Sector Petróleo

Precio Objetivo: 46,3 €

Recomendación: Vender

Analista: Pilar Aranda

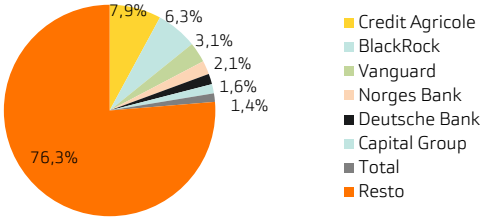
TOTAL

Los resultados reflejan resiliencia, pero el entorno es. especialmente complicado, lo que elimina el atractivo.-

Datos Básicos (mercado)

Capitalización	116.863 M€
Último:	44,60 €/acc.
Nº Acciones	2.601,9 M acc.
Max / Min (52 sem):	52,3/42,7€
Cód. Reuters / Bloomberg:	FP.MC / FP FP

Datos Básicos (mercado)



Principales partidas PyG 2019

	2019	2018	% Var.
PyG (M$)			
Ingresos	**176.249**	**184.106**	**-4,3%**
Costes operativos	-144.290	-153.532	-6,0%
Ebitda	**31.959**	**30.574**	**4,5%**
Depreciación	-15.731	-13.992	12,4%
Ebit	**16.228**	**16.582**	**-2,1%**
Costes Financieros	-2.352	-2.121	10,9%
Otros	-2.438	-2.911	-16,2%
BNA	**11.438**	**11.550**	**-1,0%**

Beneficio Neto ajustado por segmentos 2019

	4T19	4T18	% Var.
Beneficio Neto Ajustado (M$)	**3.706**	**3.727**	**-0,6%**
Exploración y Producción	2.031	1.976	2,8%
Gas, Energía y Renovables	794	676	17,5%
Refino y Química	580	900	-35,6%
Marketing y Servicios	474	333	42,3%
Corporate	-173	-158	

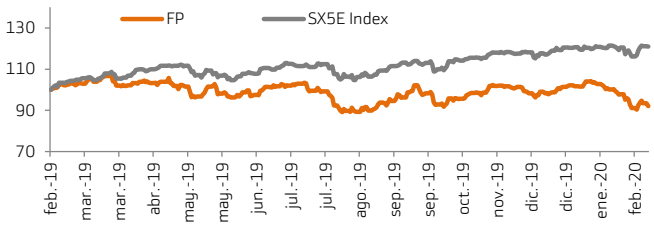
Principales ratios

	2019r.	2020e.	2021e.
PER	12,04x	10,73x	10,52x
BPA (€/acc.)	3,98	4,43	4,51
DPA (€/acc.)	2,39	2,66	2,71
Rent. Divid.	5,0%	5,6%	5,7%
DFN/Ebitda	0,94x	0,84x	0,79x
ROE	10,2%	10,0%	10,0%

Producción Neta (Kboe/día)

	4T19	4T18	% Var.
Producción Líquido & Gas	3.113	2.875	-7,6%
Europa y Asia Central	1.102	997	10,5%
África	703	661	6,4%
Oriente Medio y Norte de África	701	655	7,0%
América	368	386	-4,7%
Asía Pacífico	239	176	35,8%

Comparativa con EuroStoxx 50 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Total ha presentado resultados 4T19 que han reflejado resiliencia a pesar de un entorno adverso, con caídas tanto en el precio del petróleo como del gas. Este hecho ha sido compensado parcialmente con reducción de costes y un aumento de la producción. Dicho esto, pensamos que el sector Oil&Gas se está viendo afectado por un entorno de mayor producción, menor demanda y tensión geopolítica. Además, existe reducida visibilidad en cuanto a su recuperación. Este contexto es el que ha motivado nuestro cambio de recomendación hasta Vender desde Comprar y Precio Objetivo hasta 46,3€/acc. (potencial +4%) vs 51,7€/acc. anterior. Total es una de las compañías petroleras que presenta mejores perspectivas: balance saneado, posicionamiento en renovables, diversificación geográfica y remuneración al accionista. Sin embargo se ve muy afectada por las condiciones actuales del sector. Lo que nos obliga a elevar la prudencia.-

Reducimos recomendación hasta Vender desde Comprar por un entorno de petróleo y gas complicado y con reducida visibilidad en su recuperación .-

El Sector *Oil & Gas* se está viendo afectado, y se seguirá viendo afectado, por un nivel de oferta elevado por mayor producción norteamericana, a pesar de los recortes de la OPEP (1,7% de la oferta global actual, pero podría elevarse hasta 2,6%). Además los niveles de inventarios están muy altos y existe una **menor demanda** en un contexto de pérdida de inercia global. Por otra parte, el **Coronavirus** impacta directamente, ya que eleva el temor a que la demanda de China se reduzca, uno de los principales consumidores a nivel mundial. Todo ello ha provocado una fuerte caída del precio del petróleo y gas en 2019 y en el transcurso de 2020 y **no existe visibilidad en su recuperación**. Este hecho es lo que ha motivado nuestro cambio de recomendación hasta Vender desde Comprar. En este escenario, el resto de factores quedan relegados a un segundo plano.

:: **Análisis de Resultados 4T19:** Total publicó resultados 4T19 modestos aunque resilientes en este entorno adverso. Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 49.280M$ (-6,1%) vs 54.738,2M$ estimado; Ebitda 8.045M$ vs 7.575M$ estimado; BNA 2.649M$ vs 2.447,9M$ estimado; BPA 0,98$/acc. vs 0,91$/acc. estimado. Por áreas de negocio destaca negativamente ***Downstream***, por la débil evolución de Refino y Química, su principal área de negocio (aproximadamente el 50% de las ventas). El beneficio ajustado 4T19 se sitúa en 580M$ (-36%) y 3.003M$ (-11%) en 2019, afectado por fuertes caídas (-10%) en el margen de Refino y Química. Además el segmento se ha visto lastrado por huelgas y por un programa de mantenimiento en Normandía tras un incendio. La evolución de ***Upstream*** fue más positiva, impulsada por proyectos en Rusia, Australia, Nigeria y Angola. La Producción alcanzó los 3.130Miles/barr.día en 4T19 (+8%). Durante el trimestre continúa reduciendo costes operativos (-6% en 2019) y su plan es continuar haciéndolo: 5.000M$ en 2020. Finalmente, la Deuda Financiera Neta se eleva ligeramente, aunque el ratio sobre Ebitda todavía está contenido: 1x.

La **Remuneración al Accionista** es atractiva: aumenta en 2019 y la rentabilidad por dividendo se aproxima a 5%. Total reitera su objetivo de recomprar acciones este año por 2.000M$, pero lo hará para un precio del Brent de 60$/acc., escenario que consideramos complicado de conseguir. Por ello, éste no es nuestro escenario central.

Por el lado positivo destaca el **Área de Renovables.** Cuenta con un modelo cada vez más diversificado y menos dependiente del precio del crudo. Estrategia que consideramos acorde con las nuevas exigencias del mercado. En esta línea compró la participación de Anadarko en Mozambique LNG, lanzó Artic LNG2 en Rusia e invirtió en India.

En definitiva, **Total es una de las compañías petroleras que presenta mejores perspectivas**. Los resultados han reflejado resiliencia, la rentabilidad por dividendo es atractiva, el balance saneado y está elevando su posicionamiento en el área de renovables. Dicho esto, el **entorno es especialmente complicado y la caída en el precio del crudo y gas y la falta de visibilidad en cuanto a su recuperación nos llevan a recomendar Vender**.

Síntesis de Valoración:

Adoptamos una **actitud muy conservadora** en la valoración. Introducimos la Tasa Libre de Riesgo como un nivel próximo a la rentabilidad del bono 10A francés (0,7%). Estimamos un incremento de Ingresos, Ebitda y Beneficio Neto anualizado (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2019/2024 de +2%, +3% y +5% respectivamente. Una prima de riesgo de 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 6,6%.

