

Sector Petroleo

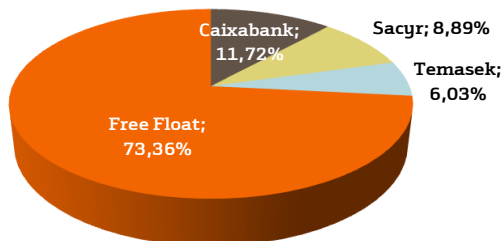
Precio Objetivo: 12,05 €
Recomendación: Vender

Resultados 3T'15, flojos y con muy baja visibilidad.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 16.693 M€
Último: 11,92 €/acc.
Nº Acciones: 1.400,4 M acc.
Max / Min (52 sem): 19,22/10,18
Cód. Reuters / Bloomberg: REP.MC / REP SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

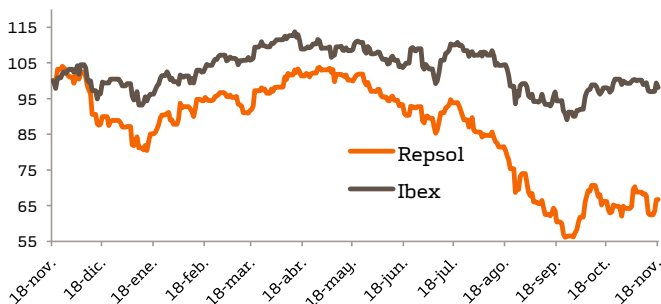
	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	47.292	37.626	39.177	41.144	-4,5%
Ebitda	2.462	3.226	4.211	4.505	22,3%
Mg. Ebitda	5,2%	8,6%	10,7%	10,9%	
BAI	1.122	1.146	1.230	1.508	10,4%
BNA	1.612	905	1.037	1.332	-6,2%
BPA (€/acc.)	1,15	0,65	0,74	0,95	-6,2%
DPA (€/acc.)	0,96	0,33	0,38	0,48	-20,3%
Rent. Divid.	8,02%	2,76%	3,16%	4,06%	
PER	10,4x	18,4x	16,1x	12,5x	
DFN	3.612	15.792	14.451	13.687	
DFN/Ebitda	1,47x	4,90x	3,43x	3,04x	
EV/Ebitda	8,7x	10,07x	7,71x	7,21x	

⁽¹⁾ TAMI 14/17

Valoración por DCF

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,00%
Coste de capital (Ke)	9,7%
Coste de la deuda (Kd)	4,0%
Prima de riesgo (Rp)	7,5%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,8%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	8,4%
Beta (5 años)	1,05
Precio objetivo (€/acc.)	12,02
Cotización (€/acc.)	11,92
Potencial de revalorización	0,8%

Comparativa con Ibex35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Carrasco (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso
Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José

Esther Gutierrez de la Torre

Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas

Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

CONCLUSIONES:

Repsol ha presentado resultados del 3T'15 flojos, como esperábamos. De forma general, los márgenes de refino (Refino y Marketing - *downstream*) han compensado la mala evolución del crudo (Exploración y Producción - *upstream*).

Sin embargo, a futuro, empezamos a ver una cierta debilidad en refino y el crudo continua debil. En consecuencia, **mantenemos la recomendación de Vender** y a lo largo de los próximos días, tras visitar a la compañía (19 de noviembre), revisaremos las estimaciones y el precio objetivo.

Resultado por divisiones 3T'15: Exploración y Producción - 395M€ (+185M€ en 3T'14); Refino y Marketing 682M€ (+258,9%); Gas Natural 103M€ (+12,0%) y Corporación: -231M€ (vs +344,2%). BNA -221M€ (vs +319M€ en 3T'14). BNA ajustado: 159M€ (-62%).

¿Qué nos preocupa?

1) Deuda financiera: El endeudamiento es muy elevado: DFN: 15.611M€ (DN/Ebitda 4,8x; DfN/FFPP: 51%; 99,04% de la capitalización bursatil). Ante este escenario, o Repsol acelera la venta de activos o las agencias de calificación revisarán su rating a la baja, pasando a bono especulativo. El rating actual (S&P) es BBB perspectiva Negativa.

2) Crudo: No somos optimistas, por lo que *upstream* seguirá estando en negativo en 4T'15 y parcialmente en 2006. Escenario de crudo de BKT (calidad Brent): 55\$/brr 2016; 70\$/brr 2017; 75\$/brr 2018; 80\$/brr 2019 y 85\$/brr 2020). Para el gas (referencia Henry Hub): estimación BKT: 2,8\$/Mbtu 2016; 3\$/Mbtu 2017; 3,2\$/Mbtu 2018; 3,3\$/Mbtu 2019 y 3,5\$/Mbtu 2020.

3) Márgenes de refino: Que continúe un goteo a la baja, y *downstream* no compense *upstream*. Pensamos que los niveles actuales no son sostenibles a medio/largo plazo. Estimación BKT: 6\$/brr 2016; 5\$/brr 2017; 4\$/brr 2018; 4\$/brr 2019 y 3,5\$/brr 2020).

Principales magnitudes operativas de Rdos 3T'15:

Exploración y Producción

El resultado neto ajustado en el 3T'15: -395M€ (-48M€ en 2T'15 y +185M€ en 3T'14). Los motivos han sido: i) la caída de los precios de realización tanto del crudo (44,4\$/brr; -47,3\$ respecto al 3T'14 y -20,3% respecto al 2T'15) como del gas (2,8\$/miles scf; -22,2% respecto 3T'14 y -12,5% respecto al 2T'15) y ii) los mayores gastos exploratorios; iii) la ausencia de producción en Libia y iv) por el impacto en el cargo por impuesto de la devaluación de las monedas locales, aunque parcialmente compensada por el crecimiento de la producción.

Producción de crudo: 653.000brr/d (+78,4%). Esta cifra no es comparable ya que 2014 no incluye Talisman y los de 3T'15 lo incluye en su totalidad. La contribución de los activos de Talisman en el trimestre ha sido de 307.000brr/d de media. La producción media en octubre se situó en 685.000brr/d, muy buen dato.

Refino y Marketing

El resultado neto ajustado en el tercer trimestre de 2015 fue de 682M€ (+258,9M€). El indicador de refino de España se situó en 8,8\$/brr (+125,6% respecto al 3T'14 y -3,2% respecto a 2T'15). Utilización de capacidad de refino: 94,5% (vs 84,8% en 3T'14 y 89,1% en 2T'15).

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Sector Petroleo

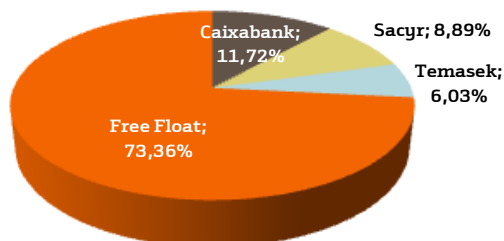
Precio Objetivo: 12,05 €
Recomendación: Vender

Plan Estratégico 2016-2020 no convence.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 15.993 M€
Último: 11,42 €/acc.
Nº Acciones: 1.400,4 M acc.
Max / Min (52 sem): 19,22/10,18
Cód. Reuters / Bloomberg: REP.MC / REP SM

Accionariado



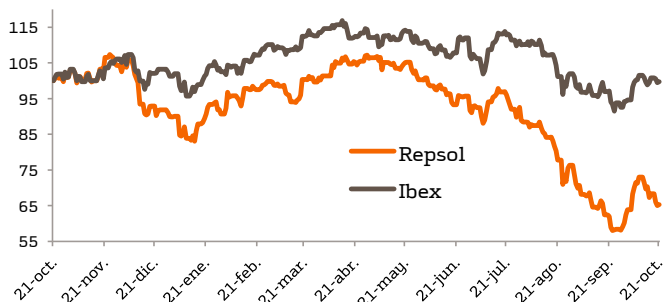
Principales cifras y ratios

	2014r	2015e	2016e	2017e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	47.292	37.626	39.177	41.144	-4,5%
Ebitda	2.462	3.226	4.211	4.505	22,3%
Mg. Ebitda	5,2%	8,6%	10,7%	10,9%	
BAI	1.122	1.146	1.230	1.508	10,4%
BNA	1.612	905	1.037	1.332	-6,2%
BPA (€/acc.)	1,15	0,65	0,74	0,95	-6,2%
DPA (€/acc.)	0,96	0,33	0,38	0,48	-20,3%
Rent. Divid.	8,37%	2,88%	3,30%	4,24%	
PER	9,9x	17,7x	15,4x	12,0x	
DFN	3.612	15.792	14.451	13.687	
DFN/Ebitda	1,47x	4,90x	3,43x	3,04x	
EV/Ebitda	8,7x	9,85x	7,55x	7,06x	

