

Escenario adverso, pero se muestra resiliente. Mayor diversificación y dividendo atractivo.

Repsol

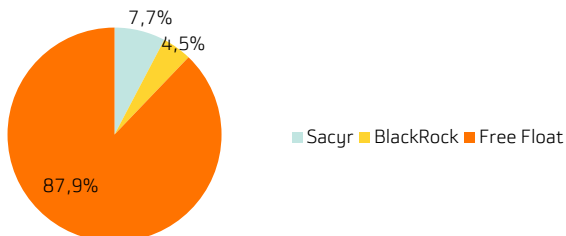
Recomendación: Comprar

Analista: Pilar Aranda

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	24.222 M€
Último:	15,2 €/acc.
Nº Acciones	1.598,8 M acc.
Max / Min (52 sem):	16,2/12,4€
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP SM

Datos Básicos (mercado)



Resultados sólidos a pesar de un entorno desfavorable que le ha llevado a sufrir un descenso de sus resultados en Exploración y Producción. No obstante, presenta resiliencia y su área de *Downstream* compensa parcialmente este efecto. Además mantiene un rentabilidad por dividendo atractivo que supera el 6% y estimamos llegará a 8% en los próximos años. En nuestra opinión, Repsol está preparada para hacer frente a un entorno adverso y son varias las fortalezas que ofrece. Cada vez un mayor posicionamiento en energía renovable, lo que le permite diversificar su negocio, está preparada para hacer frente a la normativa IMO 2020 (obliga a reducir el azufre en el combustible de los barcos) y cuenta con un balance saneado. Dicho esto, pensamos que es un valor solo apto para perfiles de riesgo dinámicos, puesto que es sensible a la cotización del crudo y una caída del mismo puede provocar elevada volatilidad en el valor. En este contexto realizamos un ajuste "fino" de nuestra valoración y situamos el precio objetivo en 17,7€ desde 17,4€, anterior por un entorno de tipos más favorable. A la cotización actual ofrece un potencial de +17%.

Principales cifras 3T'19

	3T19	3T18	% Var.
Ebitda	1.597	2.022	-21,0%
Upstream	984	1.288	-23,6%
Downstream	655	741	-11,6%
Corporación	-42	-7	-35
Resultado Neto	522	588	-11,2%
Upstream	218	368	-40,8%
Downstream	372	336	10,7%
Corporación	-68	-116	48

Criterio proforma

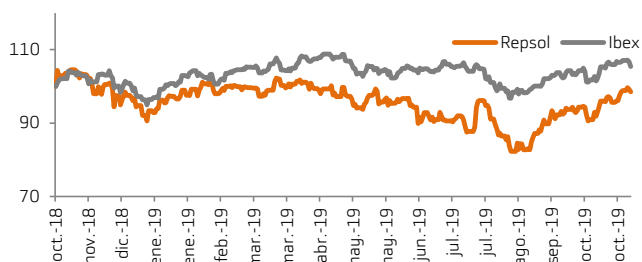
Principales ratios

	2018r.	2019e.	2020e.
PER	10,79x	9,60x	8,85x
BPA (€/acc.)	1,46	1,58	1,71
DPA (€/acc.)	0,9	0,95	1,0
Rent. Divid.	5,1%	6,3%	6,8%
DFN/Ebitda	1,58x	1,16x	1,04x
ROE	7,6%	7,9%	8,4%

Producción Neta (Kbep/día)

	3T19	3T18	% Var.
Producción Hidrocarburos	710	691	2,7%
Producción Líquidos	252	250	0,8%
Europa, África y Brasil	126	129	-2,3%
Latinoamérica	55	51	7,8%
Norteamérica	48	44	9,1%
Asia Rusia	23	26	-11,5%
Producción G. Natural	458	441	3,9%
Europa, África y Brasil	41	28	46,4%
Latinoamérica	234	234	0,0%
Norteamérica	137	125	9,6%
Asia Rusia	46	54	-14,8%

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

Resultados 3T19: reflejan resiliencia a pesar de un entorno difícil. Cifras principales comparadas con el consenso de analistas: Ebitda 1.764M€ (-9%); y BNA ajustado 522M€ (-11%) vs 479M€ estimado. La Producción total aumenta hasta 711Mbep/día (+3%), en línea con expectativas. Esperamos que alcance 715MBr/720MBr a cierre de año. La **Deuda Neta** aumenta hasta 3.836M€ vs 3.662M€ en 2T'19 (tras realizar operaciones de autocartera por -565M€).

Por áreas de negocio destaca positivamente **Downstream:** (BNA 372M€ (+11%) vs 359M€ estimado), impulsada por el mejor comportamiento de los negocios comerciales (Movilidad, Lubricantes y GLP), Repsol Perú y la apreciación del dólar, efectos que compensaron la caída en el margen de refino. Sin embargo, **Upstream** evoluciona negativamente (BNA 218M€ (-41%, vs 237M€ estimado) a pesar de un aumento de producción 711Kbep (+19 Kbep), de menores costes exploratorios y de apreciación de dólar frente al euro. Los débiles resultados de esta área se explican por unos menores precios de realización de crudo y gas, que han tenido un impacto de -377M€.

A pesar de un entorno complicado, mantenemos recomendación en Comprar. Consideramos que disfruta de varias fortalezas que le van a permitir hacer frente a este entorno adverso. Entre ellas: **(i) Posicionamiento en Energía Renovable.** Su modelo de negocio es cada vez más integrado y tiene una menor dependencia del precio del crudo y gas. Mantiene su estrategia de posicionarse en el comercio minorista de gas, electricidad y generación eléctrica. Estrategia que consideramos apropiada. Durante el trimestre aumenta su cartera con tres nuevos proyectos eólicos y fotovoltaicos por 800MW. Repsol ya alcanza el 90% de su objetivo estratégico de capacidad de generación de electricidad a 2025, 4500MW. **(ii) Rentabilidad por dividendo atractiva:** ofrece una rentabilidad por dividendo que supera el 6% y pensamos que podría llegar al 8% en los próximos años. Estimamos que alcanzará 1€/acc. en 2020. **(iii) IMO 2020:** la nueva normativa exige a los barcos utilizar un combustible con contenido máximo de azufre de 0,5% vs 3,5% actual. De esta normativa se beneficiará especialmente su área de *Downstream* puesto que sus refinerías cuentan con la mayor capacidad de conversión de Europa y ya ha hecho las inversiones pertinentes.

¿Qué riesgos principales enfrenta Repsol?

(i) Un entorno difícil. Aunque cada vez es menos dependiente del precio del crudo, un precio bajo le perjudica. Además su cotización tiene una elevada sensibilidad al precio del petróleo y gas, por lo que tanto la volatilidad como su caída le impactan negativamente. **(ii) Desaceleración económica a nivel global:** le afecta por dos vías, por un lado por menos consumo de petróleo y por el otro por caída en el precio de las materias primas.

Síntesis de Valoración.

Mantenemos una actitud conservadora en la valoración e incluimos un ajuste "fino" en nuestras proyecciones. Un entorno de tipos más favorable nos lleva a reducir la rentabilidad exigida al bono 10A español a 0,2% desde 0,40%. Estimamos un incremento de Ingresos, Ebitda y Beneficio Neto anualizado (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2019/2023 de +4%, +10% y +10% respectivamente. Una prima de riesgo de 10,4%, debido al desglose geográfico de su actividad y una prima adicional por sector. Esto deriva en una WACC (coste promedio ponderado del capital) de 7,2%. Con todo ello obtenemos una recomendación de Comprar y un Precio Objetivo de 17,7€/acc. (potencial +17%).

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
Importe neto de la cifra de negocio	37.433	43.448	51.353	51.697	54.106	56.388	59.220	61.818	4%
Aprovisionamientos	(23.615)	(30.251)	(38.056)	(37.153)	(38.740)	(40.261)	(42.164)	(43.952)	3%
Gastos de personal	(2.501)	(1.892)	(1.874)	(1.912)	(1.950)	(1.989)	(2.029)	(2.070)	2%
Otros gastos	(5.930)	(5.195)	(5.549)	(5.428)	(5.681)	(5.921)	(6.218)	(6.491)	3%
EBITDA	5.387	6.110	5.874	7.204	7.735	8.217	8.808	9.304	10%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,1%</i>	
Amort. y prov.	(3.476)	(3.321)	(3.421)	(3.689)	(3.917)	(3.992)	(4.086)	(4.195)	4%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.911	2.789	2.453	3.516	3.817	4.225	4.721	5.109	16%
Resultado financiero	(234)	(312)	(173)	(443)	(450)	(428)	(381)	(347)	<i>n.a.</i>
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	194	630	1.053	281	308	348	398	437	
BAI	1.871	3.107	3.333	3.354	3.676	4.145	4.739	5.199	9%
Impuestos	(391)	(1.220)	(1.386)	(1.140)	(1.250)	(1.409)	(1.611)	(1.768)	5%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.480	1.887	1.947	2.213	2.426	2.736	3.128	3.432	12%
Resultado atribuido a intereses minoritarios por op. continuadas	(43)	(40)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	0%
RDO NETO OPERACIONES CONTINUADAS	1.437	1.847	1.929	2.195	2.408	2.718	3.110	3.414	12%
Resultado de operaciones interrumpidas	299	274	412	328	328	328	328	328	-4%
RESULTADO NETO	1.736	2.121	2.341	2.524	2.737	3.046	3.438	3.742	10%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,09	1,33	1,46	1,58	1,71	1,91	2,15	2,34	10%

Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
TOTAL ACTIVO	64.849	59.857	60.778	63.313	65.114	65.550	67.029	68.641	2%
ACTIVO NO CORRIENTE	48.921	45.086	43.484	46.220	47.773	47.961	49.130	50.400	3%
Otro inmovilizado intangible	5.109	4.584	5.096	5.130	5.369	5.596	5.877	6.134	4%
Inmovilizado material	27.297	24.600	25.431	27.373	29.070	29.626	30.324	31.129	4%
Inversiones inmobiliarias	66	67	68	67	67	67	67	67	0%
Inversiones método de la participación	10.176	9.268	7.194	7.494	7.056	6.448	6.593	6.752	-1%
Resto	6.273	6.567	5.695	6.156	6.211	6.224	6.269	6.318	2%
ACTIVO CORRIENTE	15.928	14.771	17.294	17.093	17.341	17.589	17.899	18.241	1,1%
Activos no corr. mantenidos para venta	144	22	6	14	14	14	14	14	18%
Existencias	3.605	3.797	4.390	4.136	4.328	4.511	4.738	4.945	2%
Deudores comerciales	5.885	5.912	6.105	6.146	6.226	6.334	6.490	6.775	2%
Otros activos corrientes	327	182	296	297	299	300	301	302	0%
Otros activos financieros corrientes	1.280	257	1.711	1.746	1.781	1.817	1.854	1.892	2%
Efectivo	4.687	4.601	4.786	4.754	4.693	4.613	4.502	4.313	-2%
PATRIMONIO NETO	31.111	30.063	30.914	31.788	32.631	33.582	34.919	36.558	3%
PASIVO NO CORRIENTE	9.519	7.679	7.662	8.435	8.699	9.029	9.447	9.798	5%
Provisiones no corrientes	6.131	4.829	4.738	5.258	5.503	5.735	6.023	6.287	6%
Pasivos por impuesto diferido	1.379	1.051	1.028	1.153	1.077	1.086	1.105	1.089	1%
Otros pasivos no corrientes	2.009	1.799	1.896	2.025	2.119	2.208	2.319	2.421	5%
PASIVO CORRIENTE	7.828	7.829	8.521	9.500	9.943	10.363	10.883	11.360	6%
Provisiones corrientes	1.018	519	500	775	811	845	887	926	13%
Acreedores comerciales	6.810	7.310	8.021	8.726	9.132	9.518	9.996	10.434	5%
Deuda Financiera	16.391	14.286	13.681	13.589	13.841	12.576	11.779	10.925	-4%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	64.849	59.857	60.778	63.313	65.114	65.550	67.029	68.641	2%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Noplat (Ebit *(1-T))	2.320	2.519	2.788	3.116	3.372
(+) Amortizaciones	3.689	3.917	3.992	4.086	4.195
(-) Inversiones	(5.500)	(5.500)	(4.511)	(4.738)	(4.945)
(+/-) Variación fondo de maniobra	918	134	94	96	(54)
Flujo de Caja Libre	1.427	1.071	2.364	2.561	2.568
Valor Residual					41.829
Valor Presente del Flujo	1.427	1.071	2.364	2.561	44.397

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **17,7€/acc.**, empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativos.

El análisis ha sido realizado bajo las hipótesis señaladas e implica un potencial para el valor de +17%.

Hipótesis de Valoración

WACC	7,2%
Coste del Equity	10,6%
Tasa Libre de Riesgo	0,2%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	10,4%
Coste de Deuda	2,1%
G (crecimiento a perpetua)	1,0%

Valor Empresa

Deuda Financiera Neta	8.895
Minoritarios en Balance	286
Valor Acciones	28.300
Nº Acciones	1.599
Valor Acción	17,7
Cotización	15,15
Potencial	17%

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC (coste promedio ponderado del capital)	Crecimiento sostenible esperado (g)						
	0,7%	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
6,0%	22,2	22,7	23,6	23,6	24,2	24,7	25,3
6,1%	21,7	22,1	23,0	23,0	23,5	24,1	24,6
6,2%	21,1	21,6	22,5	22,5	22,9	23,4	24,0
7,2%	16,8	17,1	17,7	17,7	18,0	18,4	18,7
7,3%	16,4	16,7	17,3	17,3	17,6	17,9	18,3
7,4%	16,1	16,4	16,9	16,9	17,2	17,5	17,9
7,5%	15,7	16,0	16,6	16,6	16,8	17,1	17,5

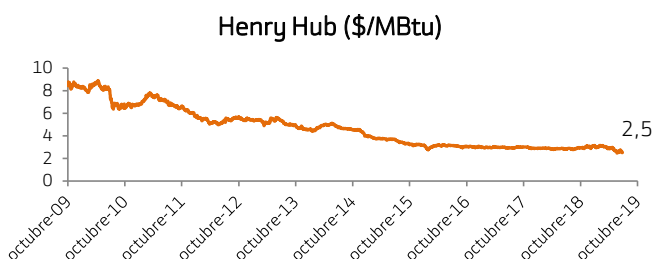
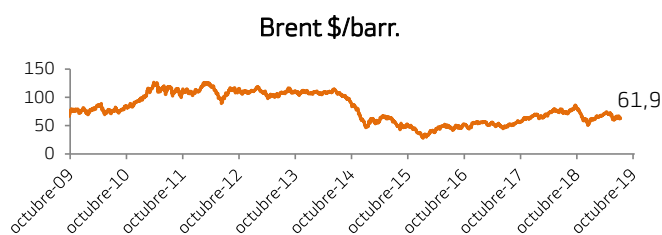
Valoración por Múltiplos Comparables

PER	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e
TOTAL	20,2	19,7	15,9	12,1	11,7
ENI	n.d.	n.d.	14,7	12,0	13,8
BP	n.d.	n.d.	41,1	13,5	13,0
SHELL	72,5	47,7	21,2	10,4	13,4
GALP	71,5	64,5	19,2	14,3	18,7
PROMEDIO					14,1
	BPA '19e REPSOL (€/acc.)				1,58
PRECIO RESULTANTE DE CÁLCULO VS PER SECTOR					22,3

Método de valoración comparables:

Como método alternativo de valoración, realizamos un análisis por Comparables. Utilizamos para ello el PER, que mide la relación entre el precio de una acción y los beneficios que se generan. Una vez obtenido el PER promedio del sector para 2019, lo multiplicamos por el BPA 2019 estimado para Repsol y obtenemos 22,3€/acc., lo que implica un potencial elevado (+47%). Esta valoración refuerza nuestro análisis y la recomendación de Comparar.

Evolución Brent y Henry Hub



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,