

Recomendación Neutral, con potencial de +17%, por un escenario muy complicado de crudo y gas.

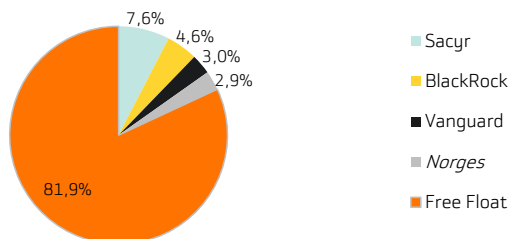
Repsol

Recomendación: Neutral
Analista: Pilar Aranda

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	12.685 M€
Último:	8,1 €/acc.
Nº Acciones	1.566,0 M acc.
Max / Min (52 sem):	15,7/5,9€
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP.SM

Desglose Accionario



Repsol ha presentado resultados 1T20 afectados por un entorno complicado para el gas y el petróleo. No obstante, su área de Downstream (Industrial, Comercial y Renovables) ha mostrado una buena evolución. Para hacer frente a este contexto, lanzó el Plan de Resiliencia 2020, mediante el cual reduce costes operativos e inversiones, cancela el programa de recompra de acciones propias (5% del capital) y mantendrá los niveles de deuda respecto a 2019. Todo ello le permitirá mantener dividendo en 1€/acc.

Consideramos que Repsol es una de las compañías multienergéticas que presenta mejores perspectivas: compañía saneada, cotiza a múltiplos reducidos, bien posicionada y diversificada, y con elevada rentabilidad por dividendo (+12,3%). Dicho esto, el entorno es realmente complicado, con desequilibrio entre oferta y demanda, reducida visibilidad de recuperación del crudo y mucha volatilidad. Esto, nos lleva a mantener nuestra recomendación en Neutral, pero revisamos fuertemente a la baja el Precio Objetivo hasta 9,5€/acc. desde 13,7€/acc., Potencial +17%.

El Sector Petróleo enfrenta un contexto especialmente difícil por COVID-19 y por pérdida de inercia global. La fuerte caída de la demanda (supera -30%), no será compensada por reducción de oferta (OPEP -9,7% y -1% probablemente adicional de Arabia Saudí). Los inventarios están en máximos y los depósitos tradicionales en EE.UU. se han agotado. A todo ello se une una tensión geopolítica entre los principales productores de crudo, EE.UU., Arabia Saudí y Rusia. Todo ello hace que la visibilidad en la recuperación del petróleo sea reducida y la volatilidad muy elevada. **Esto impacta directamente en las compañías petroleras y nos lleva a recomendar Vender el Sector** (Link al Informe de Petróleo). **Repsol es la única compañía en la que mantenemos la recomendación de Neutral** porque, pensamos, el valor recoge ya la caída de los precios del crudo y su balance es resiliente.

Análisis Resultados 1T'20: Cifras trimestrales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ebitda 1.455M€ (-19,3%) vs 1.222M€ estimado; BN ajustado 447M€ (-27,7%) vs 332,6M€ estimado, BN -487M€ (vs 608M€ en 1T19). La Deuda Neta se sitúa en 4.478M€ desde 4.220M€ en 4T'19. Realiza un ajuste de inventarios por -790M€, por la fuerte caída del precio del petróleo. La Producción total se sitúa en 710.000bp/día vs 730.000bp/día en 4T19.

Su área de **Downstream** refleja resiliencia y se divide en dos segmentos. (i) Industrial (BN 288M€ (+6%), que se ve beneficiada por la buena evolución de Repsol Perú y el negocio de *trading*. (ii) Comercial y Renovables (BNA 121M€ (-12%), afectados por menores ventas por COVID-19. El área de **Upstream** (BN 90M€ (-72%)) se ve lastrada por menores precios de crudo y gas.

Para hacer frente a este contexto, reitera su **Plan de Resiliencia 2020 al COVID-19** anunciado el 25 de marzo, mediante el cual cancela el 5% extra de recompra de acciones propias, mantiene el dividendo en 1€, reduce costes operativos por -350M€ e inversiones en -1.000M€. Reitera que su Balance está saneado y no contempla aumento de deuda. No proporciona *guidance* por la elevada incertidumbre actual.

:: Anuncia dos grandes descubrimientos en México. Expone que, a pesar de la caída del precio del petróleo, su actividad exploratoria continúa. Es el sexto descubrimiento este año y en total suma más de 650M/Barr.

En definitiva, **Repsol es una de las compañías petroleras que presenta mejores perspectivas:** (i) Cada vez tiene una **mayor diversificación** y potencia sus negocios de gas, electricidad y generación eléctrica. (ii) **Balance saneado y fuerte generación de caja** y (iii) **Dividendo muy atractivo**. Por ello, a pesar del contexto en el que se ubica, mantenemos recomendación en Neutral.

Síntesis de Valoración. Mantenemos una **actitud muy conservadora** en la valoración e incluimos un ajuste en nuestras proyecciones. Situamos la rentabilidad exigida en 1,2%. Estimamos un incremento de Ingresos, EBITDA y BNA (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2018/2023 de +2%, +4% y +1% respectivamente. Una prima de riesgo de 8,8%, debido al desglose geográfico de su actividad y una prima adicional por sector. Esto deriva en una WACC (coste promedio ponderado del capital) de 6,8%. **Con todo ello obtenemos una recomendación de Neutral un Precio Objetivo de 9,5€/acc. desde 13,7€/acc. anterior (potencial +17%).**

Principales cifras 1T'20

	1T20	1T19	% Var.
EBITDA	349	1.810	-80,7%
Exploración y Producción	657	1.063	-38,2%
Industrial	-514	554	n.a.
Comercial y Renovables	242	252	-4,0%
Corporación	-36	-59	n.a.

Criterio proforma

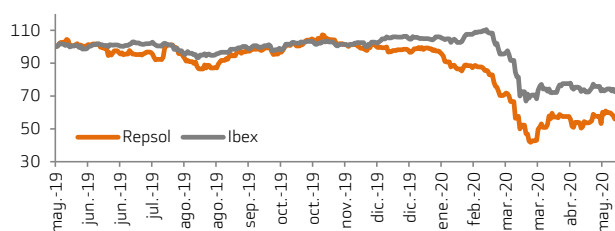
Principales ratios

	2019r.	2020e.	2021e.
PER	n.a.	25,59x	16,34x
BPA (€/acc.)	-2,44	0,32	0,50
DPA (€/acc.)	0,93	1,0	1,0
Rent. Divid.	11,5%	12,3%	12,8%
DFN/EBITDA	1,55x	2,49x	2,13x
ROE	n.d.	2,0%	3,2%

Producción Neta (Kbep/día)

	1T20	1T19	% Var.
Producción Hidrocarburos	710	700	1,5%
Producción Líquidos	244	243	0,5%
Europa, África y Brasil	62	69	-9,8%
Latinoamérica	94	100	-6,1%
Norteamérica	63	48	31,6%
Asia Rusia & Resto de Mundo	26	27	-3,7%
Producción G. Natural	466	457	2,0%
Europa y África	34	40	-15,0%
Latinoamérica	226	246	-8,1%
Norteamérica	161	124	29,8%
Asia Rusia & Resto de Mundo	45	47	-4,3%

Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
Importe neto de la cifra de negocio	37.433	43.448	51.353	50.211	36.742	41.653	48.529	56.881	2%
Aprovisionamientos	(23.615)	(30.251)	(38.056)	(36.803)	(26.454)	(29.990)	(34.941)	(41.523)	2%
Gastos de personal	(2.501)	(1.892)	(1.874)	(1.946)	(1.869)	(1.869)	(1.907)	(2.102)	2%
Otros gastos	(5.930)	(5.195)	(5.549)	(6.957)	(5.091)	(5.771)	(5.823)	(6.257)	2%
EBITDA	5.387	6.110	5.874	4.505	3.328	4.023	5.858	6.999	4%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,7%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,3%</i>	
Amort. y prov.	(3.476)	(3.321)	(3.421)	(7.756)	(2.794)	(3.210)	(4.164)	(4.182)	4%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.911	2.789	2.453	(3.251)	534	812	1.694	2.817	3%
Resultado financiero	(234)	(312)	(173)	(523)	(249)	(257)	(248)	(242)	7%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	194	904	1.053	573	96	200	454	819	-5%
BAI	1.871	3.381	3.333	(3.201)	381	755	1.900	3.394	0%
Impuestos	(391)	(1.220)	(1.386)	(588)	(95)	(189)	(646)	(1.154)	-4%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.480	2.161	1.947	(3.789)	286	566	1.254	2.240	3%
Resultado atribuido a intereses minoritarios por op. continuadas	(43)	(40)	(18)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	8%
RDO NETO OPERACIONES CONTINUADAS	1.437	2.121	1.929	(3.816)	259	539	1.227	2.213	3%
Resultado de operaciones interrumpidas	299	0	412	0	237	237	237	237	-10%
RESULTADO NETO	1.736	2.121	2.341	(3.816)	496	776	1.464	2.450	1%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,11	1,35	1,49	(2,44)	0,32	0,50	0,93	1,56	1%

Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
TOTAL ACTIVO	64.849	59.857	60.778	57.895	51.957	52.532	53.391	55.921	-2%
ACTIVO NO CORRIENTE	48.921	45.086	43.484	41.408	36.761	37.242	37.470	38.763	-2%
Inmovilizado intangible	5.109	4.584	5.096	4.470	3.674	4.165	4.853	5.688	2%
Inmovilizado material	27.297	24.600	25.431	23.145	21.495	21.401	20.819	20.912	-4%
Inversiones inmobiliarias	66	67	68	66	67	67	67	67	0%
Inversiones método de la participación	10.176	9.268	7.194	7.237	5.715	5.779	5.873	6.151	-3%
Resto	6.273	6.567	5.695	6.490	5.810	5.830	5.859	5.944	1%
ACTIVO CORRIENTE	15.928	14.771	17.294	16.487	15.196	15.290	15.920	17.159	0%
Activos no corr. mantenidos para venta	144	22	6	5	14	14	14	14	18%
Existencias	3.605	3.797	4.390	4.597	3.197	3.624	4.174	4.892	2%
Deudores comerciales	5.885	5.912	6.105	5.911	6.040	5.135	5.318	6.234	0%
Otros activos corrientes	327	182	296	195	175	177	180	188	-9%
Otros activos financieros corrientes	1.280	257	1.711	2.800	2.855	2.911	2.924	3.006	12%
Efectivo	4.687	4.601	4.786	2.979	2.915	3.429	3.311	2.825	-10%
PATRIMONIO NETO	31.111	30.063	30.914	25.209	25.083	24.004	23.636	24.300	-5%
PASIVO NO CORRIENTE	16.428	11.885	10.722	13.210	9.241	9.693	10.333	11.293	1%
Provisiones no corrientes	6.127	4.829	3.431	3.912	2.572	2.916	3.397	3.982	3%
Pasivos por impuesto diferido	1.379	1.051	2.335	2.375	1.536	1.553	1.579	1.653	-7%
Otros pasivos no corrientes	2.013	1.799	470	385	282	319	372	436	-1%
Pasivos Corrientes	6.909	4.206	4.486	6.538	4.851	4.905	4.985	5.221	
PASIVO CORRIENTE	7.828	7.829	8.324	8.547	6.098	6.913	8.054	9.440	3%
Provisiones corrientes	1.018	519	500	865	476	540	629	737	8%
Acreedores comerciales	6.810	7.310	7.824	7.682	5.621	6.373	7.425	8.703	2%
Deuda Financiera	9.482	10.080	10.818	10.929	11.535	11.922	11.368	10.889	0%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	64.849	59.857	60.778	57.895	51.957	52.532	53.391	55.921	-2%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Análisis y Mercados

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e
Noplat (Ebit *(1-T))	400	609	1.118	1.859
(+) Amortizaciones	2.794	3.210	4.164	4.182
(-) Inversiones	(2.756)	(3.124)	(3.640)	(4.266)
(+/-) Variación fondo de maniobra	(789)	1.229	319	(356)
Flujo de Caja Libre	(350)	1.924	1.962	1.420
Valor Residual				24.720
Valor Presente del Flujo	(350)	1.924	1.962	26.139

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **9,5€/acc.**, empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativos.

El análisis ha sido realizado bajo las hipótesis señaladas y ofrece un potencial de 17%.

Hipótesis de Valoración

WACC	6,8%
Coste del Equity	10,0%
Tasa Libre de Riesgo	1,2%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	8,8%
Coste de Deuda	2,0%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa

Deuda Financiera Neta	7.950
Minoritarios en Balance	281
Valor Acciones	14.830
Nº Acciones	1.566
Valor Acción	9,5
Cotización	8,1
Potencial	17%

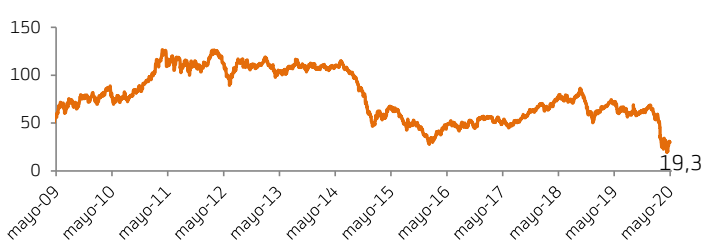
Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Crecimiento sostenible esperado (g)

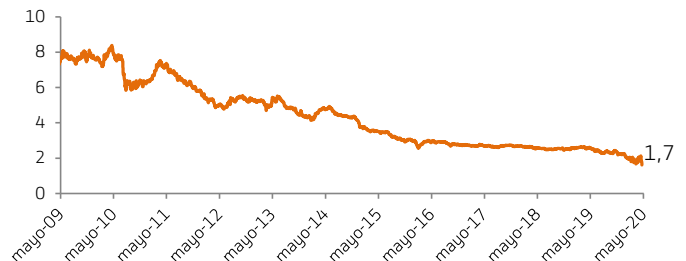
	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
5,6%	12,4	12,7	13,1	13,4	13,8	14,2	14,6
5,7%	12,0	12,4	12,7	13,0	13,4	13,8	14,1
5,8%	11,7	12,0	12,3	12,6	13,0	13,3	13,7
6,8%	8,8	9,0	9,3	9,5	9,7	9,9	10,2
6,9%	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4	9,7	9,9
7,0%	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6
7,1%	8,2	8,3	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3

Evolución Brent y Henry Hub

Brent \$/barr.



Henry Hub (\$/MBtu)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable