

Afronta un escenario de crudo especialmente complejo, por lo que extremamos la cautela.

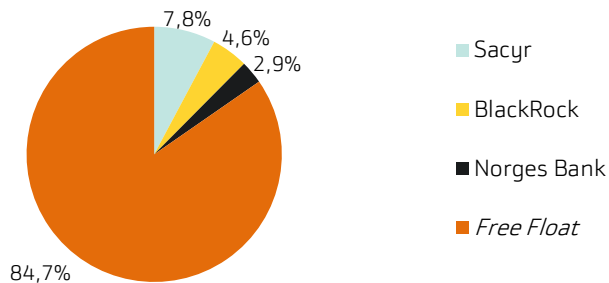
Repsol

Recomendación: Neutral
Analista: Pilar Aranda

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	16.644 M€
Último:	10,9 €/acc.
Nº Acciones	1.527,0 M acc.
Max / Min (52 sem):	15,7/10,6€
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP SM

Desglose Accionarial



Repsol ha presentado resultados 4T19 débiles afectados por un entorno complicado para el gas y petróleo. Además, ha realizado un fuerte ajuste del valor de sus activos que ha tenido un impacto en sus resultados de -5.823M€. Todo ello nos lleva a revisar el Precio Objetivo a la baja hasta 13,7€/acc. desde 17,7€/acc. y situamos nuestra recomendación en Neutral desde Comprar, a pesar de que el potencial es elevado sobre la cotización actual (+26%). Consideramos que Repsol es una de las petroleras que presenta mejores perspectivas: compañía saneada, muy atractiva por valoración, bien posicionada y diversificada, y con elevada rentabilidad por dividendo (+8,5%). Dicho esto, el contexto es realmente complicado, con desequilibrio entre oferta y demanda y reducida visibilidad de recuperación del crudo. Esto, inevitablemente, continuará lastrando al valor en el corto plazo. Por otra parte, la acción ha corregido -17% en las últimas sesiones, por lo que en condiciones normales, el precio de 13,7€/acc. respondería a una recomendación de Neutral.

Principales cifras 4T'19

	4T19	4T18	% Var.
EBITDA	1.852	1.680	10,2%
Upstream	1.058	1.224	-13,6%
Downstream	822	469	75,3%
Corporación	-28	-13	n.a.
Resultado Neto	405	632	-35,9%
Upstream	186	310	-40,0%
Downstream	369	485	-23,9%
Corporación	-150	-163	-8,0%

Criterio proforma

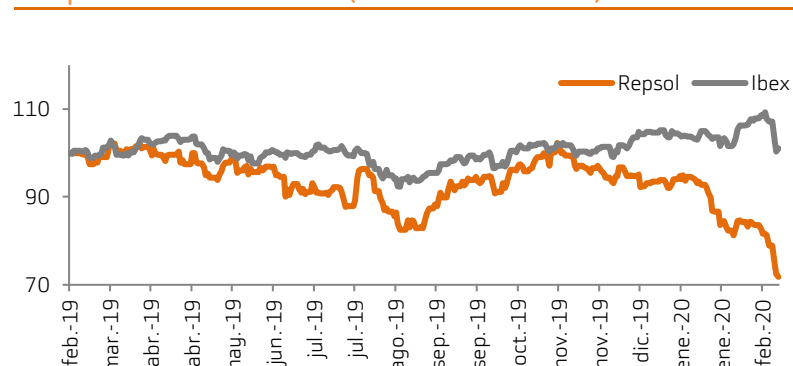
Principales ratios

	2018r.	2019r.	2020e.
PER	10,31x	n.a.	6,80x
BPA (€/acc.)	1,53	-2,50	1,60
DPA (€/acc.)	0,90	0,93	0,7
Rent. Divid.	8,3%	8,5%	6,3%
DFN/EBITDA	0,98x	1,55x	1,51x
ROE	7,6%	n.d.	9,1%

Producción Neta (Kbep/día)

