

**Resultados débiles por caída en los precios del gas y petróleo. Fortalezas ya recogidas en precio.-**

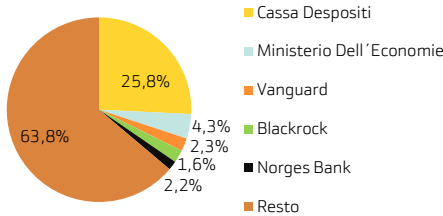
# ENI

Vender  
Analista: Pilar Aranda

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	39.976 M€
Último:	11,00 €/acc.
Nº Acciones	3.634,2 M acc.
Max / Min (52 sem):	16,05/10,9€
Cód. Reuters / Bloomberg:	ENI.IM / ENI.IM

### Datos Básicos (mercado)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

### Principales ratios

	2018r.	2019r.	2020e.
BPA (€/acc.)	1,14	0,04	1,31
PER	13,39	336,46	8,37
DPA (€/acc.)	0,83	0,86	0,88
Rent. Divid.	7,5%	7,8%	8,0%
DFN/Ebitda	0,67x	0,76x	0,58x
ROE	8,1%	0,3%	9,2%

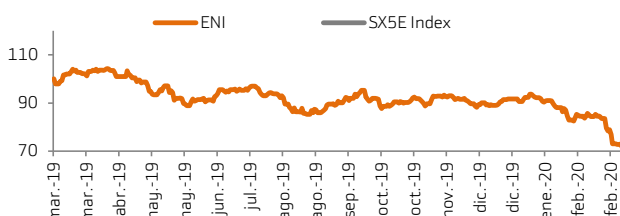
### Principales Trimestrales Partidas PyG

	4T18	4T19	Var. %
<b>PyG (M€)</b>			
<b>Ingresos</b>	<b>20.121</b>	<b>16.456</b>	<b>-18,2%</b>
Costes Operativos	-16.198	-12.457	-23,1%
<b>EBITDA</b>	<b>3.923</b>	<b>3.999</b>	<b>1,9%</b>
Depreciación	-2.427	-4.177	72,1%
<b>EBIT</b>	<b>1.496</b>	<b>-178</b>	<b>-111,9%</b>
Costes Financieros	-113	-227	100,9%
Otros	531	-26	n.a
<b>BNA</b>	<b>1.914</b>	<b>-431</b>	<b>n.a</b>
Impuestos	-1.512	-1.458	-3,6%
<b>BAI</b>	<b>402</b>	<b>-1.889</b>	<b>n.a</b>

### Producción Neta Petróleo y Gas (Kbep/día)

	4T18	4T19	Var. %
Italia	419	353	-16%
Resto de Europa	449	411	-8%
Norte de África	1.080	1.178	9%
Egipto	1.420	1.542	9%
Subsahara	725	776	7%
Kazajistán	287	289	1%
Resto de Asia	562	441	-22%
América	259	245	-5%
Australia y Oceanía	120	144	20%
<b>Total</b>	<b>5.321</b>	<b>5.379</b>	<b>1,1%</b>

### Comparativa con EuroStoxx 50 (12M)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:  
<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

*Reducimos recomendación hasta Vender desde Neutral y reducimos Precio Objetivo hasta 11,8€/acc. desde 15,8€/acc. (potencial +7%). Consideramos que los precios actuales ya recogen las principales fortalezas de la compañía: está diversificada geográficamente y por producto, está incrementando su presencia en el área de las renovables, continúa elevando la producción y la rentabilidad por dividendo es atractiva (supera el 7% tras la fuerte corrección del año). Sin embargo, la debilidad de los resultados y el entorno tan complicado que enfrentan las compañías de Petróleo&Gas nos aconsejan mantener una actitud de cautela.*

**El Sector Petróleo & Gas atraviesa un momento especialmente adverso** y el crudo acumula fuertes retrocesos en lo que llevamos de año (Brent -27%). Esto ha lastrado los resultados de las principales compañías petroleras, entre ellas Eni. Además, existe poca visibilidad en cuanto a la recuperación, puesto que los inventarios están en un nivel muy elevado, la demanda se está reduciendo y el Covid-19 impacta directamente. Por un lado, porque es un elemento desacelerador global y por el otro porque impacta directamente a China, que es uno de los principales consumidores mundiales. En este contexto, los recortes de producción de la OPEP se configuran como el único dinamizador a corto y medio plazo, pero pensamos que serán insuficientes. Por todo ello, la visibilidad en cuanto a la recuperación del precio es muy reducida y son muchas las incertidumbres que enfrenta. Por ello, extremamos la cautela en el sector y adoptamos una valoración aún más conservadora. Lo que nos lleva a recomendar Vender ENI y a reducir el Precio Objetivo hasta 11,8€/acc. desde 15,8€/acc. El potencial que ofrece (+7%) es insuficiente como para compensar la alta volatilidad y escasa visibilidad del sector.

**Resultados 2019 débiles.** Cifras Principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 69.881€ (-8%) vs 72.963; BNA 155M€ (vs 4.137M€ en 2018). La Deuda Financiera asciende a 22.723M€ (+2%). La Producción aumenta hasta 1.921Brr./día (+1,7%). Evolucionan débilmente ambas áreas de negocio, aunque el área de Refino y Marketing se ve afectada por un entorno de mercado especialmente complicado, con fuerte reducción del margen de refino. También evoluciona débilmente el segmento de Química y acumula pérdidas por -268M€, afectada por fuerte caída de la demanda, particularmente del Sector Auto y de productos de plástico de un solo uso.

**Presenta Plan de Acción 2020/2023:** estima inversiones de 4.000M€ en renovables, un Ebit en *Downstream* de 2.000M€ y un crecimiento de la producción en el área de *Upstream* que aumentará +3,5% en 2025. En cuanto al dividendo propone 0,89€/acc. y un programa de recompra de acciones por 400M€ (1% de la capitalización bursátil), siempre que el Brent se sitúe en 60\$/65\$. El Plan Estratégico a 2050 recoge una mayor inversión en energías renovables y una fuerte reducción de las emisiones de CO2 (-80%). Dicho esto, el horizonte temporal es demasiado extenso como para poder ser incluido en nuestras valoraciones. En cualquier caso, es positivo que eleve la diversificación de su negocio y aumente su posicionamiento en un segmento energético de elevado crecimiento. Con ello sigue los pasos de otras compañías petroleras como Repsol o Total.

Entre los principales **riesgos** identificamos: (i) Evolución del precio del petróleo y gas. Es una compañía cada vez más diversificada, pero un precio elevado le beneficia. (ii) Localización: parte de su producción procede de países con un elevado riesgo geopolítico, lo que puede tener implicaciones futuras. Algunos ejemplos son: Norte de África o Egipto.

En conclusión, **Eni es una compañía sólida y que cuenta con una producción diversificada. Sin embargo pensamos que su potencial es limitado. Sus principales fortalezas ya están recogidas en precio.** Por ello, **situamos nuestra recomendación en Vender y Precio Objetivo en 11,8€/acc. desde 15,8€/acc. anterior.** Este precio implica un potencial de +7% con respecto a los precios actuales.

### Síntesis de Valoración.

Adoptamos una actitud conservadora en la valoración. Introducimos la Tasa Libre de Riesgo en 1,5%. Estimamos un incremento de Ingresos y Ebitda (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2019/2023 de +3% y +5% respectivamente. Una prima de riesgo de 9%, debido al desglose geográfico de su actividad y una prima adicional por sector. Esto deriva en una WACC (coste promedio ponderado del capital) de 8,0%.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 19/23
<b>Importe neto de la cifra de negocio</b>	<b>70.977</b>	<b>76.938</b>	<b>71.041</b>	<b>78.488</b>	<b>79.275</b>	<b>80.070</b>	<b>80.873</b>	<b>3%</b>
Aprovisionamientos	(51.548)	(55.622)	(50.874)	(56.873)	(57.443)	(58.019)	(58.601)	1%
Otros gastos operativos	(3.896)	(3.379)	(3.141)	(3.447)	(3.482)	(3.517)	(3.552)	1%
Otros ingresos y gastos	(38)	(966)	(2.488)	(785)	(793)	(801)	(809)	-4%
<b>EBITDA</b>	<b>15.495</b>	<b>16.971</b>	<b>14.538</b>	<b>17.383</b>	<b>17.558</b>	<b>17.734</b>	<b>17.911</b>	<b>5%</b>
<i>Margen Ebitda</i>	<i>21,8%</i>	<i>22,1%</i>	<i>20,5%</i>	<i>22,1%</i>	<i>22,1%</i>	<i>22,1%</i>	<i>22,1%</i>	
Amort. y prov.	(7.483)	(6.988)	(8.106)	(7.227)	(7.296)	(7.366)	(7.437)	2%
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>8.012</b>	<b>9.983</b>	<b>6.432</b>	<b>10.157</b>	<b>10.262</b>	<b>10.367</b>	<b>10.474</b>	<b>13%</b>
Resultado Financiero	(1.236)	(971)	(879)	(779)	(761)	(786)	(787)	-5%
<b>BAI</b>	<b>6.776</b>	<b>9.012</b>	<b>5.553</b>	<b>9.377</b>	<b>9.500</b>	<b>9.581</b>	<b>9.687</b>	<b>15%</b>
Resultado de operaciones con afiliados	68	1.095	193	903	912	921	930	-4%
impuestos	(3.467)	(5.970)	(5.591)	(5.505)	(5.577)	(5.625)	(5.687)	-1%
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>3.377</b>	<b>4.137</b>	<b>155</b>	<b>4.775</b>	<b>4.835</b>	<b>4.877</b>	<b>4.930</b>	<b>137%</b>
<b>BPA</b>	<b>0,93</b>	<b>1,14</b>	<b>0,04</b>	<b>1,31</b>	<b>1,33</b>	<b>1,34</b>	<b>1,36</b>	<b>137%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 19/23
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>114.928</b>	<b>118.373</b>	<b>115.878</b>	<b>117.502</b>	<b>118.384</b>	<b>119.280</b>	<b>120.191</b>	<b>1%</b>
Inmovilizado	67.366	64.689	65.345	65.967	66.598	67.239	67.889	1%
Inversiones método de la participación	3.511	7.044	5.218	5.291	5.331	5.371	5.412	-6%
Activos financieros	8.003	8.105	8.002	8.114	8.175	8.237	8.299	1%
Activos por impuestos diferidos	4.998	4.683	4.893	4.961	4.998	5.036	5.075	2%
Otros activos	3.645	4.264	3.371	3.418	3.443	3.470	3.496	-5%
Existencias	4.621	4.650	4.294	4.744	4.791	4.839	4.888	1%
Deudores comerciales	15.421	14.100	13.019	14.384	14.528	14.674	14.821	1%
Efectivo	7.363	10.838	11.738	10.624	10.518	10.414	10.311	-1%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>48.079</b>	<b>51.073</b>	<b>51.105</b>	<b>52.084</b>	<b>53.075</b>	<b>54.074</b>	<b>55.085</b>	<b>2%</b>
<b>PASIVO</b>	<b>44.428</b>	<b>45.036</b>	<b>42.050</b>	<b>44.637</b>	<b>44.293</b>	<b>43.957</b>	<b>44.277</b>	<b>1%</b>
Pasivos por impuesto diferido	7.844	6.144	5.673	6.268	6.331	6.394	6.458	1%
Provisiones	14.469	13.003	12.307	11.775	11.103	10.433	10.417	-5%
Otros pasivos	5.367	9.142	8.441	9.326	9.420	9.514	9.610	1%
Acreedores comerciales	16.748	16.747	15.629	17.267	17.441	17.615	17.792	2%
<b>Deuda Financiera</b>	<b>22.421</b>	<b>22.264</b>	<b>22.723</b>	<b>20.782</b>	<b>21.016</b>	<b>21.249</b>	<b>20.829</b>	<b>-2%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO</b>	<b>114.928</b>	<b>118.373</b>	<b>115.878</b>	<b>117.502</b>	<b>118.384</b>	<b>119.280</b>	<b>120.191</b>	<b>1%</b>

(\*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

## Nota Compañía

### Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e
Noplat (Ebit *(1-T))	841	4.652	4.685	4.743	4.787
(+) Amortizaciones	8.106	7.227	7.296	7.366	7.437
(-) Inversiones	(7.815)	(7.849)	(7.928)	(8.007)	(8.087)
(+/-) Variación fondo de maniobra	319	(177)	(19)	(19)	(19)
Flujo de Caja Libre	1.452	3.853	4.034	4.083	4.118
Valor Residual					59.117
Valor Presente del Flujo	1.452	3.853	4.034	4.083	63.235

#### Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **11,8€/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 +7%.

#### Hipótesis de Valoración

WACC	8,0%
Coste del Equity	9,7%
Tasa Libre de Riesgo	1,5%
Beta	0,9
Prima de Riesgo	9,0%
Coste de Deuda	2,5%
g (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

#### Valor Empresa

<b>Valor Empresa</b>	<b>53.806</b>
Deuda Financiera Neta	10.985
Minoritarios en Balance	61
Valor Acciones	42.760
Nº Acciones	3.634
<b>Valor Acción</b>	<b>11,8</b>
Cotización	11
<b>Potencial</b>	<b>7%</b>

### 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)	7,7%	12,0	12,2	12,4	12,5	12,7	12,9	13,1
	7,8%	11,8	11,9	12,1	12,3	12,5	12,7	12,9
	7,9%	11,6	11,7	11,9	12,1	12,2	12,4	12,6
	8,0%	11,4	11,5	11,7	<b>11,8</b>	12,0	12,2	12,4
	8,1%	11,2	11,3	11,5	11,6	11,8	12,0	12,1
	8,2%	11,0	11,1	11,3	11,4	11,6	11,7	11,9
	8,3%	10,8	10,9	11,1	11,2	11,4	11,5	11,7

### Valoración por Múltiplos Comparables

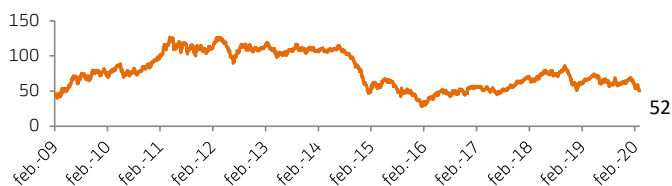
PER	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e
TOTAL	19,7	15,9	12,1	13,2	<b>8,6</b>
Repsol	13,8	10,9	11,6	n.a.	<b>6,0</b>
BP	n.d.	41,1	13,5	31,5	<b>10,1</b>
SHELL	47,7	21,2	10,4	15,1	<b>8,9</b>
GALP	64,5	19,2	14,3	31,8	<b>12,7</b>
PROMEDIO					<b>9,3</b>
				BPA '20e ENI (€/acc.)	1,31
<b>PRECIO RESULTANTE DE CÁLCULO VS PER SECTOR</b>					<b>12,2</b>

#### Método de valoración comparables:

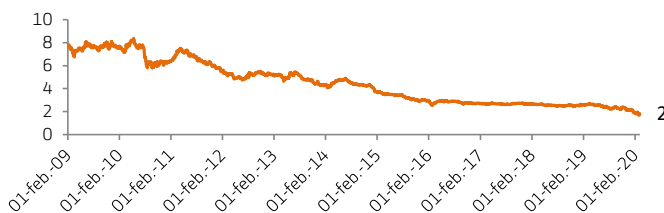
Como método alternativo de valoración, realizamos un análisis por Comparables. Utilizamos para ello el PER, que mide la relación entre el precio de una acción y los beneficios que se generan. Una vez obtenido el PER promedio del sector para 2020, lo multiplicamos por el BPA 2020 estimado para ENI y obtenemos 12,2€/acc., lo que implica un potencial elevado (+11%). Esto refleja que nuestra valoración es conservadora.

### Evolución Brent y Henry Hub

Petróleo. Brent \$/barr.



Gas. Henry Hub (\$/MBtu)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,