Valoración por DCF

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,00%
Coste de capital (Ke)	9,7%
Coste de la deuda (Kd)	4,0%
Prima de riesgo (Rp)	7,5%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,8%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	8,4%
Beta (5 años)	1,05
Precio objetivo (€/acc.)	12,02
Cotización (€/acc.)	11,42
Potencial de revalorización	5,2%

Comparativa con Ibex35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Carrasco (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso
Eva del Barrio Pilar Aranda Belén San José

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

CONCLUSIONES:

Repsol presentó el Plan Estratégico 2016-2020 con una visión ciertamente optimista respecto al sector a medio/largo plazo. Llama la atención las pocas referencias al endeudamiento y a la situación crítica en la que se encuentra respecto a las agencias de calificación ya que está al límite (S&P: BBB- perspectiva Negativa) de bono especulativo. En consecuencia, **mantenemos la recomendación de Vender.**

Factores claves:

1) **Escenario de estimaciones de precios de energía:** i) **crudo (Brent):** 65\$/brr 2016; 75\$/brr 2017; 85\$/brr 2018; 90\$/brr 2019 y 91,8\$/brr 2020. (estimación BKT: 55\$/brr 2016; 70\$/brr 2017; 75\$/brr 2018; 80\$/brr 2019 y 85\$/brr 2020.); ii) **gas (Henry Hub)** 3,5\$/Mbtu 2016; 4\$/Mbtu 2017; 4,6\$/Mbtu 2018; 4,7\$/Mbtu 2019 y 4,8\$/Mbtu 2020 (estimación BKT: 2,8\$/Mbtu 2016; 3\$/Mbtu 2017; 3,2\$/Mbtu 2018; 3,3\$/Mbtu 2019 y 3,5\$/Mbtu 2020. iii) **Márgenes de refino:** 6,4\$/brr lineal, (estimación BKT: 6\$/brr 2016; 5\$/brr 2017; 4\$/brr 2018; 4\$/brr 2019 y 3,5\$/brr 2020).

2) **Incremento de producción:** x2 (vs x1,7 estimación BKT).

3) **Reducción del capex** -25% 2016-2017 y del -38% entre 2018 y 2010 (en línea con BKT). Resaltar el compromiso en exploración, reduciéndolo desde aprox. 2.100 M\$/año (2011-2014) hasta aprox. 900 M\$/año (2016-2020);

4) **Plan de desinversión** de activos de 3.100 M€ en 2016-2017 y 3.100 M€ en 2018-2020. Resaltar la mejora del valor del portafolio, a través de ventas de activos no vinculados directamente al precio del petróleo, de pequeña escala o alto coste/alto breakeven;

5) **Reducción de Plantilla.** Confirman el plan de reducir 1.500 puestos de trabajo ya filtrado días atrás;

6) **Sinergias de integración de Talismán.** Las revisan al alza 350M\$/año en 2018 (vs 220M\$ sinergias anunciadas previamente). A su vez, comunican que ya han implementado el 30% de las sinergias; 7) **el break-even** de crudo lo sitúan en aprox. 65\$/brr para 2016 y 2017 y de aprox. 45\$/brr para 2018 y 2020.

7) **Exploración y Producción (upstream).** El objetivo no es de crecimiento sino de mejora de márgenes vía reducción de los costes/incremento de eficiencia. Estiman que los yacimientos pueden alcanzar los 900.000bep/d de forma extraordinaria en 2020, escenario que no contemplan aún. El escenario base es entre 700.000bep/d y 750.000bep/d (estimación BKT: 600.000bep/d). Como era de esperar, el capex se racionalizará al máximo. En línea con el sector.

8) **Refino y Marketing (downstream).** Beneficiarse de la coyuntura siendo el cash-cow de R&M ante un escenario de bajo precios del crudo.

9) **Servicios Centrales:** reducir el coste a 898Maño (vs 1.305M€/año en 2015);

10) **Participación de Gas Natural (30% REP):** no se venderá. En línea con BKT. Sin embargo, A su vez, no descarta una mayor colaboración con Gas Natural debido a las grandes reservas de gas con las que cuenta Repsol. A su vez, aparece en prensa la posibilidad de una integración de ambas compañías. Es una historia que ha estado presente en el mercado pero ahora mismo la prioridad de Repsol pensamos que es integrar Talisman y reducir deuda. En una segunda fase (18/24 meses), no sería descartable.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Esther Gutierrez de la Torre

Avda. Bruselas 12

Ana de Castro

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas

Madrid