	4T19	4T18	% Var.
Producción Hidrocarburos	730	722	1,1%
Producción Líquidos	263	263	-0,1%
Europa, África y Brasil	130	133	-1,9%
Latinoamérica	55	54	2,6%
Norteamérica	53	50	5,8%
Asia Rusia	25	27	-7,4%
Producción G. Natural	467	459	1,7%
Europa, África y Brasil	38	42	-8,7%
Latinoamérica	231	235	-1,5%
Norteamérica	148	130	13,8%
Asia Rusia	50	53	-5,7%

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

El Sector Petróleo se ve afectado por unos niveles de oferta y de inventarios elevados. Las previsiones de demanda global se reducen en un contexto de desaceleración económica. Además, el Covid-19 y sus implicaciones en el crecimiento económico global, particularmente en China, al ser este país uno de los principales consumidores a nivel global, impactan directamente. Todo ello ha provocado un fuerte descenso del precio del crudo (Brent 53,4\$/barr.; -20% YTD) y no existe visibilidad en cuanto a su recuperación. La única noticia que podría animar el precio sería la reducción de producción por parte de los países de la OPEP. De confirmarse en la reunión del 5/6 de marzo, la oferta global podría reducirse hasta -2,6% desde -1,7% desde enero, lo que parece insuficiente para propiciar un rebote. Por todo ello, nos vemos obligados a extremar la cautela y reducir la recomendación hasta Neutral desde Comprar.-

Análisis de Resultados 4T19 débiles: afectados por el entorno y por elevadas provisiones. Repsol ha realizado una fuerte limpieza de su balance (*impairment* -5.712M€), reduciendo la valoración de algunos de sus activos, por entorno de caída de precios de gas y petróleo y por un litigio abierto con Sinopec (reclama 5.000M€ por problemas con Talisman). También ha impactado Venezuela (reducción de su valor patrimonial desde 456M€ hasta 239M€). En coherencia, los resultados fueron débiles: EBITDA 1.852M€ (-16%); BNA ajustado 405M€ (-36%) vs 418M€ estimado por el consenso y Beneficio Neto -5.282M€. La Deuda Neta se sitúa en 4.220M€ vs 3.836M€ del cierre del 3T'19 y la Producción total aumenta hasta 730Mbep/día vs 711Mbep/día en 3T19. Por áreas de negocio, ambas evolucionan débilmente. El área de **Downstream** (BNA 369M€ (-24%)) se ve afectada por menores resultados en negocios de Refino, Química, Comercialización de Gas y GLP. Esto fue compensado parcialmente por el mejor comportamiento de los Negocios Comerciales (Movilidad y Lubricantes), Trading y Electricidad y Gas. El área de **Upstream** (BNA 186M€; -40%) pierde inercia por menores precios de realización de crudo y gas y por unos mayores costes exploratorios. Esto fue parcialmente compensado con mayor producción en Libia y un impacto positivo de impuestos sobre beneficios.

A pesar de los resultados, la **política de retribución al accionista** es especialmente generosa, la cual hoy supera el +8% y podría ser incluso algo superior tras la confirmación de un programa de recompra de acciones por el 5% del capital. Recordemos que en el Plan Estratégico 2018/2020 la compañía se comprometía a un aumento del dividendo de +8%/año hasta el entorno de 1€/acc. en 2020.

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) Muy bien posicionado en **IMO 2020:** nueva normativa que exige a los barcos utilizar un petróleo con contenido máximo de azufre de 0,5%. Este desafío supone una oportunidad para Repsol puesto que potenciará su área de **Downstream**. Repsol ya realizó las inversiones pertinentes para adaptar sus refinerías a la nueva regulación. (iii) **Balance saneado y fuerte generación de caja.** (iv) **Dividendo muy atractivo.** Por todo ello, reiteramos que la **bajada de recomendación responde al contexto**, pero tras el Plan Estratégico de mayo, nos plantearemos de nuevo la recomendación.

Síntesis de Valoración. Mantenemos una **actitud muy conservadora** en la valoración e incluimos un ajuste en nuestras proyecciones. Situamos la rentabilidad exigida en 1,5%. Estimamos un incremento de Ingresos, EBITDA y BNA (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2018/2023 de +3%, +4% y +4% respectivamente. Una prima de riesgo de 10,5%, 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 13,7€/acc. (potencial +26%).

<https://broker.bankinter.com/www/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	53.314	55.166	57.477	59.674	3%
Aprovisionamientos	(23.615)	(30.251)	(38.056)	(36.803)	(38.919)	(40.382)	(42.246)	(43.980)	3%
Gastos de personal	(2.501)	(1.892)	(1.874)	(1.946)	(1.985)	(2.025)	(2.066)	(2.107)	2%
Otros gastos	(5.930)	(5.195)	(5.549)	(6.957)	(6.131)	(6.068)	(6.323)	(6.564)	3%
EBITDA	5.387	6.110	5.874	4.505	6.279	6.691	6.843	7.023	4%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,8%</i>	
Amort. y prov.	(3.476)	(3.321)	(3.421)	(7.756)	(3.144)	(3.453)	(3.524)	(3.590)	1%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.911	2.789	2.453	(3.251)	3.135	3.239	3.319	3.433	7%
Resultado financiero	(234)	(312)	(173)	(523)	(409)	(464)	(435)	(404)	19%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	194	904	1.053	573	663	540	589	648	-9%
BAI	1.871	3.381	3.333	(3.201)	3.388	3.315	3.473	3.676	2%
Impuestos	(391)	(1.220)	(1.386)	(588)	(1.152)	(1.127)	(1.181)	(1.250)	-2%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.480	2.161	1.947	(3.789)	2.236	2.188	2.292	2.426	4%
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)	2.209	2.161	2.265	2.399	4%
Resultado de operaciones interrumpidas	299	0	412	0	237	237	237	237	-10%
RESULTADO NETO	1.736	2.121	2.341	(3.816)	2.446	2.398	2.502	2.636	2%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,14	1,39	1,53	(2,50)	1,60	1,57	1,64	1,73	2%

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	55.893	57.037	58.152	59.378	0%
ACTIVO NO CORRIENTE	48.921	45.086	43.484	41.408	39.112	39.998	40.836	41.644	-1%
Inmovilizado intangible	5.109	4.584	5.096	4.470	4.746	4.911	5.117	5.312	1%
Inmovilizado material	27.297	24.600	25.431	23.145	22.455	23.017	23.494	23.935	-1%
Inversiones inmobiliarias	66	67	68	66	67	67	67	67	0%
Inversiones método de la participación	10.176	9.268	7.194	7.237	6.148	6.274	6.397	6.532	-2%
Resto	6.273	6.567	5.695	6.490	5.695	5.729	5.762	5.798	0%
ACTIVO CORRIENTE	15.928	14.771	17.294	16.487	16.782	17.039	17.316	17.735	1%
Activos no corr. mantenidos para venta	144	22	6	5	14	14	14	14	18%
Existencias	3.605	3.797	4.390	4.597	4.719	4.883	5.088	5.282	4%
Deudores comerciales	5.885	5.912	6.105	5.911	6.135	6.197	6.299	6.540	1%
Otros activos corrientes	327	182	296	195	188	192	196	200	-8%
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	2.870	2.842	2.796	2.693	-11%
PATRIMONIO NETO	31.111	30.063	30.914	25.209	26.893	28.146	29.460	30.852	0%
PASIVO NO CORRIENTE	9.519	7.679	6.236	6.672	6.215	6.407	6.638	6.862	2%
Provisiones no corrientes	6.131	4.829	3.431	3.912	4.154	4.298	4.478	4.649	6%
Pasivos por impuesto diferido	1.379	1.051	2.335	2.375	1.653	1.686	1.719	1.756	-6%
Otros pasivos no corrientes	2.009	1.799	470	385	409	423	441	458	-1%
PASIVO CORRIENTE	7.828	7.829	8.324	8.547	8.848	9.155	9.539	9.903	4%
Provisiones corrientes	1.018	519	500	865	691	715	745	773	9%
Acreedores comerciales	6.810	7.310	7.824	7.682	8.157	8.440	8.794	9.130	3%
Deuda Financiera	9.482	10.080	10.818	10.929	13.937	13.328	12.515	11.761	2%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	57.940	55.651	56.292	51.357	55.893	57.037	58.152	59.378	1%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e
Noplat (Ebit *(1-T))	2.069	2.138	2.191	2.265
(+) Amortizaciones	3.144	3.453	3.524	3.590
(-) Inversiones	(3.999)	(3.972)	(3.966)	(3.998)
(+/-) Variación fondo de maniobra	129	57	47	(99)
Flujo de Caja Libre	1.343	1.676	1.796	1.759
Valor Residual				30.729
Valor Presente del Flujo	1.343	1.676	1.796	32.487

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **13,7€/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 26%.

Hipótesis de Valoración

WACC	6,8%
Coste del Equity	9,9%
Tasa Libre de Riesgo	1,5%
Beta	0,8
Prima de Riesgo	10,5%
Coste de Deuda	2,1%
G (crecimiento a perpetua)	1,0%

Valor Empresa

	29.191
Deuda Financiera Neta	7.950
Minoritarios en Balance	281
Valor Acciones	20.960
Nº Acciones	1.527
Valor Acción	13,7
Cotización	10,9
Potencial	26%

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%
5,6%	17,5	17,9	18,3	18,8	19,3	19,8	20,3
5,7%	17,0	17,4	17,8	18,3	18,7	19,2	19,7
5,8%	16,6	17,0	17,4	17,8	18,2	18,7	19,1
6,8%	12,9	13,2	13,4	13,7	14,0	14,3	14,6
6,9%	12,6	12,9	13,1	13,4	13,7	14,0	14,3
7,0%	12,3	12,6	12,8	13,1	13,3	13,6	13,9
7,1%	12,0	12,3	12,5	12,8	13,0	13,3	13,6

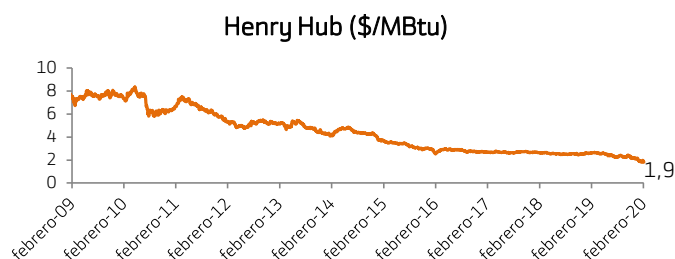
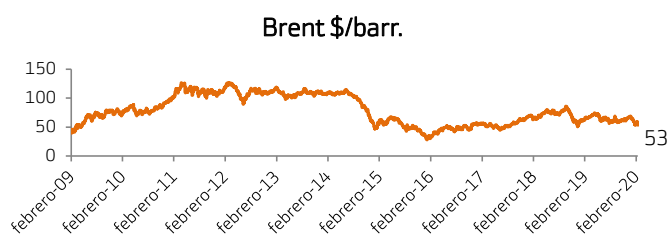
Valoración por Múltiplos Comparables

PER	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e
TOTAL	15,3	13,3	10,4	12,7	9,2
ENI	66,8	24,1	24,0	13,7	10,8
BP	34,4	23,0	10,7	13,1	11,1
SHELL	26,5	17,5	11,4	13,7	9,8
GALP	24,3	22,0	15,6	21,3	14,6
PROMEDIO					11,1
	BPA '20e REPSOL (€/acc.)				1,60
PRECIO RESULTANTE DE CÁLCULO VS PER SECTOR					17,8

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 Repsol y obtenemos 17,8€/acc. Esto implica un potencial elevado con respecto al cierre de este informe (10,9€/acc.). Esto refuerza nuestra idea: la Compañía es muy atractiva por valoración, pero el entorno nos exige elevar la cautela.

Evolución Brent y Henry Hub



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,