

Comprar, Pº Objetivo 9,8€ (+17%). Balance saneado, dividendo atractivo y foco en renovables.

Recomendación: **Comprar**

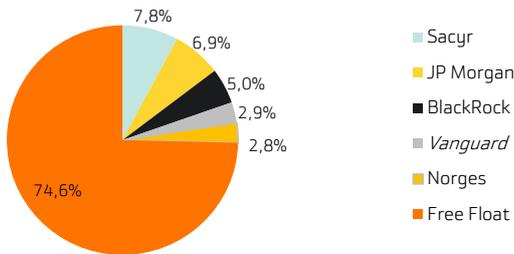
Analista: **Pilar Aranda**

Repsol

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	12.830 M€
Último:	8,4 €/acc.
Nº Acciones	1.527,4 M acc.
Max / Min (52 sem):	14,7/5,04€
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP SM

Desglose Accionarial



Mantenemos Recomendación de Comprar Repsol y situamos Precio Objetivo en 9,8€/acc. (vs 5,9€/acc. ant.). Ha presentado su Plan Estratégico 21/25 y las claves son: (i) **Foco en Renovables**, para convertirse en una empresa multienergética. Contempla la entrada de un tercero en el negocio como alianza para potenciar el crecimiento. (ii) **Balance saneado**. No espera un aumento del endeudamiento. (iii) **Dividendo atractivo**, aunque lo reduce hasta un rango de 0,6€/acc./0,75€/acc. desde 1,0€/acc. previo, por la necesidad de elevar inversiones sin comprometer su estructura financiera. En nuestra opinión, Repsol lleva a cabo una estrategia adecuada para transformar su modelo de negocio y hacerlo menos dependiente del precio del crudo. Está saneada, bien posicionada en renovables y ofrece elevada rentabilidad por dividendo. Solo **inversores dinámicos y con horizonte temporal de largo plazo, por la volatilidad del crudo.**

Repsol ha presentado su Plan Estratégico 2021/2025 y los cuatro pilares son: **transformación renovable**, fuerte **generación de caja** que permita financiar el esfuerzo inversor sin necesidad de comprometer los niveles de endeudamiento, **remuneración** atractiva a los **accionistas y reorganización** en cuatro grandes áreas: *Upstream*, Industrial, Cliente y Renovables. Este plan será ejecutado en dos fases: hasta 2022 priorizará medidas de eficiencia y transición energética. Tras 2022, una vez superada la crisis del COVID-19, se centrará en aumento del crecimiento.

Aspectos principales del Plan Estratégico:

Mantiene su objetivo de convertirse en una empresa multienergética. El 30% (5.500M€) del total de inversiones (18.300M€) estará destinado a su negocio de bajas emisiones. Podrían realizar alianzas y contemplan la entrada de un socio que ayude a financiar los proyectos o incluso una salida a bolsa. Insisten en que no venderían más del 50% de su división de renovables. Con una hipotética operación prevén captar 1.400M€. Gran parte de los proyectos se centrarán en España, aunque no descartan su expansión a otros países. Repsol fue la primera petrolera mundial en marcar el objetivo de cero emisiones en 2050.

Su balance está saneado y no contempla un ascenso de deuda. Espera alcanzar un Ebitda superior a 8.200M€ en 2025 (4.500M€ en 2019) sin elevar deuda. A pesar del entorno, el balance de Repsol está saneado. Como referencia, la liquidez al cierre del tercer trimestre se situó en 9.099M€, lo que supone 3,4x los vencimientos de deuda bruta a corto plazo. Cerró el trimestre con un Patrimonio Neto de 21.800M€. **Retribución al accionista:** es una de sus prioridades. A pesar de ello, reduce su remuneración. Hasta 2022 el dividendo será de 0,6€/acc. y en los años sucesivos hasta 2025, 0,75€/acc. Este nivel compara con 1,0€/acc. previsto hasta la fecha. Repsol expone que si el precio del petróleo se sitúa en el entorno de 50\$/barr. realizará programas de recompra de activos que podrían ascender hasta 500M€/año desde 2022 (en total 1.400M€/2.000M€, 200M/acc.). En cuyo caso estiman que el dividendo por acción llegaría a 1,0€/acc. en 2025. **¿La clave? Hasta qué punto es sostenible este dividendo. En nuestra opinión, sí lo es.** Por un lado, porque nuestro escenario central de petróleo no sitúa el precio por debajo de 40\$/barr. en los próximos años y porque cuenta con un balance saneado. No obstante, adoptamos una actitud cauta y no introducimos el programa de recompra en nuestra valoración.

