR 25.676.869,57).

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la oficina de representación de la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: General Castaños 4, E-28004, Madrid (España). Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

Landesbank Hessen-Türingen Girozentrale

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Moritz Thress

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada LANDESBANK HESSEN-THÜRINGEN GIROZENTRALE ("HELABA"), EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número VEINTE (20) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-.----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Moritz Thress**, mayor de edad, de nacionalidad alemana, empleado, con domicilio profesional en Madrid, calle General Castaños 4 y titular del Pasaporte de su nacionalidad número C5HT2J7KR, en vigor; el cual INTERVIENE, como apoderado, en nombre y representación de la Entidad, de nacionalidad alemana, denominada **LANDESBANK HESSEN-THÜRINGEN GIRONZENTRALE ("HELABA")**, entidad de derecho público constituida de acuerdo con las leyes de Alemania, con domicilio social en Neue Mainzer Strasse 52-58, 60311 Frankfurt am Main, e inscrita en el Registro de Frankfurt am Main bajo el número HRA 29821. N.I.F. español no residente: N-0042674-B. ----------

Sus facultades para este acto resultan del poder especial concedido a su favor, con carácter solidario, por D./Mr. Andreas Fortstöer y D./Mr. Markus Greif, como representantes de la Entidad, en Frankfurt am Main, Alemania, el dia 16 de abril de 2021, ante el Notario de dicha Ciudad, Don Franz-Josef Kolb, (No.K 159 de protocolo), quien ha certificado la existencia de la entidad, la legitimación de las firmas de los otorgantes y el juicio de suficiencia de los mismos. Tengo á la vista original de dicho poder, redactado a doble columna, en los idiomas inglés y castellano, y legalizado mediante apostilla de fecha 20 de abril de 2021, número 91 Ea A 4079.-----

Declara/n la vigencia de sus facultades y la persistencia de la capacidad jurídica y circunstancias de las sociedades por las que interviene/n. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

VJ4404488

2

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º: 22 - Secc. B -
FECHA: 15 - 06 - 2021

Liberbank

AVAL

En Madrid, a 11 de Junio de 2021.

La entidad **Liberbank, S.A.** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Camino Fuente de la Mora 5, 28050 Madrid, entidad debidamente inscrita en el Registro de Entidades del Banco de España con código 2048 y en el Registro de Mercantil de Madrid, al tomo 28887, folio 1, hoja número M-5200137, con N.I.F A86201993, representada por D. Rafael Requena Fernandez, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 50 873 222-M, en vigor con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 26 febrero de 2016 en virtud de escritura autorizada por el Notario de Oviedo, D. Luis-Ignacio Fernandez Posada, con el número 656 de su protocolo, y debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid. Dicho poder se haya complementado por el certificado emitido por D. Álvaro Rozalén de la Torre y Dña. Nuria Candia Pastor ambos en calidad de apoderados de Liberbank, S.A., cuyas firmas fueron legitimadas ante el Notario de Castilla la Mancha, con residencia en Toledo, D. Fidel Sánchez Lozano, el 13 de abril de 2021 con número indicador 734.

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l.** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **DOCE MILLONES OCHOCIENTOS TREINTA Y OCHO MIL CUATROCIENTOS TREINTA Y CUATRO CON SETENTA Y OCHO EUROS (EUR 12.838.434,78).**

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Camino Fuente de la Mora, nº 5, Madrid 28050. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número 93.640.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

LIBERBANK, S.A.

D. Rafael Requena Fernández

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 93.640 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada LIBERBANK, S.A., EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número VEINTIDOS (22) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Rafael Requena Fernández,** mayor de edad, empleado de banca, con domicilio profesional en Madrid, Camino de la Fuente de la Mora número 5, CP 28050 y titular del documento nacional de identidad número 50873222-M; el cual INTERVIENE, como apoderado, en nombre y representación de la entidad financiera denominada **"LIBERBANK, S.A."** ("**Liberbank**"), domiciliada en Madrid, Camino de la Fuente de la Mora número 5, CP 28050, y provista del número de identificación fiscal: A-86201993; constituida, por tiempo indefinido y con la denominación de "Effibank, S.A.", mediante escritura otorgada en Madrid, el día 23 de mayo de 2011, ante el notario D. Manuel González-Meneses García-Valdecasas, con el número 1.549 de su protocolo. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 28.887, folio 1, sección 8, hoja M-520137, Sección 8ª, inscripción 1ª, y en el Registro de Bancos y Banqueros del banco de España con el número de codificación 2048. ---------

Cambiada dicha denominación por la actual, mediante escritura otorgada en Madrid, el día 10 de agosto de 2011, ante el Notario D. Manuel González-Meneses García-Valdecasas, con el número 2.172 de su protocolo, que consta inscrita en el mentado Registro Mercantil, causando la inscripción 7ª de su hoja social. ----------

Sus facultades para este acto resultan del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Oviedo, el día 26 de febrero de 2016, ante el Notario Don Luis Ignacio Fernández Posada, con el número 656 de su protocolo, que causó la inscripción 233ª de la hoja social en el Registro Mercantil, de la que he tenido a la vista copia autorizada. ----

Complementa su representación con certificado, cuyas firmas están legitimadas notarialmente, cuyo original he tenido a la vista, copia del mismo que me entrega dejo en mis Libros. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito. ----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los comparecientc/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los comparecientc/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas -

VJ4404485

D. ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA - NOTARIO DE MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 19 MAYO DE 1862

distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO Nº: 21 - Sección B -
FECHA: 14 - 06 - 2021

AVAL

En Madrid, a 11 de junio de 2021.

La entidad **Banco Cooperativo Español, S.A.** (la **Entidad Avalista**), con domicilio social en Madrid, calle Virgen de los Peligros 4, entidad debidamente inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 299, folio 36, hoja número M-6.003 y con número de identificación fiscal en España A-79496055, representada por Jacobo Sanmartín Mazoy, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 32834819L, en vigor, y Pilar Villaseca Pérez, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 02634844X, en vigor, ambos con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 08 de junio de 2018 en virtud de escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Francisco Consegal García, con el número 3893 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid y el día 02 de octubre de 2019 en virtud de escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Francisco Consegal García, con el número 5970 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid, respectivamente

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, y en beneficio de los accionistas de la sociedad **Naturgy Energy Group, S.A.** (la **Compañía**), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **Global InfraCo O (2), S.à r.l** con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528 Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg*) con el número B250.866 y con número de identificación fiscal español N0074933C (el **Oferente**), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 euros por acción (la **Oferta**), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de diez millones seiscientos noventa y ocho mil seiscientos noventa y cinco con sesenta y cinco **EUROS (EUR 10.698.695,65)**.

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Calle Virgen de los Peligros, 4. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número **4194.**

Banco Cooperativo Español, S.A.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

D. Jacobo Sanmartín Mazoy

Dña. Pilar Villaseca Pérez

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 4194 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL, S.A., EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021 ----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número VEINTIUNO (21) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Don Jacobo San Martín Mazoy**, mayor de edad, empleado de banca, **y Doña María Pilar Villaseca Pérez,** mayor de edad, empleado de banca, ambos con domicilio, a estos efectos, en calle Virgen de los Peligros, número 4 t titulares de los documentos nacionales de identidad números, respectivamente, 32.834.819-L y 02.634.844-X; los cuales INTERVIENEN, como apoderados, en nombre y representación de la Entidad denominada **"BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL, S.A." ("Banco Cooperativo Español"),** N.I.F. número A-79496055, con domicilio en 28013-Madrid, calle Virgen de los Peligros, número 4, e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid con la hoja número M-6003. -----

Sus facultades para este acto, para ambos, resultan del acuerdo adoptado por el Consejo de Administración de la sociedad, de fecha 12 de diciembre 1996, elevado a público mediante la escritura otorgada el día 26 de diciembre de 1996 ante el Notario de Madrid, don José María de Prada Guaita, número 3143 de orden de protocolo y, en particular: ----------

- En cuanto a la señora Villaseca Pérez, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada ante el Notario de Madrid, don Francisco Consegal García, el día 2 de octubre de 2019, con el número 5960 de su protocolo, de la que me exhibe copia autorizada, con nota de inscripción en el Registro Mercantil. ----------

- Y en cuanto al señor Sanmartín Mazoy, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada ante el Notario de Madrid, don Francisco Consegal García, el día 8 de junio de 2018, con el número 3893 de su protocolo, de la que me exhibe copia autorizada, con nota de inscripción en el Registro Mercantil. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito. ----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los compareciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas -

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

VJ4404487

2

distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANDRES DOMINGUEZ NAFRIA
Notario
C/ Lagasca 88, 8º
Tel (91) 577 47 87 Fax: (91) 577 82 31
28001 MADRID
andresdominguez@notariado.org

TRASLADO ELECTRONICO DE POLIZA

LIBRO REGISTRO DE OPERACIONES, ASIENTO N.º 16 - Sección B -
FECHA: 11-06-2021

La Entidad BANKINTER, S.A., con domicilio social en Paseo de la Castellana nº 29, 28046 - Madrid, entidad debidamente inscrita en el Registro de Mercantil de Madrid, al tomo 1.857, Folio 220, Hoja número 9.643 y con número de identificación fiscal en España A-28157360, representada por Dª MARIA LUISA ALONSO VEGA DE SEOANE , mayor de edad, con documento nacional de identidad número 50.809.578-W, en vigor, con facultades suficientes para este acto en virtud del poder conferido a su favor el día 05 de Mayo de 2011 en escritura autorizada por el notario de Madrid, D. Jesús María Ortega Fernández , con el número 01222 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid, y Dª. MARIA ANGELES ZATARAIN LOPEZ-SORS, mayor de edad, con documento nacional de identidad número 01.936.706-Z, en vigor, en virtud del poder conferido a su favor el día 27 de Noviembre de 2020 en virtud de escritura autorizada por el Notario de Madrid, D. Jesús María Ortega Fernández, con el número 02566 de su protocolo, debidamente inscrito en el Registro Mercantil de Madrid, y que aseguran que no han sido revocados ni modificados,

AVALA

ante la **COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**, con número **C.I.F. Q-2891005-G** y en beneficio de los accionistas de la sociedad NATURGY ENERGY GROUP, S.A., (la Compañía), en garantía de las obligaciones de pago asumidas por la sociedad **GLOBAL INFRACO O 2, S.A R.L** , con domicilio social en 1-3 Boulevard de la Foire - L-1528, Luxemburgo e inscrita en el Registro de Mercantil de Luxemburgo (Registre de Commerce et des Sociétés à Luxembourg) con el número B250.866 y con número **C.I.F. N-0074933-C** (el Oferente), en relación con la oferta pública de adquisición formulada por el Oferente sobre acciones de la Compañía por un precio de 22,37 Euros (VEINTIDOS EUROS CON TREINTA Y SIETE CÉNTIMOS),por acción (la Oferta), cuyos términos y condiciones se describen en el folleto explicativo de la misma presentado para su registro en la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 1066/2007 de 27 de Julio sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

El importe máximo de este aval es de **8.558.956,52 Euros (OCHO MILLONES QUINIENTOS CINCUENTA Y OCHO MIL NOVECIENTOS CINCUENTA Y SEIS EUROS CON CINCUENTA Y DOS CÉNTIMOS).**

El presente aval se otorga con carácter incondicional, irrevocable y solidario con respecto a las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta, y con renuncia expresa a los beneficios de excusión, orden y división.

El pago de las responsabilidades dimanantes de este aval se llevará a efecto en Madrid, a primer requerimiento de la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) o de la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), mediante requerimiento escrito dirigido a la Entidad Avalista en el siguiente domicilio: Paseo de la Castellana 29, 28046, Madrid. Recibido el requerimiento de pago correspondiente, la Entidad Avalista procederá a efectuar el pago del importe correspondiente, en la cuenta que el requirente haya designado, transcurrido un (1) día hábil desde el día de la recepción de dicho requerimiento.

El presente aval permanecerá en vigor hasta el completo cumplimiento de las obligaciones de pago del Oferente derivadas de la Oferta o, en su caso, hasta la fecha en que la Oferta sea retirada, anulada o declarada sin efecto.

Este aval se rige por la ley española. La Entidad Avalista, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderle, expresamente se somete a los Tribunales de la ciudad de Madrid para dirimir cualquier disputa o controversia que pudiese surgir en relación con la interpretación, alcance, cumplimiento, efectos y ejecución del presente aval.

El presente Aval ha sido inscrito en esta misma fecha, en el Registro Especial de Avales bajo el número **0490996** de Bankinter, S.A.

En Madrid, a 10 de Junio de 2021.

BANKINTER, S.A.
P.P.

Esta/n la/s firma/s de/l/los interviniente/s.

Dª. MARIA LUISA ALONSO VEGA DE SEOANE
N.I.F. 50.809.578-W

Dª. MARIA ANGELES ZATARAIN LOPEZ-SORS
N.I.F. 01.936.706-Z

DIL: ...../.....

.../...GENCIA ANEXA AL AVAL NÚMERO 0490996 EMITIDO POR LA ENTIDAD denominada BANKINTER, S.A., EN MADRID A 11 DE JUNIO DE 2021----------

Yo, **ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA,** Notario del Ilustre Colegio de Madrid, con residencia en la capital, INTERVENGO el Aval que precede a esta Diligencia, número DIECISEIS (16) de Asiento de mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B-. ----------

CON MI INTERVENCIÓN, doy fe de la identidad, capacidad y legitimidad de la firma de **Doña María Luisa Alonso Vega de Seoane,** mayor de edad, empleada de banca, con domicilio a estos efectos en Madrid, Paseo de la Castellana, 29. Con DNI número 50809578-W y **Doña María Ángeles Zatarain Lopez-Sors,** mayor de edad, empelada de banca, con domicilio a estos efectos en Madrid, Paseo de la Castellana, 29. Con DNI número 01936706-Z; las cuales INTERVIENEN, en su condición de apoderadas mancomunadas, en nombre y representación de **"BANKINTER, S.A."** (**"Bankinter"**), de duración indefinida, con domicilio en Madrid, Paseo de la Castellana número 29, constituida con la denominación de "Banco Intercontinental Español, S.A." (Bankinter), Banco Industrial y de Negocios, sometido al Decreto Ley de 29 de noviembre de 1962, mediante escritura otorgada en esta Capital, el día 4 de junio de 1965, ante el Notario que fue de Madrid, D. Alejandro Bérgamo Llabrés, ampliada su anterior denominación ante el Notario que también fue de esta Capital, D. Manuel de la Cámara Álvarez, el día 5 de septiembre de 1980, con el número 2.518 de su protocolo. Inscrita en el Registro Mercantil de esta Capital, al tomo 1.758 general, 1.259 de la sección 3 del libro de Sociedades, folio 220, hoja 9.643, inscripción 1ª. ----------

Adaptada a la Ley de Sociedades Anónimas, mediante escritura otorgada en Madrid, el 24 de julio de 1990, ante el Notario Don Agustín Sánchez Jara, con el número 2.052 de su protocolo, en la cual adoptó la nueva denominación de BANKINTER, SOCIEDAD ANÓNIMA, y actualmente se rige por los Estatutos refundidos, según escritura otorgada ante el citado Notario Sr. Sánchez Jara, el día 28 de septiembre de 1990, con el número 2.556 de su protocolo, que causó la inscripción 1.692ª de la hoja abierta a la Sociedad en dicho Registro Mercantil; y modificados nuevamente sus Estatutos por escritura otorgada en Madrid, el día 26 de octubre de 1992, ante el Notario D. Agustín Sánchez Jara, con el número 3.425 de su protocolo, debidamente inscrita en el mentado Registro Mercantil, con la hoja M-7766. Provista del número de identificación fiscal: A-28157360.----------

Sus facultades para este acto resultan: ----------

- En cuanto al Sra. Alonso Vega de Seoane, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 5 de mayo de 2011, ante el Notario Don Jesús María Ortega Fernández, con el número 1.222 de su protocolo, que causó la inscripción 7386ª de la hoja social en el Registro Mercantil, de la que tengo a la vista copia autorizada.-

- Y en cuanto a la Sra. Zatarain López-Sors, del poder, vigente según afirma, que tiene conferido mediante escritura otorgada en Madrid, el día 27 de noviembre de 2020, ante el Notario Don Jesús María Ortega Fernán-

VJ4404492

D. ANDRÉS DOMÍNGUEZ NAFRÍA - NOTARIO DE MADRID - NIHIL PRIUS FIDE PROTOCOLO 19 MAYO DE 1862

dez, con el número 2566 de su protocolo, que causó la inscripción 9158ª de la hoja social en el Registro Mercantil, de la que tengo a la vista copia autorizada. ----------

Manifiesta la representación de la entidad que la misma tiene como objeto social el propio de las entidades de crédito.----------

En relación con la Ley 10/2010, de 28 de abril, de Prevención del Blanqueo de Capitales y de la Financiación del Terrorismo, y el Reglamento que la desarrolla aprobado por RD 304/2014 de 5 de mayo, hace/n constar el/los comparecciente/s, conforme actúa/n, que no procede en el presente instrumento la identificación del titular real por tratarse de una entidad financiera. ----------

Identifico al/los compareciente/s por su/s reseñado/s documento/s de identidad, me asevera/n la subsistencia e ilimitación de la representación que ostenta/n, siendo a mi juicio y bajo mi responsabilidad, suficientes las facultades representativas acreditadas para el otorgamiento del presente aval.

De conformidad con lo previsto en el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), se informa de que los datos personales de los intervinientes serán tratados por el notario autorizante, cuyos datos de contacto figuran en el presente documento. Si se facilitan datos de personas distintas de los intervinientes, estos deberán haberles informado previamente de todo lo previsto en el artículo 14 del RGPD. ----------

La finalidad del tratamiento es realizar las funciones propias de la actividad notarial y la facturación y gestión de clientes, el tratamiento y cesión de los datos a gestoría o colaboradores del Notario, con el propósito, en su caso, de la tramitación ante los distintos organismos públicos, se realizarán las comunicaciones previstas en la ley a las administraciones públicas y, en su caso al notario que le suceda en la actual plaza, para lo cual se conservarán durante los plazos previstos en la normativa aplicable y, en cualquier caso, mientras se mantenga la relación con el interesado. ----------

La base del tratamiento es el desempeño de las funciones públicas notariales, lo que obliga a que los datos sean facilitados al notario e impedirá su intervención en caso contrario. ----------

El tratamiento se basa en su consentimiento expreso que otorgan en este acto las personas físicas, mediante la aceptación de la presenta cláusula sobre protección de datos y política de privacidad. ----------

El/la/los interviniente/s tiene/n derecho a solicitar el acceso a sus datos personales, rectificación, su supresión, su portabilidad y la limitación de su tratamiento, así como oponerse a este. Frente a cualquier eventual vulneración de sus derechos, puede presentarse una reclamación ante la agencia española de protección de datos. ----------

El aval a que se refiere esta intervención va extendido en una hoja de papel común, mecanografiada a una cara y de la que el presente folio de papel timbrado es hoja anexa, y queda asentado en mi Libro Registro de Operaciones, -Sección B- correspondientes al año dos mil veintiuno. ---------

En Madrid, a once de junio de dos mil veintiuno. ----------

EL NOTARIO

Esta la firma y rubrica del Notario interviniente.

ANEXO 18

Modelo de anuncio de la Oferta

ANUNCIO DE LA OFERTA PÚBLICA VOLUNTARIA PARCIAL DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES QUE FORMULA GLOBAL INFRACO O (2) S.À R.L. SOBRE UN MÁXIMO DE 220.000.000 ACCIONES DE NATURGY ENERGY GROUP, S.A., REPRESENTATIVAS DEL 22,689% DE SU CAPITAL SOCIAL

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "**CNMV**") ha autorizado con fecha [●] de septiembre de 2021 la oferta pública de adquisición de acciones voluntaria y parcial formulada por Global InfraCo O (2) S.à r.l. (el "**Oferente**") sobre un máximo de 220.000.000 de acciones de Naturgy Energy Group, S.A. ("**Naturgy**"), representativas del 22,689% de su capital social (la "**Oferta**").

El Oferente no alcanzará mediante la Oferta una participación de control en Naturgy, en los términos del artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**Real Decreto 1066/2007**").

La Oferta se rige por el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (la "**LMV**"), el Real Decreto 1066/2007 y demás legislación aplicable.

A continuación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, se incluye la información esencial de la Oferta que consta en el folleto explicativo de la misma (el "**Folleto**").

El Folleto, así como la documentación complementaria que lo acompaña, estarán a disposición de los interesados desde, al menos, el día hábil bursátil siguiente al de la publicación del primero de los anuncios previstos en el artículo 22.1 del Real Decreto 1066/2007, en las siguientes direcciones:

Entidad		Dirección
(a)	CNMV	Calle Edison 4, Madrid Calle Bolivia 56-58, Barcelona
(b)	Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores	
•	Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid	Plaza de la Lealtad 1, Madrid
•	Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona	Paseo de Gracia 19, Barcelona
•	Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao	Calle José María Olabarri 1, Bilbao
•	Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia	Calle Libreros 2-4, Valencia
(c)	el Oferente	Calle Príncipe de Vergara 112, 4ª, 28002 Madrid
(d)	Naturgy	Avenida de San Luis 77, 28033 Madrid

Asimismo, el Folleto y sus anexos estarán disponibles en la página web de Naturgy (www.naturgy.com), en la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y en la página web que ha

habilitado el Oferente (https://ifmofertaacciones.com/) desde, como tarde, el día hábil bursátil siguiente a la publicación del primero de los anuncios a los que se refiere el artículo 22.1 del Real Decreto 1066/2007.

1 SOCIEDAD AFECTADA

La sociedad afectada es Naturgy Energy Group, S.A., sociedad anónima cotizada de nacionalidad española, con domicilio social en Avenida de San Luis 77, 28033 Madrid, España, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, provista de N.I.F. A-08015497 y código LEI TL2N6M87CW970S5SV098. Su denominación comercial es Naturgy.

El capital social de Naturgy asciende a 969.613.801 euros y está dividido en 969.613.801 acciones, de 1 euro de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a una misma y única clase y serie, totalmente suscritas y desembolsadas y representadas mediante anotaciones en cuenta. Las acciones tienen el carácter de nominativas a los efectos de aquellas normas cuya aplicación así lo requiera, a cuyo fin Naturgy lleva el correspondiente libro registro. La llevanza del registro contable de las anotaciones en cuenta de Naturgy corresponde a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. ("**Iberclear**") y a sus entidades participantes. Las acciones de Naturgy se encuentran admitidas a negociación en las Bolsas de Valores Españolas a través del Sistema de Interconexión Bursátil (*SIBE*).

Para más información sobre Naturgy, véase apartado 1.3 del Folleto.

2 SOCIEDAD OFERENTE

El Oferente es Global InfraCo O (2) S.à. r.l., sociedad de responsabilidad limitada (*société à responsabilité limitée*), constituida de conformidad con las leyes de Luxemburgo, con domicilio social en 1-3, Boulevard de la Foire, L-1528 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo, inscrita en el Registro de Comercio y Sociedades del Gran Ducado de Luxemburgo (*Registre de Commerce et des Sociétés*) con número B250.866, con número de identificación fiscal español (N.I.F.) N0074933C y con código LEI número 222100AUO8XLHZLYEJ95.

El Oferente es una sociedad de nueva creación constituida específicamente a los efectos de formular y presentar la Oferta. Hasta la fecha, el Oferente solo ha desarrollado actividades relacionadas con la presentación y la financiación de la Oferta.

El capital social del Oferente asciende a 12.000 euros, representado por 12.000 participaciones sociales, numeradas correlativamente de la 1 a la 12.000, de 1 euro de valor nominal cada una de ellas, totalmente suscritas y desembolsadas y pertenecientes a una única clase y serie.

El Oferente está íntegramente participado de forma indirecta por IFM Global Infrastructure Fund ("**IFM GIF**"), un "*master unit trust"* constituido de conformidad con las leyes de las Islas Caimán. El asesor principal de IFM GIF es IFM Investors Pty Ltd ("**IFM Investors**") y, dado que IFM GIF carece de personalidad jurídica, está representado y actúa a través de su "*trustee"* regulado, Conyers Trust Company (Cayman) Limited (el "**IFM GIF Trustee**").

IFM GIF mantiene su participación en el Oferente a través de una cadena de sociedades que encabeza Global InfraCo S.à r.l. ("**Global InfraCo**"). En este sentido, el Oferente es una sociedad íntegramente participada por Global InfraCo O (1) S.à r.l., que, a su vez, está íntegramente participada por Global InfraCo Spain, S.L.U., que, a su vez, está íntegramente

participada por Global InfraCo NL Coöperatief U.A. ("**Global InfraCo NL**"). Global InfraCo NL está participada al 99,9995% por Global InfraCo y al 0,0005% por IFM GIF. Por último, Global InfraCo está íntegramente participada por IFM GIF.

Para más información sobre el Oferente y su estructura de propiedad y control, véase el apartado 1.4 del Folleto.

3 ACUERDOS SOBRE LA OFERTA Y NATURGY

En los días anteriores al anuncio de la Oferta, el Oferente contactó con los tres principales accionistas significativos de Naturgy para solicitarles que, en el caso de que la Oferta tuviera resultado favorable, éstos apoyasen el nombramiento de consejeros dominicales propuestos por el Oferente conforme a al principio de proporcionalidad establecido en derecho español. Asimismo, el Oferente les solicitó que, si no tenían intención de desinvertir parcialmente a través de la Oferta (al tratarse de una oferta parcial), se comprometieran expresamente a no aceptar la Oferta, de forma que los restantes accionistas de Naturgy pudieran conocer de antemano que las reglas de prorrateo y distribución les afectarían en menor medida.

Como resultado de lo anterior, con fecha 25 de enero de 2021 el Oferente suscribió los acuerdos que se indican a continuación:

(i) Acuerdo con Rioja Acquisition S.à r.l., vehículo de inversión controlado en última instancia por CVC Capital Partners SICAV-FIS, S.A., titular de 200.858.658 acciones de Naturgy, representativas de un 20,715% de su capital social

En virtud de dicho acuerdo, Rioja Acquisition S.à r.l. se obligó:

(a) irrevocable e incondicionalmente a no aceptar la Oferta con ninguna de las acciones Naturgy de su titularidad o de sus sociedades afiliadas (esta obligación expirará si la Oferta se extiende al 100% de las acciones de Naturgy o si el Oferente incrementa el precio de la Oferta); y

(b) sujeto a la liquidación de la Oferta, a votar a favor y apoyar acuerdos en la Junta General de Accionistas de Naturgy para que, lo antes posible después de la liquidación de la Oferta, la composición del Consejo de Administración de Naturgy se modifique para que ésta refleje el principio de representación proporcional establecido en derecho español y, en particular, el Oferente pueda designar consejeros conforme a dicha proporcionalidad (siempre que el Oferente respete y apoye de forma equivalente el derecho de representación proporcional de Rioja Acquisition S.à r.l. y considerando las recomendaciones y regulaciones sobre gobierno corporativo). Esta obligación se entenderá cumplida una vez que los representantes del Oferente sean nombrados consejeros de Naturgy tras la liquidación de la Oferta.

En caso de que Rioja Acquisition S.à r.l. transmita a cualquiera de sus entidades afiliadas cualquiera de sus acciones de Naturgy antes de que los representantes del Oferente sean nombrados consejeros de Naturgy, la entidad afiliada adquirente deberá adherirse por escrito y así quedar vinculada por el acuerdo suscrito con el Oferente.

6288

(ii) Acuerdo con GIP III Canary 1 S.à r.l., vehículo de inversión controlado en última instancia por Global Infrastructure Management LLC, titular de 200.137.868 acciones de Naturgy, representativas de un 20,641% de su capital social

En virtud de dicho acuerdo:

(a) GIP III Canary 1 S.à r.l. se obligó irrevocable e incondicionalmente a no aceptar la Oferta con ninguna de las acciones Naturgy de su titularidad o de sus sociedades afiliadas (esta obligación expirará si la Oferta se extiende al 100% de las acciones de Naturgy o si el Oferente incrementa el precio de la Oferta); y

(b) sujeto a la liquidación de la Oferta, ambas partes se obligaron a votar a favor y apoyar acuerdos en la Junta General de Accionistas de Naturgy para que, lo antes posible después de la liquidación de la Oferta, la composición del Consejo de Administración de Naturgy refleje el principio de representación proporcional establecido en derecho español (teniendo en consideración las recomendaciones del Código de Buen Gobierno Corporativo de Sociedades Cotizadas) respecto de los consejeros propuestos por GIP III Canary 1 S.à r.l. y por el Oferente. Esta obligación estará en vigor mientras cada una de las partes sea titular directa o indirectamente de acciones representativas de al menos el 5% del capital social de Naturgy.

En caso de que cualquiera de las partes transmita sus acciones a cualquiera de sus entidades afiliadas, el adquirente deberá adherirse por escrito y así quedar vinculado por el acuerdo suscrito.

Para más información sobre estos acuerdos, véase el apartado 1.5.1 del Folleto.

4 OPERACIONES CON VALORES DE NATURGY

En los 12 meses previos a la fecha del anuncio previo de la Oferta y hasta la fecha del presente anuncio, ni el Oferente, ni IFM GIF, ni IFM GIF Trustee (ni en su propio nombre y capacidad ni en nombre y por cuenta de cualquiera de las partes mencionadas en el presente párrafo), ni IFM Investors ni ninguna de las sociedades del grupo al que pertenece IFM Investors, ni ninguno de los fondos, vehículos de inversión o *trust*s gestionados o asesorados por IFM Investors, ni ninguna de las sociedades controladas por IFM GIF o por otros fondos, vehículos de inversión o *trusts* gestionados o asesorados por IFM Investors ni, de acuerdo con el leal saber y entender del Oferente, los administradores ninguno de los anteriores han llevado a cabo, directa o indirectamente, individualmente o actuando en concierto, operaciones con valores de Naturgy.

Para más información sobre las operaciones con acciones de Naturgy, véase el apartado 1.7 del Folleto.

5 VALORES A LOS QUE SE DIRIGE LA OFERTA

5.1 Número y descripción de las acciones

La Oferta se dirige a todos los titulares de acciones de Naturgy y se extiende sobre un máximo de 220.000.000 de acciones de Naturgy, representativas del 22,689% del capital social de Naturgy.

Los accionistas de Naturgy Rioja Acquisition, S.à r.l. y GIP III Canary 1, S.à r.l. se han obligado frente al Oferente, de conformidad con los acuerdos descritos en el apartado 3 anterior, a no aceptar la Oferta. En particular, dicha obligación se extiende a las 200.858.658 acciones, representativas de un 20,72% del capital social de Naturgy, titularidad de Rioja Acquisition, S.à r.l., así como a las 200.137.868 acciones, representativas de un 20,64% del capital social de Naturgy, titularidad de GIP III Canary 1, S.à r.l.

Sujeto al máximo de adquisición señalado, los términos de la Oferta son idénticos para todas las acciones de Naturgy a las que se dirige la Oferta y para todos sus accionistas, sin perjuicio de que los accionistas indicados se han obligado frente al Oferente a no aceptar la Oferta.

5.2 Reglas de distribución y prorrateo

En el caso de que las acciones que acepten la Oferta superen el número máximo de 220.000.000 acciones sobre las que se formula, para la liquidación de la Oferta se aplicarán las siguientes reglas de distribución y prorrateo previstas en el artículo 38.1 del Real Decreto 1066/2007:

(i) Distribución lineal: se comenzará la distribución adjudicando a cada aceptación un número igual de acciones, que será el que resulte de dividir el 25% del total de la Oferta (es decir, 55.000.000 de acciones de Naturgy) entre el número de aceptaciones.

Las aceptaciones que se hubiese efectuado por un número de acciones inferior al mencionado en el párrafo precedente se atenderán íntegramente.

(ii) Distribución del exceso: la cantidad no adjudicada según la regla anterior se distribuirá de forma proporcional al número de acciones comprendidos en cada aceptación.

Se considerará como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, una sola persona física o jurídica.

Teniendo en cuenta que Rioja Acquisition, S.à r.l. y GIP III Canary 1, S.à r.l. se han obligado con el Oferente a no aceptar la Oferta con un total de 400.996.526 acciones de Naturgy, las cuales representan en conjunto un 41,36% del capital social de Naturgy, la mencionada distribución permitirá a los accionistas aceptantes la adjudicación de un número de acciones superior.

Para más información sobre las reglas de distribución y prorrateo, véase el apartado 2.1 del Folleto.

6 CONTRAPRESTACIÓN OFRECIDA

La Oferta se formula como una compraventa de acciones. La contraprestación de la Oferta es de 22,07 euros por acción de Naturgy (el "**Precio de la Oferta**").

No obstante, si Naturgy realizase o declarase cualquier distribución de dividendos o reservas, devolución de capital o cualquier otro tipo de distribución a sus accionistas, ya sea ordinaria, extraordinaria, a cuenta o complementaria (incluidas las correspondientes a la política de remuneración al accionista publicada en la página web de Naturgy), el Precio de la Oferta se reducirá en una cantidad equivalente al importe bruto por acción de la distribución, siempre que la fecha de publicación del resultado de la Oferta en los boletines de cotización coincida o sea posterior a la fecha *ex-dividendo*. De lo contrario, si el resultado

6800

de la Oferta se publicase en los boletines de cotización con anterioridad a la fecha *ex-dividendo*, el Precio de la Oferta no se verá reducido.

El Precio de la Oferta se pagará en efectivo en su totalidad, tal y como se detalla en el Folleto.

El Oferente considera que el precio de la Oferta cumple los requisitos del artículo 137.2 de la LMV, en la medida en que se pagará en efectivo y se justifica, conforme a los criterios de valoración establecidos en dicho artículo, mediante un informe de valoración de experto independiente emitido por Duff & Phelps, S.L.U. ("**D&P**"), con fecha 1 de julio de 2021 (el "**Informe de Valoración**"), y un informe complementario emitido por D&P con fecha 27 de agosto de 2021 como consecuencia del nuevo plan estratégico 2021-2025 anunciado por Naturgy el 28 de julio de 2021 y de la publicación por Naturgy de la información financiera correspondiente al primer semestre de 2021 (el "**Informe de Valoración Complementario**"). El Precio de la Oferta es superior al rango de valor que resulta del Informe de Valoración y del Informe de Valoración Complementario.

Adicionalmente, el Oferente manifiesta que (i) ni el Oferente, ni IFM GIF, ni IFM GIF Trustee (ni en su propio nombre y capacidad ni en nombre y por cuenta de cualquiera de las partes mencionadas en el presente párrafo), ni IFM Investors ni ninguna de las sociedades del grupo al que pertenece IFM Investors, ni ninguno de los fondos, vehículos de inversión o *trusts* gestionados o asesorados por IFM Investors, ni ninguna de las sociedades controladas por IFM GIF o por otros fondos, vehículos de inversión o *trusts* gestionados o asesorados por IFM Investors ni, de acuerdo con el leal saber y entender del Oferente, los administradores de ninguno de los anteriores han adquirido o acordado adquirir acciones de Naturgy durante el periodo de 12 meses previos al anuncio de la Oferta y hasta la fecha del Folleto; (ii) no existen contraprestaciones adicionales que hayan sido o serán pagadas por el Oferente, ni existen pagos diferidos a favor de ningún accionista de Naturgy; (iii) no ha acaecido ninguna de las circunstancias establecidas en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 que pudiera motivar la modificación del Precio de la Oferta; y (iv) el Oferente no tiene ningún acuerdo o compromiso vigente para adquirir acciones de Naturgy.

El Precio de la Oferta no es inferior al mayor entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 130 de la LMV y el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 y el que resulta de tomar en cuenta, y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos establecidos en el artículo 137.2 de la LMV y contenidos en el Informe de Valoración y el Informe de Valoración Complementario.

En consecuencia, a juicio del Oferente, el Precio de la Oferta tiene la consideración de "precio equitativo" y cumple con los requisitos previstos en el artículo 137.2 de la LMV.

El precio inicial de la Oferta (23 euros por acción de Naturgy, previo a los ajustes mencionados en el apartado 2.2 del Folleto) representaba una prima de aproximadamente un (i) 19,7% respecto al precio de cotización de las acciones de Naturgy al cierre del mercado en la sesión bursátil del 25 de enero de 2021, fecha inmediatamente anterior a la publicación del anuncio previo de la Oferta (19,22 euros); y (ii) 28,9% respecto al precio medio ponderado de cotización por volumen de las acciones de Naturgy durante el semestre inmediatamente anterior a la publicación del anuncio previo de la Oferta (17,84 euros).

Para mayor información sobre la contraprestación ofrecida por las acciones de Naturgy y su justificación, véase el apartado 2.2 del Folleto.

7 CONDICIÓN A LA QUE ESTÁ SUJETA LA OFERTA

La efectividad de la Oferta está condicionada a su aceptación por, al menos, 164.834.347 acciones de Naturgy, representativas del 17% del capital social de Naturgy, de conformidad con el artículo 13.2.b) del Real Decreto 1066/2007.

La posible renuncia a la condición de la Oferta se describe en el apartado 2.4.3 del Folleto.

Las restantes condiciones impuestas por el Oferente en la presentación de la Oferta, relativas a varias autorizaciones de carácter regulatorio y de competencia, han quedado cumplidas. El detalle de dichas autorizaciones se encuentra en el Capítulo 5 del Folleto.

8 GARANTÍAS Y FINANCIACIÓN DE LA OFERTA

De conformidad con el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007 y con el objetivo de garantizar en su totalidad el pago de la contraprestación en efectivo, el Oferente ha aportado a la CNMV diecisiete avales bancarios a primer requerimiento, emitidos por las siguientes entidades: BNP Paribas S.A., Sucursal en España; Banco Santander, S.A.; CaixaBank, S.A.; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.; Intesa Sanpaolo S.p.A, Sucursal en España; ING Bank NV, Sucursal en España; MUFG Bank (Europe) N.V.; UniCredit Bank Austria AG; Credit Agricole Coporate and Investment Bank, Sucursal en España; Kutxabank, S.A.; Credit Suisse AG, London Branch; Landesbank Hessen-Türingen Girozentrale (HELABA); Liberbank, S.A.; Banco Cooperativo Español, S.A. y Bankinter, S.A., por un importe agregado de 4.921.400.000 euros.

Si la Oferta tiene un resultado positivo, la liquidación de la misma será financiada mediante una combinación de fondos disponibles en virtud de compromisos de aportación por parte de los inversores institucionales de IFM GIF y reservas de caja disponible y endeudamiento financiero.

La financiación de la Oferta se describe en detalle en el apartado 2.5 del Folleto.

9 FINALIDAD DE LA OFERTA

9.1 Finalidad perseguida con la adquisición

El Oferente considera que Naturgy es una atractiva oportunidad de inversión, alineada con sus principios y objetivos clave de inversión, que incluyen la inversión responsable a largo plazo en activos de infraestructuras críticas, el compromiso con la sostenibilidad, así como el respeto a los derechos laborales y al medio ambiente. Por tanto, la decisión de formular la Oferta se fundamenta en los siguientes motivos:

(i) Naturgy es una gran empresa de suministros básicos (*utility*), diversificada y global, con una posición integrada a lo largo de la cadena de valor de gas y electricidad, operando en la vanguardia de la transición energética;

(ii) Naturgy tiene una sólida posición competitiva en todas las áreas y mercados en los que está presente;

(iii) Naturgy se dedica mayoritariamente a actividades reguladas y con contratos de larga duración, lo que impulsa su resiliencia y la visibilidad del negocio;

(iv) Naturgy tiene una estructura de capital saneada y una sólida generación de flujos de caja, que permiten mantener una propuesta de dividendos adecuada para los accionistas; y

6822

(v) Naturgy cuenta con un sólido equipo de dirección que atesora una trayectoria y capacidad acreditada de gestión de un negocio complejo como el de Naturgy.

La finalidad perseguida por el Oferente con la Oferta consiste en adquirir una participación significativa en Naturgy y con ella respaldar los principios estratégicos presentados al mercado por la compañía en el plan estratégico de Naturgy para el período 2021-2025, así como contribuir con la experiencia y *know-how* de IFM Investors a los retos que afrontará Naturgy en el futuro, incluyendo, como elemento esencial, la apuesta por la transición energética, ofreciendo para todo ello apoyo al Consejo de Administración y al equipo directivo en la estrategia prevista por Naturgy y comunicada al mercado el 28 de julio de 2021.

La finalidad e intenciones del Oferente en relación con su participación en Naturgy están también alineadas con las condiciones establecidas al Oferente por el Consejo de Ministros del Gobierno de España, las cuales se detallan en el Capítulo IV y en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto y que el Oferente ha decidido aceptar.

Dado que el Oferente no adquirirá una participación de control en Naturgy como consecuencia de la Oferta, (i) el Oferente no tendrá capacidad por sí solo para realizar cambios en las actividades o en la estrategia de Naturgy, y (ii) aunque el Oferente ejercitará sus derechos de voto para dar cumplimiento a las condiciones descritas en el apartado **Error! Reference source not found.** del Capítulo V del Folleto, tampoco podrá asegurar por sí solo mediante el ejercicio de sus derechos de voto en Naturgy que las actuaciones, objetivos o finalidades previstas en las condiciones de la autorización del Consejo de Ministros puedan llevarse a cabo o cumplirse. En cualquier caso, la decisión de inversión del Oferente no se basa en ninguna modificación de la estrategia de Naturgy ni en la reestructuración de su negocio.

9.2 Planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras y localización de los centros de actividad de Naturgy y las sociedades de su grupo

El Oferente tiene intención de que su participación en el capital social de Naturgy sirva para alinear la estrategia futura de Naturgy con la visión a largo plazo que el Oferente tiene del negocio de la compañía, que se fundamenta en:

(i) un plan industrial a largo plazo que apoye la creación de valor de Naturgy (entendida como el incremento del valor de los negocios de Naturgy), basado en inversiones sostenibles y razonablemente rentables vinculadas a la transición energética (incluyendo un enfoque en monedas fuertes y geografías estables para mitigar la volatilidad, así como en activos regulados o que ofrezcan un perfil riesgo/retorno equilibrado);

(ii) la disciplina financiera y de estructura de capital (en línea con un rating "*investment grade*") y la satisfacción de accionistas, trabajadores, clientes y proveedores; y

(iii) una propuesta de dividendos prudente, en línea con la nueva política de reducción del dividendo incluida en el plan estratégico de Naturgy para el período 2021-2025, o incluso potencialmente un dividendo menor si ello fuese necesario para cumplir con las condiciones establecidas al Oferente por el Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el Capítulo IV y en el apartado **Error! Reference source not found.** del Capítulo V del Folleto.

De conformidad con las referidas condiciones, el Oferente, en el ejercicio de sus derechos de voto, apoyará con carácter general, durante los cinco años siguientes a la fecha de

liquidación de la Oferta, la inversión de Naturgy en proyectos vinculados a la transición energética en España que contribuyan a generar valor a largo plazo, sean sostenibles y se ajusten a los estándares de mercado en términos de rentabilidad y perfil de riesgo.

Tras la liquidación de la Oferta, el Oferente tiene intención, como nuevo accionista, de colaborar de manera continuada con Naturgy, su Consejo de Administración y el equipo directivo para analizar las opciones estratégicas de Naturgy, así como para revisar o promover iniciativas estratégicas concretas que se pudieran contemplar en el futuro. En particular, el Oferente tiene la intención de apoyar iniciativas que pudieran ser propuestas en el futuro por otros *stakeholders* (incluyendo el equipo directivo de Naturgy y su Consejo de Administración) destinadas a incrementar el valor de Naturgy a largo plazo, ejerciendo en todo caso sus derechos de voto para cumplir con las condiciones de la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España, que el Oferente ha decidido aceptar.

El Oferente no tiene planes o intenciones de promover ninguna modificación de la naturaleza de las actividades llevadas a cabo actualmente por Naturgy ni de la localización de sus centros de actividad durante los 12 meses siguientes a la liquidación de la Oferta.

Asimismo, de conformidad con las condiciones incluidas en la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto, el Oferente, en el ejercicio de sus derechos de voto, apoyará durante los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, el mantenimiento del domicilio social y de la sede efectiva de gestión y dirección de los negocios de Naturgy en España.

9.3 Planes estratégicos e intenciones respecto al mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y directivos de Naturgy y su grupo y sus condiciones de trabajo

El Oferente no tiene intención de promover ningún cambio que afecte a las condiciones de trabajo de los empleados o el equipo directivo de Naturgy durante, al menos, los 12 meses siguientes a la liquidación de la Oferta. Asimismo, de conformidad con las condiciones incluidas en la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto, el Oferente, en el ejercicio de sus derechos de voto, apoyará durante los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, el mantenimiento de una parte significativa de la plantilla del grupo Naturgy en España.

Al margen de lo anterior, el Oferente no tiene ninguna otra intención ni con respecto al mantenimiento de los puestos de trabajo de los empleados y directivos de Naturgy ni con respecto a medidas tendentes a la reducción del empleo.

El Oferente considera que el personal de Naturgy es un activo esencial y, por tanto, la gestión de sus recursos humanos es prioritaria. El Oferente prevé apoyar medidas diseñadas para atraer y retener el talento con el fin de asegurar que las actividades continúen realizándose con los más altos estándares, lo que incluye la visión estratégica del actual equipo directivo de Naturgy vinculada a la transición energética en el medio y largo plazo.

9.4 Planes relativos a la utilización o disposición de activos de Naturgy y su grupo. Variaciones previstas en su endeudamiento financiero neto

El Oferente no tiene planes de promover cambios en las estrategias de Naturgy relativas a la utilización o disposición de los activos de Naturgy y su grupo.

En particular, el Oferente tiene conocimiento de que Naturgy (tal y como se indica en el plan estratégico de Naturgy para el período 2021-2025) está profundizando en una estrategia de transformación a través de la potencial rotación selectiva de activos con el objetivo de no sólo racionalizar su cartera de activos sino también avanzar en la reducción de riesgos y en su conversión en un líder de la transición energética.

El Oferente comparte esta visión estratégica y, adicionalmente, de conformidad con las condiciones incluidas en la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto, el Oferente, en el ejercicio de sus derechos de voto, no apoyará durante los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, ninguna propuesta de desinversión (distinta de las ya reflejadas en el plan estratégico 2022-2025 de Naturgy) que se presente al Consejo de Administración o a la Junta General de Accionistas de Naturgy que implique que ésta última pierda el control de filiales que puedan poner en riesgo el buen funcionamiento de las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica y gas natural en España.

Por lo que respecta a la estructura de capital y el endeudamiento financiero neto de Naturgy (fijado en (i) una ratio de deuda neta/EBITDA de 4,0 de acuerdo con la presentación de resultados publicada por Naturgy el 28 de julio de 2021 y (ii) un nivel de apalancamiento que alcanzaría el 20,7% de FFO/ND[1] en 2025 de acuerdo con el plan estratégico 2021-2025 de Naturgy desde el 17,1% en 2020), las intenciones del Oferente están alineadas con la visión de la compañía, en el sentido de promover una estructura financiera que optimice el coste de capital y mantenga una posición financiera sólida. En consecuencia, el Oferente no tiene intención de promover cambios materiales en la posición financiera o en la estructura de capital de Naturgy.

El Oferente tiene intención de apoyar la estrategia de gestión de capital de Naturgy comunicada al mercado por la compañía, cuyos fundamentos consisten en combinar la creación de valor para los accionistas con el acceso de Naturgy a los mercados financieros a un coste competitivo para cubrir las necesidades financieras. Naturgy tiene actualmente calificación crediticia "BBB" otorgada tanto por S&P como Fitch y la intención del Oferente es que la estrategia de financiación de Naturgy mantenga su calificación crediticia en esos niveles (rating "*investment grade*") y, por tanto, no promover cambios en la estrategia de financiación o en la política financiera actuales de Naturgy.

En este sentido, de conformidad con las condiciones incluidas en la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto, en el ejercicio de sus derechos de voto, el Oferente apoyará durante los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, una política de endeudamiento externo encaminada a (i) mantener la calificación crediticia de grado de inversión de Naturgy, y (ii) permitir que las ratios de endeudamiento de sus filiales reguladas en España no sean superiores a las recomendadas por la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia en su Comunicación 1/2019, de 23 de octubre.

El Oferente tiene intención de colaborar de manera continuada con Naturgy, su Consejo de Administración y otros *stakeholders* para examinar las opciones estratégicas de Naturgy pudiendo, en ciertos casos cuando sea razonable, promover actuaciones alineadas con la visión estratégica y las condiciones descritas en los párrafos anteriores.

9.5 Emisión de valores

[1] *Funds From Operations / Net Debt* (flujo de caja operativa sobre deuda neta).

6855

El Oferente no tiene intención de promover la emisión de ningún tipo de valores por Naturgy y su grupo. El Oferente estaría, no obstante, abierto a iniciativas de emisión de valores, siempre que fueran también propuestas o respaldadas por el equipo directivo, el Consejo de Administración, los accionistas u otros *stakeholders* de Naturgy y la emisión de valores mejore la estructura de capital/financiación de Naturgy, ejerciendo en todo caso sus derechos de voto para cumplir con las condiciones de la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España, que el Oferente ha decidido aceptar.

9.6 Reestructuraciones societarias

El Oferente no tiene intención de promover la realización de ninguna reestructuración societaria.

9.7 Política de dividendos

Las intenciones del Oferente en cuanto a la política de remuneración del accionista (incluida la distribución de dividendos por parte de Naturgy) están alineadas con los principios comunicados al mercado por la propia compañía, que (entre otras cosas) se fundamentan en (i) una reducción del dividendo anual (pasando de 1,44 euros por acción en 2020 a 1,20 euros por acción desde 2021 hasta 2025) y (ii) un *pay-out* que bajaría del 120% de media entre los años 2018 y 2022 a una media del 85% entre los años 2021 y 2025, todo ello de acuerdo con el nuevo plan estratégico de Naturgy, si bien evaluándose de nuevo en 2023.

De conformidad con las condiciones incluidas en la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto, en el ejercicio de sus derechos de voto, el Oferente apoyará durante los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, una política de dividendos prudente que permita acometer la política de inversión vinculada a la transición energética señalada en el segundo párrafo del apartado 8.2 anterior.

Teniendo en cuenta lo anterior, así como las circunstancias actuales y la información pública disponible, y sujeto a las necesidades y circunstancias que afecten a Naturgy en cada momento, el Oferente considera que la nueva política de remuneración del accionista comunicada por Naturgy al mercado (1,20 euros por acción desde 2021 hasta 2025 y un *pay-out* del 85% de media entre los años 2021 y 2025, si bien evaluándose de nuevo en 2023) es prudente, si bien el Oferente tiene intención de apoyar un dividendo anual menor si ello fuese necesario para cumplir con las condiciones establecidas al Oferente por el Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el Capítulo IV y en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto.

9.8 Planes sobre los órganos de administración, dirección y control de Naturgy y su grupo

Tras la adquisición de una participación significativa en Naturgy, el Oferente tiene intención de nombrar a un número de miembros del Consejo de Administración de Naturgy proporcional a su participación. Atendiendo al número actual de miembros del Consejo de Administración de Naturgy y la estructura accionarial que resultaría de la Oferta (incluyendo una participación del Oferente de entre el 17% y el 22,689%), la intención del Oferente es, lo antes posible tras la liquidación de la Oferta, nombrar a dos consejeros, sin que ello resulte en el incremento del número de miembros del Consejo de Administración de Naturgy, atendiendo en particular al escaso *free float* que resultaría tras la Oferta.

Rioja Acquisition S.à r.l. y GIP III Canary 1 S.à r.l. se han obligado frente al Oferente a votar a favor y apoyar acuerdos en la Junta General de Accionistas de Naturgy para que, lo antes

posible después de la Oferta, la composición del Consejo de Administración de Naturgy refleje una representación proporcional al capital social de Naturgy de manera que el Oferente pueda designar consejeros conforme a dicha proporcionalidad.

El Oferente no tiene intención de promover otros cambios en la estructura, composición y funcionamiento del Consejo de Administración de Naturgy y de sus comisiones tras la Oferta, si bien sí aspira a obtener representación en dichas comisiones en términos similares a los de otros accionistas con participaciones accionariales similares que tienen representación en las comisiones.

9.9 Estatutos de Naturgy y las entidades de su grupo

El Oferente no tiene intención de promover ninguna modificación de los estatutos sociales de Naturgy ni de las sociedades de su grupo.

9.10 Cotización de las acciones de Naturgy

El Oferente tiene intención de que las acciones de Naturgy sigan admitidas a negociación en las Bolsas de Valores en las que actualmente cotizan y, de conformidad con las condiciones incluidas en la autorización del Consejo de Ministros del Gobierno de España que se detallan en el apartado 5.2.1 del Capítulo V del Folleto, en el ejercicio de sus derechos de voto, el Oferente no apoyará durante los tres años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, ninguna propuesta de exclusión de negociación de las acciones de Naturgy en las Bolsas de valores españolas, salvo que dicha negociación no alcance la difusión, frecuencia o volumen de contratación suficientes para una correcta formación del precio.

Asimismo, el Oferente, en el ejercicio de sus derechos de voto, apoyará durante los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta, la difusión al mercado de información financiera anual y semestral que será puesta a disposición de los inversores de manera fácilmente accesible, así como la elaboración y difusión del informe anual de gobierno corporativo y el informe anual sobre remuneración del Consejo.

9.11 Compraventas forzosas

No procede el derecho de compraventa forzosa dado el carácter parcial de la Oferta.

9.12 Transmisión de valores de Naturgy

El Oferente no tiene negociaciones, pactos ni acuerdos con terceros de ninguna naturaleza para transmitir total o parcialmente las acciones de Naturgy que pueda adquirir tras la liquidación de la Oferta ni tiene intención de transmitir dichas acciones.

En este sentido, el Oferente tiene vocación de permanencia como accionista de Naturgy a largo plazo, en línea con la naturaleza y filosofía de inversión de IFM GIF.

9.13 Informaciones a que se refieren los párrafos anteriores de este apartado referidas al propio Oferente y a su grupo

La Oferta y su financiación afectarán al Oferente y su grupo en un incremento de su endeudamiento como consecuencia de los compromisos de financiación asumidos para hacer frente a las obligaciones de pago del Oferente respecto de la Oferta. Al margen de lo anterior, el Oferente considera que la adquisición derivada de la Oferta y su financiación no afecta ni al propio Oferente ni a las entidades mencionadas en el apartado 1.4.5 anterior del Folleto en relación con las informaciones a las que se refiere el Capítulo IV del Folleto.

El capítulo IV del Folleto incluye información adicional sobre los planes e intenciones del Oferente sobre Naturgy.

10 PROCEDIMIENTO DE ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OFERTA

10.1 Plazo de aceptación de la Oferta

El plazo de aceptación de la Oferta es de 30 días naturales contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primero de los anuncios a los que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007. Se tomará como fecha de publicación de los anuncios en los boletines de cotización la fecha de la sesión bursátil a la que éstos se refieran.

El Oferente podrá ampliar el plazo de aceptación de la Oferta una o más veces de conformidad con lo previsto en el artículo 23 del Real Decreto 1066/2007, siempre que no se rebase el límite máximo de 70 días naturales y que se comunique la prórroga previamente a la CNMV.

10.2 Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la Oferta para manifestar su aceptación. Forma y plazo en el que recibirán el precio de la Oferta

10.2.1 Declaraciones de aceptación

Las declaraciones de aceptación de la Oferta por parte de los accionistas de Naturgy se admitirán desde el primer día del plazo de aceptación hasta el último, ambos incluidos. Las aceptaciones serán revocables en cualquier momento antes del último día de dicho plazo y carecerán de validez si se someten a condición, todo ello con arreglo a lo previsto en el artículo 34 del Real Decreto 1066/2007.

10.2.2 Procedimiento de aceptación

Los accionistas de Naturgy que deseen aceptar la Oferta deberán dirigirse a la entidad en la que tengan depositadas sus acciones y manifestar por escrito ante ésta última su declaración de aceptación, ya sea de forma presencial, por medios electrónicos o por cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias.

Las acciones respecto de las que se acepte la Oferta deberán comprender todos los derechos políticos y económicos, cualquiera que sea su naturaleza, que puedan corresponder a aquellas. Las acciones deberán ser transmitidas libres de cualquier clase de cargas, gravámenes o derechos de terceros que limiten sus derechos políticos o económicos o su libre transmisibilidad, y por persona legitimada para transmitirlas según los asientos del correspondiente registro contable, de forma que el Oferente adquiera la propiedad irreivindicable sobre las acciones de acuerdo con lo establecido en el artículo 11 de la LMV.

Las aceptaciones de la Oferta serán cursadas a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas a través de las entidades depositarias participantes en Iberclear en las que se encuentren depositadas las acciones correspondientes, quienes se encargarán de recoger dichas aceptaciones por escrito ya sea de forma presencial, por medios electrónicos o por cualesquiera otros medios admitidos por las entidades depositarias y responderán, de acuerdo con sus registros de detalle, de la titularidad y tenencia de las acciones a las que se refieran las aceptaciones, así como de la inexistencia de cargas, gravámenes o derechos de terceros que

6888

limiten los derechos políticos o económicos de dichas acciones o su libre transmisibilidad.

Las declaraciones de aceptación de los titulares de acciones de Naturgy se acompañarán de la documentación suficiente para que se pueda proceder a la transmisión de las acciones y deberán incluir todos datos identificativos exigidos por la normativa aplicable para este tipo de operaciones, incluyendo, sin limitación, los siguientes: (i) nombre completo o denominación social, (ii) domicilio y (iii) número de identificación fiscal o, en caso de accionistas que no sean residentes en España y no tengan un número de identificación fiscal español, su número de pasaporte o identificación, nacionalidad y lugar de residencia.

Durante el plazo de aceptación de la Oferta, las entidades participantes en Iberclear que reciban declaraciones de aceptación remitirán diariamente al Oferente, a través del representante designado a estos efectos que se indica a continuación, y a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas, los datos relativos al número de acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación presentadas y no revocadas por los accionistas de Naturgy.

El representante del Oferente a estos efectos es la siguiente entidad:

Banco Santander, S.A.
C/ Juan Ignacio Luca de Tena, 11
28027 Madrid, España
A/A: Carlos Sanz / Carlos López
Correo electrónico: emisores.madrid@gruposantander.com

El Oferente y las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas facilitarán a la CNMV, cuando ésta lo solicite, información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas de las que tuvieran conocimiento.

Se recuerda a los miembros del mercado que intervengan en la operación por cuenta de los accionistas aceptantes y del propio Oferente, así como a las entidades depositarias de los títulos, la obligación de remitir a las respectivas Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas y al Oferente (a través de su representante a estos efectos) de forma diaria las aceptaciones que se vayan produciendo durante el plazo de aceptación de la Oferta conforme a lo establecido en el artículo 34.2 del Real Decreto 1066/2007.

En ningún caso el Oferente aceptará acciones adquiridas con posterioridad al último día del plazo de aceptación de la Oferta. Es decir, aquellas acciones que se ofrezcan en venta deberán haber sido adquiridas con fecha de operación no posterior al último día del plazo de aceptación.

Los accionistas de Naturgy podrán aceptar la Oferta respecto de todas o solo una parte de las acciones de las que sean titulares (incluso si estas exceden el número máximo de acciones sobre las que se formula la Oferta), sin perjuicio de la aplicación, en su caso, de la distribución obligatoria y de las reglas de prorrateo establecidas en el artículo 38.1 del Real Decreto 1066/2007 y descritas en el apartado 2.1.2 del Folleto. Toda declaración de aceptación que formulen deberá comprender, al menos, una acción de Naturgy.

10.2.3 Publicación del resultado

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 del Real Decreto 1066/2007, transcurrido el plazo de aceptación previsto en el apartado 10.1 anterior, o el que resulte en caso de prórroga o modificación, y dentro de un plazo que no excederá los siete días hábiles desde dicha fecha, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas publicarán el resultado de la Oferta en los boletines de cotización en los términos y en la sesión que indique la CNMV.

Se entenderá por fecha de publicación del resultado de la Oferta, la fecha de la sesión a la que se refieran los mencionados boletines de cotización.

10.2.4 Intervención y liquidación

La adquisición de las acciones objeto de la Oferta se intermediará y será liquidada por Banco Santander, S.A., en su condición de miembro de las Bolsas de Valores Españolas, intermediario de la operación y entidad participante en Iberclear para la liquidación por cuenta del Oferente.

La liquidación y el pago del Precio de la Oferta se llevará a cabo de conformidad con el procedimiento establecido al efecto por Iberclear, considerándose como fecha de contratación de la correspondiente operación bursátil la de la sesión a que se refieran los boletines de cotización de las Bolsas de Valores Españolas que publiquen el resultado de la Oferta.

10.3 Gastos de liquidación y aceptación de la Oferta

Los accionistas de Naturgy que acepten la Oferta a través de Banco Santander, S.A. no soportarán los gastos de corretaje derivados de la intervención de un miembro del mercado en la compraventa, ni los cánones de liquidación de Iberclear, ni los de contratación de las Bolsas de Valores Españolas, que serán satisfechos íntegramente por el Oferente. En el supuesto de que intervengan por cuenta del accionista aceptante de la Oferta otros miembros del mercado distintos de Banco Santander, S.A., los gastos antes mencionados serán a cargo del accionista aceptante, incluyendo, entre otros, los cánones de liquidación de Iberclear y los gastos de contratación de las Bolsas de Valores Españolas y los de corretaje derivados de la intervención de dicho miembro del mercado.

Los gastos incurridos por el Oferente en la adquisición de las acciones y su liquidación correrán a cargo del Oferente. El Oferente no se hará cargo, en ningún caso, de las eventuales comisiones y gastos que las entidades depositarias y administradoras de las acciones carguen a sus clientes por la tramitación de las órdenes de aceptación de la Oferta y el mantenimiento de los saldos.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 33.5 del Real Decreto 1066/2007, una vez publicado el desistimiento de la Oferta o la causa que la deje sin efecto, en su caso, devendrán ineficaces las aceptaciones que se hubieran presentado, corriendo a cargo del Oferente los gastos ocasionados a los accionistas de Naturgy por la aceptación. Asimismo, de acuerdo con el artículo 39.1 del Real Decreto 1066/2007, en caso de que la Oferta tuviese un resultado negativo, las entidades o personas que hubiesen recibido las aceptaciones por cuenta del Oferente estarán obligadas a la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de las acciones que hubieran sido entregados por los accionistas aceptantes. Todos los gastos de la devolución serán por cuenta del Oferente.

Cualesquiera otros gastos distintos de los anteriormente reseñados serán asumidos por quien incurra en ellos.

10.4 Plazo para la renuncia a la condición a la que está sujeta la efectividad de la Oferta

El Oferente no prevé renunciar al cumplimiento de la condición descrita en el apartado 7 anterior.

En caso de que no se cumpliera la condición de aceptación mínima, el Oferente comunicará su decisión de renunciar o no renunciar a ésta no más tarde del final del día hábil bursátil siguiente a aquel en que la CNMV le anticipe el número de acciones incluidas en las declaraciones de aceptación de la Oferta presentadas y no revocadas.

En caso de que no se hubiera cumplido la condición y el Oferente no comunicara su decisión de renunciar o no a la misma dentro de los plazos señalados en el párrafo anterior, se entenderá que el Oferente no renuncia a la referida condición y se publicará el resultado negativo de la Oferta, que quedará sin efectos.

10.5 Entidad que actúa por cuenta del Oferente en el procedimiento de adquisición y liquidación de la Oferta

El Oferente ha designado a Banco Santander, S.A., con domicilio social en Paseo de Pereda, 9-12, 39004 Santander, España, sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Cantabria, hoja 286, folio 64, Libro 5º de Sociedades, inscripción 1ª, con número de identificación fiscal (N.I.F.) A-39000013, e inscrita en el Registro Administrativo del Banco de España con el número 0049, como responsable de la intermediación y liquidación de las operaciones de adquisición de las acciones de Naturgy que pudieran resultar de la Oferta en representación del Oferente.

11 AUTORIZACIONES EN MATERIA DE COMPETENCIA

11.1 Autorización de la Comisión Europea o de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia no requerida

Dado que el Oferente no adquirirá el control individual o conjunto de Naturgy como consecuencia de la Oferta, la adquisición derivada de la Oferta no requiere la autorización (o no oposición) ni la notificación a la Comisión Europea de conformidad con el Reglamento (CE) nº 139/2004, de 20 de enero, sobre el control de las concentraciones entre empresas, ni a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) de conformidad con la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.

11.2 Autorizaciones de otras autoridades de competencia

La operación resultante de la Oferta estaba sujeta a la autorización de la Comisión Federal de Competencia Económica de México (COFECE), ya que la operación alcanza los umbrales aplicables en materia de control de concentraciones conforme a la legislación aplicable de México (Ley Federal de Competencia Económica).

Con fecha 18 de marzo de 2021 COFECE autorizó la operación de concentración derivada de la Oferta dando un plazo de 6 meses para la ejecución de la operación hasta el 23 de septiembre de 2021. Con fecha 19 de agosto de 2021, COFECE resolvió otorgar una prórroga a la referida autorización para la ejecución de la operación de concentración por otros 6 meses hasta el 23 de marzo de 2022.

El Oferente considera que no es necesaria la obtención de ninguna otra autorización (o no oposición) ni notificación previa a ninguna otra autoridad de competencia.

12 OTRAS AUTORIZACIONES O VERIFICACIONES ADMINISTRATIVAS

12.1 Autorización de inversión exterior

De conformidad con el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, la adquisición por parte del Oferente, e indirectamente por parte de sus accionistas, de una participación en Naturgy como resultado de la Oferta está sujeta a la autorización previa por parte del Consejo de Ministros del Gobierno de España. Dicha autorización es exigible al Oferente por pretender adquirir como consecuencia de la Oferta una participación igual o superior al 10% del capital social de Naturgy.

De conformidad con el artículo 26.2 del Real Decreto 1066/2007, la CNMV no podía autorizar la Oferta hasta que se le acreditara la obtención de la autorización por parte del Consejo de Ministros del Gobierno de España. Con carácter previo a la autorización de la Oferta por la CNMV, el Oferente obtuvo con fecha 3 de agosto de 2021 la referida autorización.

Dicha autorización del Consejo de Ministros fue trasladada al Oferente el día 4 de agosto de 2021 e incluye las siguientes condiciones que el Oferente ha decidido aceptar:

> "*La presente autorización está sujeta a que el adquiriente, en el ejercicio de sus derechos de voto, cumpla las siguientes condiciones:*
>
> - *Apoye:*
>
> - *El mantenimiento del domicilio social y de la sede efectiva de gestión y dirección de los negocios en España.*
>
> - *El mantenimiento de una parte significativa de la plantilla del grupo en España.*
>
> - *Una política de dividendos prudente que permita acometer la política de inversión vinculada a la transición energética señalada en el apartado 2.*
>
> - *Una política de endeudamiento externo encaminada a i) mantener la calificación crediticia de grado de inversión de la sociedad y ii) permitir que las ratios de endeudamiento de sus filiales reguladas en España no sean superiores a las recomendadas por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en su Comunicación 1/2019, de 23 de octubre.*
>
> - *La difusión al mercado de información financiera anual y semestral que será puesta a disposición de los inversores de manera fácilmente accesible, así como la elaboración y difusión del informe anual de gobierno corporativo y el informe anual sobre remuneración del consejo.*
>
> - *Apoye con carácter general la inversión de la sociedad en proyectos vinculados a la transición energética en España que contribuyan a*

generar valor a largo plazo, sean sostenibles y se ajusten a los estándares de mercado en términos de rentabilidad y perfil de riesgo.

- *No apoye ninguna propuesta de desinversión (distinta de las ya reflejadas en el plan estratégico 2022-2025 de la sociedad) que se presente al Consejo de Administración o a la Junta General de Accionistas de la sociedad que implique que esta última pierda el control de filiales que puedan poner en riesgo el buen funcionamiento de las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica y gas natural en España.*
- *No apoye ninguna propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la sociedad en las Bolsas españolas, salvo que dicha negociación no alcance la difusión, frecuencia o volumen de contratación suficientes para una correcta formación del precio.*

Estas condiciones serán de aplicación en los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta Pública de Adquisición de acciones, excepto para lo establecido en el punto 4, que aplicará en los tres años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta Pública de Adquisición de acciones.

El incumplimiento de estas condiciones dará lugar a la revocación de la autorización de inversión extranjera y constituirá una infracción muy grave en los términos previstos en el artículo 8.2 b) de la Ley 18/2003, de 4 de julio, sobre el régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas en el exterior y sobre determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales."

12.2 No oposición de la Autorización de la Comisión de Seguros de Luxemburgo (*Commissariat aux Assurances*)

De conformidad con los artículos 87 y siguientes de la Ley luxemburguesa de 7 de diciembre de 2015, sobre el sector de seguros, la adquisición por el Oferente y su grupo de una participación indirecta de, al menos, el 10% del capital de la sociedad Natural RE, S.A., una entidad reaseguradora cautiva con licencia en Luxemburgo, que es filial íntegramente participada de Naturgy, está sujeta a la obtención por el Oferente y su grupo de una decisión de no oposición de la Comisión de Seguros de Luxemburgo (*Commissariat aux Assurances*), ya sea expresa o por silencio positivo.

El Oferente presentó la solicitud de autorización el 25 de marzo de 2021, que se encuentra actualmente en tramitación.

La eficacia de la Oferta no está condicionada a la obtención de dicha decisión de no oposición.

13 RESTRICCIÓN TERRITORIAL

La Oferta se realiza exclusivamente en España y se dirige a todos accionistas de Naturgy conforme a los términos del Folleto, sin que el Folleto y su contenido constituyan una extensión de la Oferta a cualquier jurisdicción donde la formulación de la Oferta exigiese la distribución o registro del Folleto o de documentación adicional al Folleto.

En particular, la Oferta no se formula, ni directa ni indirectamente, en los Estados Unidos de América, ya sea por correo electrónico, correo postal o por cualquier otro medio interestatal o internacional o instrumento (incluyendo, sin limitación, por fax, teléfono o internet) nacional o extranjero, o a través de cualquier instalación de las bolsas de valores de los Estados

Unidos de América, excepto en cumplimiento de cualquier excepción prevista en la normativa estadounidense relativa al mercado de valores o a las ofertas públicas de adquisición de valores. Por este motivo, el Folleto no será distribuido por ningún medio en los Estados Unidos de América, excepto en cumplimiento de, o en virtud de lo previsto en, tales normas o regulaciones.

Adicionalmente, la Oferta no se formula, ni directa ni indirectamente, en Canadá, Australia, Nueva Zelanda, la República de Sudáfrica o Japón (las "**Otras Jurisdicciones Restringidas**"). En consecuencia, el Folleto no será distribuido por ningún medio en ninguna de las Otras Jurisdicciones Restringidas.

Se informa a aquellos accionistas de Naturgy que residan fuera de España y decidan aceptar la Oferta de que pueden estar sujetos a restricciones legales y regulatorias distintas de aquellas establecidas en la legislación española. En este sentido, será responsabilidad exclusiva de aquellos accionistas residentes en el extranjero que decidan aceptar la Oferta el cumplimiento de dichas normas y, por tanto, la adecuada verificación, aplicabilidad e implicación de estas.

14 INFORMACIÓN FISCAL

El Oferente cumplirá con las obligaciones de índole fiscal que le resulten aplicables en relación con la Oferta, tanto en España como en otras jurisdicciones en las que Naturgy tiene actividades, e incluyendo (sin carácter limitativo) en relación con cualquier declaración de impuestos, pago, retención u otras obligaciones que le sean exigibles.

Se recomienda a aquellos accionistas de Naturgy que decidan aceptar la Oferta que obtengan asesoramiento fiscal al objeto de determinar si existen implicaciones de índole fiscal como consecuencia de una venta de sus acciones de Naturgy.

En Madrid, a [●] de septiembre de 2021.

GLOBAL INFRACO O (2) S.À R.L.

_____	_____
D. Serge Morel	D. Jaime José Siles Fernández-Palacios

ANEXO 18

Modelo de anuncio de la Oferta

Comisión Nacional del Mercado de Valores
Calle Edison, 4
28006 Madrid

31 de agosto de 2021

Re.: Carta relativa a la publicidad de la oferta pública voluntaria parcial de adquisición de acciones de Naturgy Energy Group, S.A. formulada por Global InfraCo O (2) S.à r.l.

Muy Sres. nuestros:

En relación con la publicidad de la oferta pública voluntaria parcial de adquisición de acciones formulada por Global InfraCo O (2) S.à r.l. (el "**Oferente**") sobre un máximo de 220.000.000 de acciones de Naturgy Energy Group, S.A. ("**Naturgy**"), representativas del 22,689% de su capital social (la "**Oferta**"), les manifestamos que, al margen de los preceptivos anuncios a los que se refiere el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, tras la autorización de la Oferta por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "**CNMV**"), el Oferente tiene previsto realizar las siguientes actividades de publicidad, promoción y/o difusión de la Oferta:

(i) publicará una nota de prensa informando a los accionistas e inversores de dicha autorización, de las características principales de la Oferta y de la duración del plazo de aceptación de la misma. Se adjunta la nota de prensa como **Anexo I** a la presente carta;

(ii) solicitará a Naturgy que remita a sus accionistas, tras la publicación de los preceptivos anuncios, la carta informativa que se adjunta a la presente como **Anexo II**, con el objeto de comunicar de manera individualizada la existencia y los principales términos de la Oferta;

(iii) habilitará un *call center* operado por un tercero para informar a los accionistas de Naturgy sobre la Oferta siguiendo un guion y un documento de preguntas y respuestas que serán empleados en llamadas con inversiones institucionales e inversores minoristas. Se adjuntan como **Anexo III** a la presente carta el guion y el documento de preguntas y respuestas que se emplearán en las llamadas;

(iv) realizará una campaña de publicidad en prensa escrita, medios digitales y redes sociales, emisoras de radio y páginas web, que se desarrollará tras la autorización de la Oferta por la CNMV. Se adjunta como **Anexo IV** a la presente carta los documentos y materiales que serán utilizados en la campaña de publicidad. En la campaña se señalarán las características básicas de la Oferta y los canales a través de los cuales se puede obtener información sobre la misma, y se informará sobre la publicación del folleto explicativo de la Oferta (el "**Folleto**") y cómo obtenerlo; y

(v) publicará en la página web que ha habilitado el Oferente a estos efectos (https://ifmofertaacciones.com/) documentación distribuida o publicada por el Oferente en relación con la Oferta, incluyendo el anuncio previo y la solicitud de autorización de la Oferta, el Folleto y sus anexos, el anuncio de la Oferta y una serie de preguntas frecuentes sobre la misma, así como sus correspondientes respuestas. Se adjunta a la presente carta como **Anexo V** el documento que contiene dichas preguntas y respuestas.

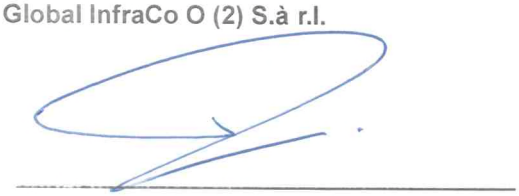
Todas las actuaciones descritas anteriormente cumplirán con lo previsto en la Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión y la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la CNMV, sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.

Al margen de lo anterior, el Oferente manifiesta que no tiene previsto desarrollar ningún otro tipo de difusión ni publicidad de cualquier otra forma en relación con la Oferta.

Los anexos adjuntos a la presente carta serán enviados a la CNMV con antelación suficiente para su revisión con carácter previo a su difusión. El contenido de dichos anexos no será puesto a disposición de ninguna entidad o persona distinta de la CNMV.

Muy atentamente,

Global InfraCo O (2) S.à r.l.



D. Serge Morel

ANEXO 20

Carta de aceptación de Banco Santander, S.A. como entidad encargada de la intermediación y liquidación de la Oferta por cuenta del Oferente

Santander
Corporate & Investment Banking

Global Infraco O (2) S.à.r.l.
1-3, Boulevard de la Foire, L-158 Luxemburgo
Gran Ducado de Luxemburgo

Madrid, 4 de febrero de 2021

Estimados Señores:

En relación con la oferta pública de adquisición de acciones voluntaria de la sociedad NATURGY ENERGY GROUP, S.A. (la "**Oferta**") formulada por Global Infraco O (2) S.à.r.l., (la "**Sociedad Oferente**"), por la presente ponemos en su conocimiento que Banco Santander, S.A., con domicilio social en Paseo de Pereda nº 9-12, Santander (Cantabria), acepta desempeñar las funciones de encargada de intervenir y liquidar las operaciones de compra de acciones a las que se dirige la Oferta, por cuenta de la Sociedad Oferente, en los términos previstos en el folleto explicativo de la Oferta, una vez que el mismo haya sido registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Atentamente,

Banco Santander, S.A.
P.p.

D. Joaquín González-Tarrío Polo

D. Luis Felipe Juárez Molina

ANEXO 21

Notificación de la resolución de la Comisión Federal de Competencia Económica de México (COFECE) de fecha 18 de marzo de 2021 autorizando la operación de concentración derivada de la Oferta y notificación de COFECE, de fecha 19 de agosto de 2021, otorgando una prórroga a la autorización de la operación de concentración

COMISIÓN FEDERAL DE COMPETENCIA ECONÓMICA

Pleno
Resolución
Expediente CNT-011-2021

Visto el expediente administrativo al rubro citado, el Pleno de esta Comisión Federal de Competencia Económica (Comisión), en sesión celebrada el dieciocho de marzo de dos mil veintiuno, con fundamento en los artículos 28, párrafos décimo cuarto y vigésimo, fracciones I y VI, de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos; 1, 2, 4, 10, 12, fracciones I, X y XXX, 58, 59, 61, 63, 64, 86, 87, 90 y 118 de la Ley Federal de Competencia Económica (LFCE);[1] 1, 5, 8, 15, 30, y 154 de las Disposiciones Regulatorias de la Ley Federal de Competencia Económica (DRLFCE);[2] 1, 4, fracción I, y 5, fracciones I, VI, XXI y XXXIX, del Estatuto Orgánico de la Comisión Federal de Competencia Económica vigente (Estatuto); 2, 3, 23, 27 y 91, de las Disposiciones Regulatorias sobre el uso de medios electrónicos ante la Comisión Federal de Competencia Económica (DRUME);[3] 1, 3 y 13 de los Lineamientos para la notificación de concentraciones por medios electrónicos ante la Comisión Federal de Competencia Económica (Lineamientos);[4] así como el *Acuerdo mediante el cual el Pleno autoriza la celebración de sesiones de forma remota en virtud de la contingencia existente en materia de salud y se derogan ciertos artículos de los Lineamientos para el funcionamiento del Pleno*,[5] resolvió de acuerdo a los antecedentes y consideraciones de derecho que a continuación se expresan.

I. ANTECEDENTES

Primero. El veintiséis de enero de dos mil veintiuno, Global InfraCo O (2) S.à r.l. (Infraco o el Notificante) notificó a esta Comisión su intención de realizar una concentración (Escrito de Notificación), conforme a lo establecido en el artículo 90 de la LFCE, a través del Sistema de Trámites Electrónicos de la Comisión Federal de Competencia Económica. El Escrito de Notificación se tuvo por recibido el día de su presentación mediante la emisión del "acuse de recibo electrónico".

Segundo. Por acuerdo de dos de marzo de dos mil veintiuno, notificado electrónicamente el tres de marzo de dos mil veintiuno, esta Comisión tuvo por emitido el acuerdo de recepción a trámite a partir del veintitrés de febrero de dos mil veintiuno.

II. CONSIDERACIONES DE DERECHO

Primera. La Comisión tiene a su cargo la prevención de concentraciones cuyo objeto o efecto sea disminuir, dañar o impedir la competencia y la libre concurrencia. Asimismo, está facultada para impugnar y sancionar aquellas concentraciones y actos jurídicos derivados de éstas, cuyo objeto o efecto sea disminuir, dañar o impedir la competencia y la libre concurrencia, en la producción,

[1] Publicada en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el veintitrés de mayo de dos mil catorce, modificada mediante Decreto publicado en el mismo medio informativo el veintisiete de enero de dos mil diecisiete.
[2] Publicadas el diez de noviembre de dos mil catorce en el DOF, y su última modificación publicada en el mismo medio oficial el cuatro de marzo de dos mil veinte.
[3] Publicadas en el DOF el ocho de diciembre de dos mil diecisiete, y su modificación publicada en el mismo medio oficial el dieciocho de julio de dos mil diecinueve.
[4] Publicados en el DOF el ocho de diciembre de dos mil diecisiete, y su modificación publicada en el mismo medio oficial el dieciocho de julio de dos mil diecinueve.
[5] Publicado en el DOF el treinta y uno de marzo de dos mil veinte.

distribución y comercialización de bienes y servicios en la República Mexicana. Por ende, podrá autorizar las concentraciones que no sean contrarias al proceso de competencia y libre concurrencia en términos de la LFCE.

Segunda. La operación notificada consiste en una oferta voluntaria parcial por parte del Notificante para adquirir un máximo de doscientas veinte (220) millones de acciones, que representan una participación no controladora del veintidós punto seiscientos ochenta y nueve por ciento (22.689%) del capital social de Naturgy Energy Group, S.A. (Entidad Objeto).[6]

Como resultado de la Operación, el Notificante adquirirá una participación indirecta en las siguientes sociedades mexicanas: (i) Naturgy México, S.A. de C.V. (Naturgy México); (ii) Comercializadora Metrogas, S.A. de C.V. (Metrogas); (iii) Energía y Confort Administración de Personal, S.A. de C.V. (EyC); (iv) Naturgy Servicios, S.A. de C.V. (Naturgy Servicios); (v) CH4 Energía, S.A. de C.V. (CH4);[7] (vi) Administradora de Servicios de Energía de México, S.A. de C.V. (ASEMSA); (vii) Lean Grids Services México, S. de R.L. de C.V. (LGSM); (viii) El Gritón Solar, S.A. de C.V. (El Griton); (ix) Fuerza y Energía Bii Hioxo, S.A. de C.V. (Bii Hioxo)[8]; (x) Fuerza y Energía de Hermosillo, S.A. de C.V. (Hermosillo); (xi) Fuerza y Energía de Naco-Nogales, S.A. de C.V. (Nogales); (xii) Fuerza y Energía de Norte Durango, S.A de C.V. (Durango); (xiii) Fuerza y Energía de Tuxpan, S.A. de C.V. (Tuxpan); (xiv) GPG Energía México, S.A. de C.V. (GPG México); (xv) Proyectos Balmes México, S.A. de C.V. (Balmes); (xvi) Unión Fenosa Operación México, S.A. de C.V. (UF Operación); (xvii) Unión Fenosa México, S.A. de C.V. (UF México); (xviii) Administración y Servicios ECAP, S.A. de C.V. (ECAP); (xix) Sistemas de Administración y Servicios, S.A. de C.V. (SAS); (xx) Gas Natural Fenosa Ingeniería y Desarrollo de Generación México, S.A. de C.V. (GN Ingeniería y Desarrollo),[9] y (xxi) Gas Natural Fenosa Ingeniería México, S.A. de C.V. (GNF Ingeniería)[10] (en conjunto las Subsidiarias Mexicanas de la Entidad Objeto).[11]

La operación no cuenta con cláusula de no competencia.[12]

Del análisis realizado por esta Comisión se considera que, de llevarse a cabo la operación notificada, tendría pocas probabilidades de afectar el proceso de libre concurrencia y competencia económica.

Por lo anteriormente expuesto, el Pleno de esta Comisión,

[6] Folio 009 del expediente en que se actúa. En adelante, cualquier referencia a folios se entenderá que se trata del expediente en que se actúa.
[7] Folio 6446.
[8] Folio 3650
[9] Esta sociedad se encuentra en liquidación. Folios 007, 2403 y 6446.
[10] Esta sociedad se encuentra en liquidación. Folio 6447.
[11] Folios 007, 6428, 6429, 6434, 6446 y 6447.
[12] Folio 010.

RESUELVE:

PRIMERO. Autorizar la realización de la concentración notificada relativa al expediente en que se actúa, en los términos de esta resolución.

SEGUNDO. La presente autorización tendrá una vigencia de seis meses contados a partir de que surta efectos la notificación de la misma, plazo que podrá ser prorrogado, por una sola ocasión, hasta por otro periodo similar en casos debidamente justificados, de conformidad con los artículos 90, párrafo segundo, de la LFCE, así como 22 y 37 de las DRLFCE.

TERCERO. En caso de que los Notificantes consumen la operación notificada, deberán presentar la documentación que acredite la realización del acto o actos relativos a su ejecución conforme a los documentos e información que obran en el expediente en el que se actúa, dentro de un plazo de treinta días hábiles contados a partir de la fecha en la que ésta se haya consumado, de conformidad con los artículos 114, primer párrafo, de la LFCE y 23 de las DRLFCE, siempre que dicho acto o actos se hayan realizado dentro del plazo determinado en el resolutivo SEGUNDO anterior.

Con fundamento en el artículo 126, fracciones I y II de la LFCE, se apercibe a los Notificantes de que en caso de no presentar la documentación e información referidos en el párrafo anterior dentro del plazo otorgado, esta Comisión, a través del Secretario Técnico en uso de sus facultades, les podrá imponer, en lo individual, como medida de apremio, una multa hasta por el equivalente a tres mil veces la Unidad de Medida y Actualización,[13] cantidad que podrá aplicarse por cada día que transcurra sin que cumplan lo ordenado. Lo anterior, sin perjuicio de otras sanciones que sean aplicables.

CUARTO. Esta resolución se otorga sin prejuzgar sobre otras autorizaciones que en su caso deban obtener los agentes económicos involucrados en la concentración de otras entidades u órganos gubernamentales, ni sobre la realización de prácticas monopólicas u otras conductas anticompetitivas que, en términos de la LFCE, disminuyan, dañen o impidan la libre concurrencia o la competencia económica, por lo que no releva de otras responsabilidades a los agentes económicos involucrados.

QUINTO. Con fundamento en los artículos 65 de las DRUME y 21 de los Lineamientos, una vez transcurrido el plazo referido de seis meses, contados a partir de que la Comisión haya decretado el cierre del expediente, el Expediente electrónico se dará de baja y quedará archivado en la base de datos que dispone la Comisión.

Notifíquese. Así lo resolvió, por unanimidad de votos, el Pleno de esta Comisión en la sesión de mérito, de conformidad con los artículos citados a lo largo de la presente resolución, y ante la fe del Secretario Técnico, con fundamento en los artículos 4, fracción IV, 18, 19 y 20, fracciones XXVI, XXVII y LVI, del Estatuto.

[13] De conformidad con el Decreto por el que se declara reformadas y adicionadas diversas disposiciones de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, en materia de desindexación de salario mínimo publicado en el DOF el veintisiete de enero de dos mil dieciséis, el valor de la Unidad de Medida y Actualización deberá ser utilizado como unidad para determinar la cuantía de pago de las obligaciones y supuestos previstos en las leyes federales.

Sello Digital	No. Certificado	Fecha
dm+g9sT+Z4iiDXAOSWHJj8GYD3zh/D7vwKYiwIDMOXDmRtlXJItQoOxbplnx6mOnZPMzoSlRBBqe/LUEPqjjr4CLZrlsWjdVUGv1VLp8O54FW50RlrxUxs7OQcoBfdjcfgmGTLBJ7l9Kax86uOA9N+ZnpQsPhoIBILdLATZDSit4iRX1nt8MRcg/beQjHBlwHr9pFgBOumxxK24Th6AzzKxnEzd0yub6D8r7dSUgCizJjBe5/p9KGdxw5reuyDDzsdqZMvtwbI1qqNw+zcJZvrWjqp7PuNpoI84NW0HZl7+WJ9vlAuSg0O3vvskVlZfCdNYPWx/vyS5KoLP+Ordi8Q==	00001000000410252057	jueves, 18 de marzo de 2021,04:02 p. m. FIDEL GERARDO SIERRA ARANDA
RCg9oJt1sqd0DyO3wNVuZmgm8aEUR81KhqAfjOLUtFoilfmZwAmDtsaGcy/C0ejvGG8h/sVQG1mh2hXeK8/w2rxe3lyRLFFyGhIm7qcvR1nAZOBDQ8Sb0M+sh6ifJpn6Fa4uBfUsYLWDtX7RZN9t0cLFsj7tU07Xm1bdOvkIPc/YvZbc8LUa4FHU+dtF8KD4GO0cQvttvbYdzScpVwKDlsZlg5HgnhSggNWel/QyjCnAZtPuK1NgrdGc+ADVxQHL9za1AzB59raNA1F0RMXaySoRxytINZdAstxOhzedn2JJeZWWBApqANO2JLn33I5J4HwhHfVPrgwLDlLNtJ3TcA==	00001000000501919083	jueves, 18 de marzo de 2021,03:35 p. m. BRENDA GISELA HERNANDEZ RAMIREZ
LkGRgTwJEQuO0PuuIFKZ/Ade9rdKO3kpf3ICttqwLus2qWdDcOafD227X0hmL9hGjXvEI0a/opKgcOegOt+YlFfUK7r2lOewxuXUCR82HkqJSqmUS+4IbPGE6oQJKzvJBJfotEGA08zRaBCCGMbmfcK+f3xHj5RclYP6AszKn733DBvT3nb+Gr/Rmmgpez28XlxQe69GG6Rbd12dnxMfDte3zOslt2RbVSKGmkpIllREIJZR1gQZ3OLLUXgIVsacqwSl5nZ7oCWJcgIijyUAJJD4CFD1JVqfgtWuiXWfBz8Td32+F3l9v2rx3UT3fj7waoD1m+a0hTCwdmiZD9XkIQ==	00001000000503429096	jueves, 18 de marzo de 2021,01:38 p. m. JOSE EDUARDO MENDOZA CONTRERAS
PEOD52zrz/dBtcDabUXiy51sxQF5jio1i5wGYR+rKoyg2Sh700rALW9elpitWrA8OnSIJBMJBD1yojR3zpOgjGblp+QSjLitYt4brDKcmds6F/p5CA1FJXcCu+mYUsN1ySkkA4U8Rq6lBfhbcQUri2Lg3NEIFLjevfyIQcPuDnNTcfUny9HJ8m86De6VL6nUjp0yaeYKaArVKn1oYITAw/oqpn3zshBUOvNZkkcCa3QVfTlIIfQ/Vn+Gw/S59MQqGvB5fXCbxe3bVe/sskqIlaqDTd71wCkupg8Rs0K2qiEVV5stUYkA5P9kxfvdc83XfGX553vIOr83b4FMqvvYYA==	00001000000411017689	jueves, 18 de marzo de 2021,12:33 p. m. ANA MARIA RESENDIZ MORA
VF56d6+SqjzaqLKzjGT/b8ImjqgMVI8DIZnVnAeqNC9Q6W//8+pYBgJfRLFhlCbFbMCsJCFVY5swuxrSn7Uif4/GM5hLl34NmD6CR5Wb5rNfdioZzOOzWUWBscvK0VlKKv4w0VjZgGZn/LIXTkSrd4Tt8cx1Tk68Rd6siMfXcsO6tQPRofe6LJEe+AW7CSYJg2HGcZq916tpX+Sj6+PykmFI67y8QCP/32HdHMcrSwfivTQ7gLeVPIDZLXI+BcUM82Sdn+BC8LGeDoPwEpJ2fTRLICdnTTZlJVkyzC6qeWjhNRE4XlL6RFF9mvBkMgbeAIs/zmNxWYIsOvUntDOzag==	00001000000410345478	jueves, 18 de marzo de 2021,12:26 p. m. ALEJANDRO FAYA RODRIGUEZ
L/xj1Wbw04RWXc+GKyO9pbARuXOiJKJoBFgSLnZ6+5w582fh/QUi1e++AhmYxYbOOSQZC4q7Oih7iUHkYobW3q3H7cc5X55N1TFUuyDSXpY3QSTwroJYtRhzDfgIhakNNO2YLkLCZLs/WjbSrtuxxu64UsIxeK51lwF4/s4vRfp6JhxBEbqoRDMUuMg4fHKygTtuKz5N/9roRAyID0qAdjfh1epiVVsVxKusf7VGTYscacQGM9jm3aXtydyMLdkus/BQzLg0MfiO7yHfNAlwtJxXdGSgrUYDGArrxzd69O/wkoM3F6VGz6Oj6eAe87kmnxtCPLu2WiieMVwTyy7WMw==	00001000000410188472	jueves, 18 de marzo de 2021,12:08 p. m. ALEJANDRA PALACIOS PRIETO

Al día que aparece en la firma electrónica al calce del presente.- Visto el escrito presentado a través del Sistema de Notificaciones Electrónica de Concentraciones de la Comisión Federal de Competencia Económica el diecisiete de agosto de dos mil veintiuno, al cual correspondió el número de registro de ingreso 4449 ("Escrito de Prórroga"), signado de manera electrónica por Cristina Massa Sánchez en su carácter de apoderada legal de **Global InfraCo O (2) S.à r.l. ("Notificante");** mediante el cual informó y solicitó lo siguiente:

"(…)

El Agente Notificante le informa a esa H. Comisión que, a la fecha de presentación de este escrito ***aún no se encuentra en condiciones para el cierre de la Operación debido a que*** ***aún se encuentra pendiente obtener una autorización del regulador del mercado de valores de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV"),*** *e incluso si dicha autorización de la CNMV se obtuviera dentro de la vigencia inicial de la Resolución, el Agente Notificante pudiera no tener el tiempo suficiente para cerrar la Operación antes de que venza el plazo de vigencia inicial de la Resolución. Como resultado de lo anterior, el Agente Notificante no tiene actualmente una fecha exacta en la que espera cerrar la Operación; sin embargo, existe una perspectiva realista de que esa fecha sea posterior al vencimiento del periodo de vigencia actual de la Resolución.*

Por lo tanto, con fundamento en el artículo 90 de la LFCE y el artículo 37 de las Disposiciones Regulatorias de la LFCE, el Agente Notificante ***solicita respetuosamente a esa H. Comisión que otorgue una prórroga de 6 (seis) meses adicionales a la vigencia de la Resolución****.*

Con base en lo anterior, el Agente Notificante solicita respetuosamente a esa H. Comisión:

Primero*. Tener el presente escrito por debidamente presentado en nombre y representación del Agente Notificante y otorgar una prórroga de 6 (seis) meses adicionales al plazo de vigencia original de la Resolución.*

(…)"

SE ACUERDA:

Primero.- Se tiene por presentado el Escrito de Prórroga, así como por hechas sus manifestaciones para todos los efectos legales a los que haya lugar.

Segundo.- Con fundamento en los artículos 90, antepenúltimo párrafo de la Ley Federal de Competencia Económica ("LFCE") y 37 de las Disposiciones Regulatorias de la Ley Federal de Competencia Económica ("Disposiciones Regulatorias"), se indica al Notificante que, toda vez que se tienen por justificadas las manifestaciones vertidas en su Escrito de Prórroga, en el sentido de que "(…) ***aún se encuentra pendiente obtener una autorización del regulador del mercado de valores de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV")*** (…)", **se concede una prórroga a la vigencia de la resolución** emitida por el Pleno de esta Comisión Federal de Competencia Económica ("Comisión") el dieciocho de marzo de dos mil veintiuno ("Resolución"),[1]

[1] La Resolución fue notificada electrónicamente el dieciocho de marzo de dos mil veintiuno y surtió efectos el diecinueve del mismo mes y año, por lo que el plazo de vigencia de la Resolución comenzó a contar a partir del veintidós de marzo de dos mil veintiuno y

por un periodo adicional de seis meses, contados a partir del día hábil siguiente a que venza el periodo originalmente otorgado respecto de la vigencia de la Resolución, es decir, a partir del **veintitrés de septiembre de dos mil veintiuno**.

Asimismo, se informa que, de conformidad con lo señalado en el Resolutivo Tercero de la Resolución, una vez realizada la operación deberá presentar la documentación que acredite la realización de algún acto o actos relativos a la ejecución de la operación dentro de un plazo de treinta días hábiles contados a partir de la fecha de su realización, siempre que dicho acto o actos se hayan realizado dentro del plazo de la vigencia de la Resolución, de conformidad con lo señalado en el artículo 23 de las Disposiciones Regulatorias.

Tercero.- Se advierte que el Notificante no se manifestó en relación con el tratamiento que deberá darse a la información y documentación presentada en el Escrito de Prórroga. Al respecto, se informa que se deja a salvo el derecho de identificar aquella información y documentación presentada junto con el Escrito de Prórroga, que en particular cumple con lo establecido en el artículo 3, fracción IX de la LFCE.

Lo anterior deberán hacerlo con la mayor precisión posible, por cada párrafo que contenga el escrito referido, y que soliciten que se identifique como confidencial, y señalando según sea el caso: (i) el daño o perjuicio que puede causar su posición competitiva; (ii) el dato personal cuya difusión requiere su consentimiento; (iii) el riesgo a su seguridad; y/o (iv) la disposición legal que prohíba su divulgación.

Asimismo, se informa al Notificante que se considerará pública la información que se haya dado a conocer por cualquier medio de difusión público, se encuentre en los registros públicos o en fuentes de acceso público, conforme a lo señalado en el artículo 3, fracción X, de la LFCE

Cuarto.- De conformidad con lo establecido en el artículo 127, fracción III, de la LFCE, se informa que esta Comisión puede aplicar una multa hasta por el equivalente a ciento setenta y cinco mil veces la Unidad de Medida y Actualización ("UMA"),[2] por declarar falsamente o entregar información falsa a esta autoridad, con independencia de la responsabilidad penal en que se incurra.

Notifíquese.- Así lo acordó y firma el Secretario Técnico de esta Comisión, con fundamento en los artículos citados a lo largo del presente proveído y de conformidad con los artículos 28, párrafos décimo cuarto y vigésimo de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos; el "*Acuerdo delegatorio de facultades al Secretario Técnico de la Comisión Federal de Competencia Económica*", 22 y 23 de las Disposiciones Regulatorias; así como 1, 2, fracción VIII, 4, fracción IV, 12, fracciones II y XXX, 13, segundo párrafo, 18, 19, 20, fracciones XIII, XLVIII y LVI, del Estatuto Orgánico de la Comisión Federal de Competencia Económica vigente.

Fidel Gerardo Sierra Aranda

---

vence el veintidós de septiembre de dos mil veintiuno, por lo que el Escrito de Prórroga fue presentado en tiempo. Lo anterior con fundamento en los artículos 114, primer párrafo y 115, segundo párrafo de la LFCE y de conformidad con el "*Acuerdo mediante el cual la Comisión Federal de Competencia Económica da a conocer el calendario anual de labores para el año dos mil veintiuno*", publicado el diecisiete de diciembre de dos mil veinte en el Diario Oficial de la Federación ("DOF").

[2] De conformidad con el "*Decreto por el que se declara reformadas y adicionadas diversas disposiciones de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, en materia de desindexación del salario mínimo*." publicado el veintisiete de enero de dos mil dieciséis en el DOF, así como de acuerdo con la actualización del valor de la UMA publicada en el DOF el ocho de enero de dos mil veintiuno y vigente a partir del primero de febrero de dos mil veintiuno.

Sello Digital	No. Certificado	Fecha
cAhzQVglngxNsy1zKoIDqX9U9HxUTDFbq+m0dtJlqdA16lnhjYr2cNcsT/2Lg0CYaGC73LZ5T9dffTzO+hnfAXALXOF+sf19ANiBV1l7OnSoDdnixGJsfnpV07KJcW5eK3EBl42L60SnYTHC4jIW1Z204fp+26L2l4pHOn5d5NMiFnCL2/U2DxcDO9jrxPn5GWcaCUUOYOHQJgMOv0zj/wTAGA9WZGrjL8+2GWsC0LuDTYZX5RIU7bSC242OQV5lmwl46VluzYorEgkGZI1XWYSoc46UBtWDnj+4ICmTekrnPRDFgXt6JCQ1CZBT7s1jX95sehle3RO8s/uVg4fYRg==	00001000000410252057	jueves, 19 de agosto de 2021,10:30 p. m. FIDEL GERARDO SIERRA ARANDA

ANEXO 22

Copia del acuerdo del Consejo de Ministros del Gobierno de España de fecha 3 de agosto de 2021 autorizando, con condiciones, la inversión extranjera directa en España por parte del Oferente e indirecta por parte de sus accionistas en Naturgy, notificado al Oferente el día 4 de agosto de 2021

Código seguro de Verificación : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32 | Puede verificar la integridad de este documento en la siguiente dirección : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm

DON FÉLIX BOLAÑOS GARCÍA, MINISTRO DE LA PRESIDENCIA, RELACIONES CON LAS CORTES Y MEMORIA DEMOCRÁTICA Y SECRETARIO DEL CONSEJO DE MINISTROS

C E R T I F I C O:

Que en la reunión del Consejo de Ministros celebrada el día tres de agosto de dos mil veintiuno se ha aprobado el Acuerdo por el que se autoriza con condiciones la inversión extranjera de la sociedad GLOBAL INFRACO O (2) S.À R.L., en la sociedad española NATURGY ENERGY GROUP S.A, cuyo texto literal consta en el documento adjunto.

Y para que así conste y surta los efectos oportunos, expido y firmo la presente certificación en Madrid, a tres de agosto de dos mil veintiuno.

CSV : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32
DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm
FIRMANTE(1) : FELIX BOLAÑOS GARCÍA | FECHA : 03/08/2021 18:05 | Certifica | Sello de Tiempo: 03/08/2021 18:06

Código seguro de Verificación : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32 | Puede verificar la integridad de este documento en la siguiente dirección : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm

MINISTERIO DE
ASUNTOS ECONÓMICOS
Y TRANSFORMACIÓN DIGITAL

REF.:
REF.C.M.:

Acuerdo por el que se autoriza con condiciones la inversión extranjera de la sociedad GLOBAL INFRACO O (2) S.À R.L., en la sociedad española NATURGY ENERGY GROUP S.A.

PROPUESTA

De conformidad con el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, así como con el Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, que regula el Régimen Jurídico de las inversiones exteriores, habiendo obtenido previamente el informe favorable de la Junta de Inversiones Exteriores de fecha 27 de julio de 2021, se autoriza, sujeta a las condiciones que se indican en el punto III, la siguiente operación de inversión extranjera:

- Sociedad objeto de la inversión: Naturgy Energy Group, S.A
- Sociedad inversora inmediata: GLOBAL INFRACO O (2) S.À.R.L.
- Sociedad inversora última: IFM Global Infrastructure Fund ("IFM GIF")
- La operación consiste en la adquisición mediante oferta pública voluntaria parcial de adquisición sobre un máximo de 220.000.000 de acciones de Naturgy Energy Group, S.A., representativas del 22,689% de su capital social.

Elévese al Consejo de Ministros
Madrid

LA VICEPRESIDENTA PRIMERA Y
MINISTRA DE ASUNTOS ECONOMICOS Y
TRANFORMACION DIGITAL.

Nadia Calviño Santamaría

CSV : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32
DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm
FIRMANTE(1) : FELIX BOLAÑOS GARCÍA | FECHA : 03/08/2021 18:05 | Certifica | Sello de Tiempo: 03/08/2021 18:06

Código seguro de Verificación : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32 | Puede verificar la integridad de este documento en la siguiente dirección : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm

EXPOSICIÓN

I. SOCIEDAD OBJETO DE LA INVERSIÓN

Naturgy Energy Group, S.A es una sociedad anónima española cotizada. Fue constituida en 1843 con la denominación "Sociedad Catalana para el Alumbrado por Gas". Modificó su denominación en 1987 a "Catalana Gas" y, tras un proceso de consolidación, en 1992 volvió a modificar su denominación a "Gas Natural SDG, S.A.". En 2009, Gas Natural se fusiona con Unión Fenosa, pasando a denominarse Gas Natural Fenosa. Finalmente, en 2018, la sociedad modificó su denominación a Naturgy Energy Group, S.A.

El accionista con mayor porcentaje de capital social es Criteria Caixa S.A.U. (25,862%). En segundo lugar, le sigue Rioja Acquisition S.à. r.l. (20,410%), cuyo accionista último de control es CVC Capital Partners SICAV-FIS, S.A. En tercer lugar, GIP Canary 1 S.à r.l., un fondo de inversión privado cuyo gestor es Global Infrastructure Management LLC (20%). Sonatrach es propietario del 3,85% del capital social. El capital en el mercado o *free float* de la sociedad es del 28,983%, 21% del cual está en manos de inversores institucionales.

- Las principales actividades que realiza Naturgy en España son las siguientes:
    - En el sector gasista: actividades reguladas (distribución, transporte y almacenamiento), aprovisionamiento y suministro de gas natural.
    - En el sector eléctrico: Está integrada verticalmente, de manera que realiza las actividades reguladas de distribución y transporte, así como las liberalizadas de generación y suministro.
- Naturgy tiene presencia internacional en más de 30 países y atiende a casi 23 millones de clientes. Según las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2019, los principales ingresos fuera de España se obtuvieron en Chile, Brasil, Francia, México, Panamá y Argentina (que, junto con España, representaron cerca del 84% de los ingresos del Grupo). Las operaciones de Naturgy en el extranjero se llevan a cabo a través de filiales locales o de empresas conjuntas.
- Naturgy realiza además operaciones de trading, centralizando la operación física y financiera a nivel internacional, con el objetivo de optimizar la gestión de sus activos. Por último, se destaca la participación de Naturgy en numerosos proyectos de innovación que han sido financiados con cargo a fondos públicos tanto nacionales como europeos.

DICTÁMENES Y TRÁMITES PRECEPTIVOS:

Informe favorable de la Junta de Inversiones Exteriores de fecha 27 de julio de 2021.

Doy fe de la correspondencia entre el contenido de este extracto-propuesta y de su expediente.

Cumplidos los trámites preceptivos, se somete a V.E. la propuesta que figura en el anverso.

Madrid,

CSV : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32
DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm
FIRMANTE(1) : FELIX BOLAÑOS GARCÍA | FECHA : 03/08/2021 18:05 | Certifica | Sello de Tiempo: 03/08/2021 18:06

Código seguro de Verificación : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32 | Puede verificar la integridad de este documento en la siguiente dirección : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm

II. INVERSOR EXTRANJERO

-La entidad que ofrece adquirir directamente las acciones en Naturgy es Global InfraCo O (2) S.à.r.l., sociedad luxemburguesa cuya titularidad real corresponde en un 100% a IFM Global Infrastructure Fund ("IFM GIF").
-IFM GIF es un "fondo principal" constituido en Islas Caimán en el que invierten una serie de vehículos inversores (los "Fondos Inversores") que están establecidos en una variedad de jurisdicciones, incluyendo Australia, Inglaterra y Gales, Estados Unidos de América y Canadá, y están estructurados como *unit trusts* o sociedades limitadas. Los inversores finales de IFM GIF son actualmente 442 inversores institucionales, la mayoría fondos de pensiones de todo el mundo que invierten en IFM GIF a través de los Fondos Inversores.
-De acuerdo con la solicitante, ninguno de los inversores posee más del 25% de la participación económica en IFM GIF y ninguno de ellos tiene derechos de voto en IFM GIF ni ejerce el control de IFM GIF por ningún otro medio.
-El inversor declara que no está controlado, ni directa ni indirectamente, por el gobierno, los organismos gubernamentales o las fuerzas armadas de un Estado extranjero.
- "IFM Investors Pty Ltd" ("IFM Investors"), gestor de los fondos, cuenta con 94.000 millones de euros de activos gestionados en infraestructuras (44%), inversiones en deuda (34%), acciones en empresas cotizadas (21%) y capital privado (1%). Posee 2 fondos perpetuos de capital de infraestructuras: IFM Australian Infrastructure Fund (con 15 empresas en cartera, todas ellas en Australia) e IFM GIF (con 17 empresas en cartera).

III. INVERSIÓN EXTRANJERA

- La operación consiste en la adquisición mediante oferta pública voluntaria parcial de adquisición sobre un máximo de 220.000.000 de acciones de Naturgy Energy Group, S.A., representativas del 22,689% de su capital social.
- El inversor ha declarado por escrito que su gestión se centra en la propiedad responsable a largo plazo de sus inversiones y argumenta que esta operación es consistente con las características del fondo que gestionan, IFM GIF, con su política de gestión de inversiones, con sus valores y con el historial de sus inversiones.

El artículo 7 bis de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, suspende el régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España en los casos en que las inversiones por su naturaleza, forma o condición de realización afecten o puedan afectar a la seguridad, orden o salud públicos.

En este caso, es preceptiva la autorización administrativa previa respecto de la operación de inversión, objeto de esta operación. La resolución de dicha solicitud de autorización corresponde al Consejo de Ministros a propuesta de la Vicepresidenta primera y Ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital, de conformidad con el Real Decreto 140/2021, de 5 de marzo.

La Junta de Inversiones Exteriores informó favorablemente el expediente de esta operación, siempre y cuando se garantice el cumplimiento de las condiciones que a continuación se expondrán, en su reunión de fecha 27 de julio de 2021 al determinar que, por las características de operación, no suponía riesgos para la seguridad, orden y salud públicos, y con el fin de elevar al Gobierno esta propuesta para su autorización.

La sujeción de la autorización a condiciones se justifica porque la sociedad objeto de la inversión posee infraestructuras críticas para el aprovisionamiento de energía de España, así como activos ligados a

CSV : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32
DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm
FIRMANTE(1) : FELIX BOLAÑOS GARCÍA | FECHA : 03/08/2021 18:05 | Certifica | Sello de Tiempo: 03/08/2021 18:06

Código seguro de Verificación : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32 | Puede verificar la integridad de este documento en la siguiente dirección : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm

actividades reguladas en los sectores gasista y eléctrico; además, su desempeño es fundamental para los objetivos de transición energética y de transición justa de nuestro país.

La finalidad de estas condiciones es asegurar la estabilidad de la compañía objeto de adquisición y garantizar la protección y buena gestión de los activos regulados y las infraestructuras críticas en el contexto de la política energética y de transición ecológica.

Por consiguiente, en virtud de lo establecido en la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, así como el Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores, se propone que el Consejo de Ministros AUTORICE la inversión extranjera por parte de la sociedad Global InfraCo O (2) S.à r.l. en la sociedad española Naturgy Energy Group, S.A. sujeta a que el adquirente, en el ejercicio de sus derechos de voto, cumpla las siguientes condiciones:

1. Apoye:

a. El mantenimiento del domicilio social y de la sede efectiva de gestión y dirección de los negocios en España.
b. El mantenimiento de una parte significativa de la plantilla del grupo en España.
c. Una política de dividendos prudente, que permita acometer la política de inversión vinculada a la transición energética señalada en el punto 2.
d. Una política de endeudamiento externo encaminada a (i) mantener la calificación crediticia de grado de inversión de la sociedad y (ii) permitir que las ratios de endeudamiento de sus filiales reguladas en España no sean superiores a las recomendadas por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en su Comunicación 1/2019, de 23 de octubre.
e. La difusión al mercado de información financiera anual y semestral, que será puesta a disposición de los inversores de manera fácilmente accesible, así como la elaboración y difusión del informe anual de gobierno corporativo y del informe anual sobre remuneración del consejo.

2. Apoye con carácter general la inversión de la sociedad en proyectos vinculados a la transición energética en España que contribuyan a generar valor a largo plazo, sean sostenibles y se ajusten a los estándares de mercado en términos de rentabilidad y perfil de riesgo.

3. No apoye ninguna propuesta de desinversión (distinta de las ya reflejadas en el plan estratégico 2022-2025 de la sociedad) que se presente al Consejo de Administración o a la Junta General de Accionistas de la sociedad que implique que esta última pierda el control de filiales que puedan poner en riesgo el buen funcionamiento de las actividades de transporte y distribución de energía eléctrica y gas natural en España.

4. No apoye ninguna propuesta de exclusión de negociación de las acciones de la sociedad en las Bolsas españolas, salvo que dicha negociación no alcance la difusión, frecuencia o volumen de contratación suficientes para una correcta formación del precio.

Estas condiciones serán de aplicación en los cinco años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta Pública de Adquisición de acciones, excepto para lo establecido en el punto 4, que aplicará en los tres años siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta Pública de Adquisición de acciones.

El incumplimiento de estas condiciones dará lugar a la revocación de la autorización de inversión extranjera y constituirá una infracción muy grave en los términos previstos en el artículo 8.2 b) de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

De conformidad con la normativa aplicable y en el marco de sus respectivas competencias, corresponderá al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, al Ministerio para la Transición Ecológica y

CSV : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32
DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm
FIRMANTE(1) : FELIX BOLAÑOS GARCÍA | FECHA : 03/08/2021 18:05 | Certifica | Sello de Tiempo: 03/08/2021 18:06

Reto Demográfico y a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia la vigilancia y supervisión del cumplimiento de las condiciones adquiridas por Global InfraCo O (2) S.à r.l. en virtud de su solicitud y del presente Acuerdo.

La presente autorización se otorga sin perjuicio del resto de autorizaciones preceptivas, así como, en su caso, del procedimiento de notificación y control ex post de la toma de participaciones en el sector energético regulado en la Disposición Adicional Novena de la Ley 3/2013, de 4 de junio, de creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

Código seguro de Verificación : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32 | Puede verificar la integridad de este documento en la siguiente dirección : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm

CSV : GEN-5bd5-86b3-4ef7-ee97-a0c1-2d9c-8b34-3c32
DIRECCIÓN DE VALIDACIÓN : https://sede.administracion.gob.es/pagSedeFront/servicios/consultaCSV.htm
FIRMANTE(1) : FELIX BOLAÑOS GARCÍA | FECHA : 03/08/2021 18:05 | Certifica | Sello de Tiempo: 03/08/2021 18:06