Cifras en millones de dólares

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (*) 19/24
Importe neto de la cifra de negocio	**149.099**	**184.106**	**176.249**	**178.016**	**179.801**	**183.414**	**187.101**	**190.862**	***2%***
Aprovionamientos	(99.411)	(125.816)	(116.221)	(115.710)	(116.870)	(119.219)	(121.616)	(124.060)	*1%*
Otros gastos operativos	(24.966)	(27.484)	(27.255)	(27.236)	(27.509)	(27.879)	(28.252)	(28.629)	*1%*
Costes de Exploración	(864)	(797)	(785)	(777)	(769)	(762)	(754)	(747)	*-1%*
Otros ingresos y gastos	2.777	565	(29)	178	180	183	187	191	
EBITDA	**26.635**	**30.574**	**31.959**	**34.470**	**34.831**	**35.738**	**36.666**	**37.617**	***3%***
Margen Ebitda	*17,9%*	*16,6%*	*18,1%*	*19,4%*	*19,4%*	*19,5%*	*19,6%*	*19,7%*	
Amort. y prov.	(16.103)	(13.992)	(15.731)	(15.849)	(16.081)	(16.318)	(16.570)	(16.837)	*1%*
Resultado de explotación	**10.532**	**16.582**	**16.228**	**18.621**	**18.750**	**19.420**	**20.096**	**20.779**	***5%***
Coste de la deuda	(1.534)	(2.121)	(2.352)	(2.510)	(2.254)	(2.188)	(2.131)	(2.043)	*-3%*
Otros gastos e ingresos financieros	315	435	28	150	149	148	148	146	*39%*
BAI	**9.313**	**14.896**	**13.904**	**16.262**	**16.645**	**17.380**	**18.113**	**18.882**	***6%***
Resultado de operaciones con afiliados	2.015	3.170	3.406	3.440	3.475	3.544	3.616	3.688	*2%*
Impuestos	(3.029)	(6.516)	(5.872)	(6.991)	(7.155)	(7.471)	(7.786)	(8.117)	*7%*
Tasa impositiva (%)	*-33%*	*-44%*	*-42%*	*-43%*	*-43%*	*-43%*	*-43%*	*-43%*	
RESULTADO NETO	**8.299**	**11.550**	**11.438**	**12.711**	**12.964**	**13.453**	**13.942**	**14.453**	***5%***
BENEFICIO POR ACCIÓN	**3,2**	**4,4**	**4,5**	**5,0**	**5,1**	**5,2**	**5,4**	**5,6**	***5%***

Resumen Balance de Situación

	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (*) 19/24
TOTAL ACTIVO	**242.631**	**256.762**	**273.294**	**274.701**	**278.502**	**283.075**	**287.883**	**291.724**	***2%***
ACTIVO NO CORRIENTE	**157.683**	**176.963**	**188.029**	**188.881**	**191.396**	**194.473**	**197.704**	**200.932**	***2%***
Inmovilizado intangible	14.587	28.922	33.178	33.511	33.847	34.527	35.221	35.929	*4%*
Inmovilizado material	109.397	113.324	116.408	116.718	118.388	120.177	122.079	124.084	*1%*
Inversiones método de la participación	22.103	23.444	27.122	27.262	27.639	28.093	28.570	28.951	*4%*
Otras Inversiones	1.727	1.421	1.778	1.790	1.801	1.813	1.825	1.837	*5%*
Activos financieros no corrientes	679	680	912	917	929	945	961	974	*7%*
Activos por impuestos diferidos	5.206	6.663	6.216	6.248	6.334	6.438	6.548	6.635	*0%*
Otros activos no corrientes	3.984	2.509	2.415	2.436	2.458	2.480	2.502	2.524	*0%*
ACTIVO CORRIENTE	**84.948**	**79.799**	**85.265**	**85.819**	**87.106**	**88.602**	**90.179**	**90.792**	***2,5%***
Existencias	16.520	14.880	17.132	17.802	18.879	20.176	21.517	21.949	*8%*
Deudores comerciales	14.893	17.270	18.488	18.673	18.861	19.240	19.626	20.021	*3%*
Otros activos corrientes	14.210	14.724	17.013	17.101	17.337	17.622	17.921	18.160	*4%*
Otros activos financieros corrientes	3.393	3.654	3.992	3.875	3.929	3.994	4.061	4.116	*2%*
Efectivo	33.185	27.907	27.352	27.081	26.812	26.283	25.766	25.258	*-2%*
Activos clasificados para la venta	2.747	1.364	1.288	1.288	1.288	1.288	1.288	1.288	*-1%*
PATRIMONIO NETO	**114.037**	**118.114**	**119.305**	**124.267**	**129.328**	**134.579**	**140.022**	**145.664**	***3%***
PASIVO	**128.594**	**138.648**	**153.989**	**150.434**	**149.174**	**148.495**	**147.861**	**146.060**	***1%***
Pasivos por impuesto diferido	10.828	11.490	11.858	11.977	12.097	12.340	12.588	12.841	*2%*
Subvenciones	3.735	3.363	3.501	3.420	3.392	3.376	3.362	3.321	*0%*
Provisiones no corrientes	15.986	21.432	20.613	23.254	23.059	22.954	22.856	22.578	*1%*
Acreedores comerciales	26.479	26.134	28.394	28.679	28.966	29.548	30.142	30.748	*3%*
Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	1.106	70	795	795	795	795	795	795	*63%*
Otros	18.024	22.724	26.236	25.630	25.416	25.300	25.192	24.885	*2%*
Deuda Financiera	**52.436**	**53.435**	**62.592**	**56.679**	**55.450**	**54.182**	**52.926**	**50.892**	*-0,2%*
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	**242.631**	**256.762**	**273.294**	**274.701**	**278.502**	**283.075**	**287.883**	**291.724**	***2%***

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Noplat (Ebit *(1-T))	11.630	11.595	11.949	12.310	12.662
(+) Amortizaciones	15.849	16.081	16.318	16.570	16.837
(-) Inversiones	(17.574)	(17.751)	(18.107)	(18.471)	(18.843)
(+/ -) Variación fondo de maniobra	(570)	(977)	(1.093)	(1.134)	(221)
Flujo de Caja Libre	**9.335**	**8.948**	**9.066**	**9.275**	**10.436**
Valor Residual					**189.353**

Método de valoración:
Fijamos un precio objetivo de **46,3€/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 +4%, insuficiente como para poder recomendar Comprar.

Hipótesis de Valoración	
WACC	6,6%
Coste del Equity	8,7%
Tasa Libre de Riesgo	0,7%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	8,0%
Coste de Deuda	2,5%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa	169.095
Deuda Financiera Neta	35.240
Minoritarios en Balance	2.527
Valor Acciones	131.328
Nº Acciones	2.602
Valor Acción ($)	**50,5**
Valor Acción (€)	**46,3**
Cotización (€)	46,3
Potencial	**3,8%**

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

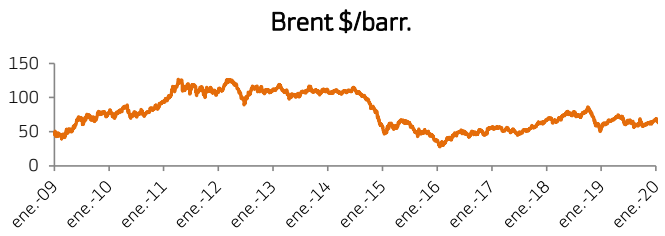
WACC (coste promedio ponderado del capital)	Crecimiento sostenible esperado (g)						
	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
5,4%	59,2	60,6	62,0	63,6	65,2	66,9	68,6
5,5%	57,6	58,9	60,3	61,8	63,3	64,9	66,6
5,6%	56,1	57,3	58,7	60,1	61,5	63,0	64,6
6,6%	43,7	44,5	45,4	**46,3**	47,2	48,2	49,2
6,7%	42,7	43,5	44,3	45,2	46,1	47,0	48,0
6,8%	41,7	42,5	43,3	44,1	45,0	45,9	46,8
6,9%	40,8	41,5	42,3	43,1	43,9	44,8	45,7

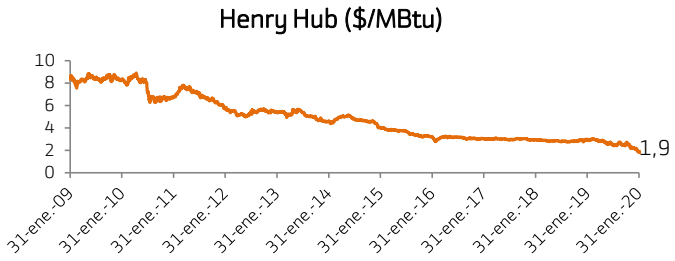
Valoración por Múltiplos Comparables

PER	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e
Repsol	13,8	10,9	11,6	8,9	7,1
ENI	n.d.	14,7	12,0	14,3	11,4
BP	n.d.	41,1	13,5	31,5	11,4
SHELL	47,7	21,2	10,4	15,1	10,5
GALP	64,5	19,2	14,3	19,2	13,9
PROMEDIO					**10,9**
BPA ´20e TOTAL (€/acc.)					4,4
PRECIO RESULTANTE DE CÁLCULO VS PER SECTOR					**48,0**

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 Total y obtenemos 48€/acc., lo que implica un potencial muy reducido (+8%). El potencial obtenido, aunque es superior al estimado por el método de descuento de flujo de caja, continúa siendo reducido para el riesgo que representa el sector.

Evolución Brent y Henry Hub





Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,