¿Qué sucede con el área de Upstream? A pesar de convertirse en multienergética, el petróleo sigue siendo clave y esperan una fuerte generación de flujo de caja. Eso sí, mantiene el objetivo de descarbonizar. Además, reducirá inversiones (-15% en el periodo) y limitará su presencia a 14 países (20 actual). La producción media será de 650.000barr./día (vs 722.000Mbarr. en 2019). Con ello, reduce dependencia del petróleo en un entorno de precios bajos y desaceleración.

CONCLUSIÓN: En nuestra opinión, Repsol lleva a cabo una estrategia adecuada al transformar su negocio por dos vías: por un lado descarbonizando su cartera actual, especialmente el área de *Upstream*. Por el otro, elevando sus inversiones en renovables. Esto le permitirá capturar crecimiento en un momento en el que el flujo inversor tiene su foco en este sector. Además, la entrada de un socio puede ser interesante para financiar proyectos y aportar *know-how*. Por otro lado, cuenta con una retribución al accionista que, aunque ahora menor, es atractiva (Rentabilidad por dividendo 2020: 11,9%, estimado 2021: 7,1%). Todo ello sin comprometer su estructura financiera, puesto que con una liquidez de 9.099M€ y un Patrimonio Neto de 21.800M€, su Balance está saneado. La menor rentabilidad por dividendo anunciada puede ser ligeramente negativa para el valor en el inmediato corto plazo. Sin embargo, consideramos que Repsol tiene un elevado potencial y su mayor posicionamiento en renovables tendrá un impacto positivo a largo plazo.

Retribución al accionista resiliente



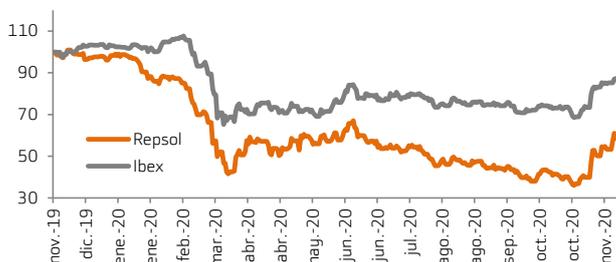
Principales ratios

	2019r.	2020e.	2021e.
BPA (€/acc.)	-2,50	-1,67	-0,51
DPA (€/acc.)	0,93	1,0	0,6
Rent. Divid.	11,1%	11,9%	7,1%
DFN/EBITDA	1,6x	8,6x	4,8x

Producción Neta (Kbep/día) 3T20 (preliminar)

	3T20	2T20	% Var.
Producción Líquidos	616	711	-13,4%
Europa y África	71	120	-40,8%
Latinoamérica	291	336	-13,4%
América del Norte	186	186	0,0%
Asia Rusia & Resto de Mundo	68	69	-1,4%

Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 18/25
Importe neto de la cifra de negocio	51.353	50.211	32.099	36.152	44.391	49.062	52.659	56.532	1%
Aprovisionamientos	(38.056)	(36.803)	(23.786)	(26.391)	(31.961)	(35.324)	(37.862)	(40.646)	1%
Gastos de personal	(1.874)	(1.946)	(1.869)	(1.687)	(1.755)	(1.826)	(1.900)	(1.976)	1%
Otros gastos	(5.549)	(6.957)	(5.457)	(6.146)	(5.771)	(6.378)	(6.319)	(6.784)	3%
EBITDA	5.874	4.505	988	1.928	4.904	5.533	6.579	7.125	3%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>3,1%</i>	<i>5,3%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,6%</i>	
Amort. y prov.	(3.421)	(7.756)	(4.752)	(2.747)	(2.818)	(2.923)	(3.048)	(3.408)	0%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.453	(3.251)	(3.764)	(818)	2.086	2.610	3.530	3.717	6%
Resultado financiero	(173)	(523)	(256)	(275)	(283)	(282)	(268)	(251)	5%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	1.053	573	410	(143)	194	251	342	364	-14%
BAI	3.333	(3.201)	(3.610)	(1.237)	1.996	2.580	3.604	3.830	2%
Impuestos	(1.386)	(588)	902	309	(679)	(877)	(1.297)	(1.379)	-9%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.947	(3.789)	(2.707)	(927)	1.317	1.703	2.307	2.451	3%
Resultado atribuido a intereses minoritarios por op. continuadas	(18)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	6%
RDO NETO OPERACIONES CONTINUADAS	1.929	(3.816)	(2.734)	(954)	1.290	1.676	2.280	2.424	3%
Resultado de operaciones interrumpidas	412	0	178	178	178	178	178	178	-11%
RESULTADO NETO	2.341	(3.816)	(2.557)	(777)	1.468	1.853	2.457	2.602	2%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,53	(2,50)	(1,67)	(0,51)	0,96	1,21	1,61	1,70	2%

Resumen Balance de Situación

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 18/25
TOTAL ACTIVO	60.778	57.895	51.271	52.224	54.940	57.246	59.582	61.755	0%
ACTIVO NO CORRIENTE	43.484	41.408	36.897	37.420	39.235	40.890	42.572	44.188	0%
Inmovilizado intangible	5.096	4.470	3.210	3.615	4.439	4.906	5.266	5.653	-1%
Inmovilizado material	25.431	23.145	21.168	21.130	21.677	22.486	23.449	24.344	-2%
Inversiones inmobiliarias	68	66	67	67	66	67	66	66	0%
Inversiones método de la participación	7.194	7.237	6.665	6.789	7.142	7.442	7.746	8.028	1%
Resto	5.695	6.490	5.787	5.819	5.911	5.989	6.045	6.097	1%
ACTIVO CORRIENTE	17.294	16.487	14.374	14.804	15.705	16.356	17.009	17.566	0%
Activos no corr. mantenidos para venta	6	5	14	14	14	14	14	14	18%
Existencias	4.390	4.597	2.939	3.310	4.064	4.492	4.821	5.176	0%
Deudores comerciales	6.105	5.911	4.133	4.259	4.986	5.377	5.771	6.040	-3%
Otros activos corrientes	296	195	173	176	185	193	201	208	-8%
Otros activos financieros corrientes	1.711	2.800	2.855	2.911	2.924	3.006	3.151	3.213	12%
Efectivo	4.786	2.979	4.260	4.135	3.531	3.275	3.051	2.915	-7%
PATRIMONIO NETO	30.914	25.209	21.019	19.116	19.779	20.596	21.991	23.526	-4%
PASIVO NO CORRIENTE	10.722	13.210	10.678	11.703	13.519	14.696	15.511	16.341	6%
Provisiones no corrientes	3.431	3.912	3.531	3.615	4.883	5.397	5.792	6.218	9%
Pasivos por impuesto diferido	2.335	2.375	1.538	2.142	2.254	2.348	2.444	2.533	0%
Otros pasivos no corrientes	470	385	481	723	888	1.227	1.316	1.413	21%
Pasivos Corrientes	4.486	6.538	5.127	5.222	5.494	5.725	5.958	6.175	
PASIVO CORRIENTE	8.324	8.547	6.194	8.060	8.434	9.567	10.268	11.024	4%
Provisiones corrientes	500	865	416	469	888	1.227	1.316	1.413	20%
Acreedores comerciales	7.824	7.682	5.778	7.592	7.546	8.340	8.952	9.610	1%
Deuda Financiera	10.818	10.929	13.380	13.345	13.208	12.386	11.811	10.865	0%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	60.778	57.895	51.271	52.224	54.940	57.246	59.582	61.755	0%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento. Referencia 2018 por pérdidas 2019.

Análisis y Mercados

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nopat (Ebit *(1-T))	(614)	1.377	1.723	2.259	2.379
(+) Amortizaciones	2.747	2.818	2.923	3.048	3.408
(-) Inversiones	(2.711)	(3.329)	(3.680)	(3.949)	(4.240)
(+/-) Variación fondo de maniobra	1.317	(1.527)	(24)	(112)	34
Flujo de Caja Libre	739	(662)	943	1.246	1.582
Valor Residual					28.024
Valor Presente del Flujo	739	(662)	943	1.246	29.605

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **9,8€/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	6,7%
Coste del Equity	9,5%
Tasa Libre de Riesgo	1,0%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	8,5%
Coste de Deuda	2,5%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

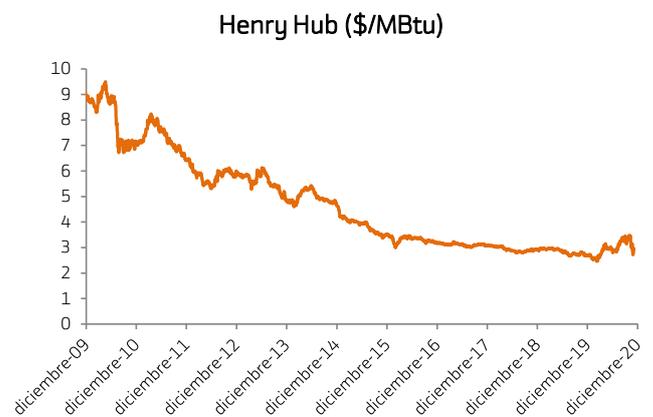
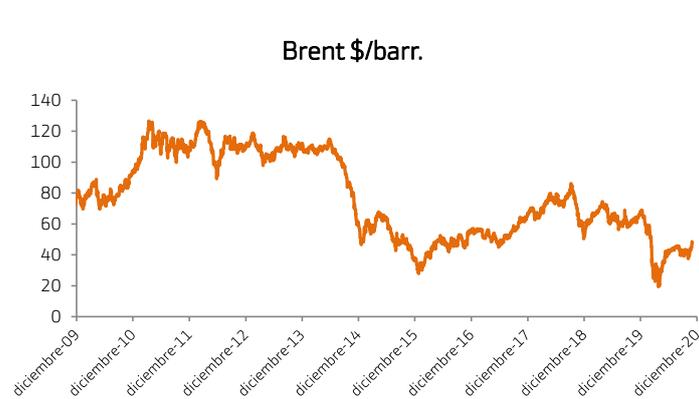
Valor Empresa

Deuda Financiera Neta	7.950
Minoritarios en Balance	281
Valor Acciones	15.024
Nº Acciones	1.527
Valor Acción	9,8
Cotización	8,4
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%
WACC (coste promedio ponderado del capital)	5,5%	13,3	13,6	14,0	14,4	14,9	15,3	15,8
	5,6%	12,9	13,2	13,6	14,0	14,4	14,8	15,2
	5,7%	12,4	12,8	13,1	13,5	13,9	14,3	14,7
	6,7%	9,1	9,4	9,6	9,8	10,1	10,3	10,6
	6,8%	8,9	9,1	9,3	9,5	9,8	10,0	10,3
	6,9%	8,6	8,8	9,0	9,3	9,5	9,7	10,0
	7,0%	8,3	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4	9,7

Evolución Brent y Henry Hub



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 COMPANIAS

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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

Todos nuestros informes en:

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

www.bankinter.com

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid