

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

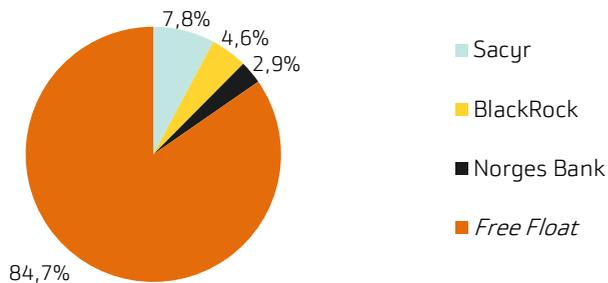
## Repsol

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.
<b>EBITDA</b>	<b>1.852</b>	<b>1.680</b>	<b>10,2%</b>
Upstream	1.058	1.224	-13,6%
Downstream	822	469	75,3%
Corporación	-28	-13	n.a.
<b>Resultado Neto</b>	<b>405</b>	<b>632</b>	<b>-35,9%</b>
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.
<b>Producción Hidrocarburos</b>	<b>730</b>	<b>722</b>	<b>1,1%</b>
<b>Producción Líquidos</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>-0,1%</b>
Europa, África y Brasil	130	133	-1,9%
Latinoamérica	55	54	2,6%
Norteamérica	53	50	5,8%
Asia Rusia	25	27	-7,4%
<b>Producción G. Natural</b>	<b>467</b>	<b>459</b>	<b>1,7%</b>
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](http://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%).

Cifras en millones de euros

## Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
<b>Importe neto de la cifra de negocio</b>	<b>37.433</b>	<b>43.448</b>	<b>51.353</b>	<b>50.211</b>	<b>53.314</b>	<b>55.166</b>	<b>57.477</b>	<b>59.674</b>	<b>3%</b>
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%
<b>EBITDA</b>	<b>5.387</b>	<b>6.110</b>	<b>5.874</b>	<b>4.505</b>	<b>6.279</b>	<b>6.691</b>	<b>6.843</b>	<b>7.023</b>	<b>4%</b>
<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%
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>1.911</b>	<b>2.789</b>	<b>2.453</b>	<b>(3.251)</b>	<b>3.135</b>	<b>3.239</b>	<b>3.319</b>	<b>3.433</b>	<b>7%</b>
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%
<b>BAI</b>	<b>1.871</b>	<b>3.381</b>	<b>3.333</b>	<b>(3.201)</b>	<b>3.388</b>	<b>3.315</b>	<b>3.473</b>	<b>3.676</b>	<b>2%</b>
Impuestos	(391)	(1.220)	(1.386)	(588)	(1.152)	(1.127)	(1.181)	(1.250)	-2%
<b>Rdo. del ejercicio Oper. Continu.</b>	<b>1.480</b>	<b>2.161</b>	<b>1.947</b>	<b>(3.789)</b>	<b>2.236</b>	<b>2.188</b>	<b>2.292</b>	<b>2.426</b>	<b>4%</b>
Resultado atribuido a intereses minoritarios por op. continuadas	(43)	(40)	(18)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	8%
<b>RDO NETO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>1.437</b>	<b>2.121</b>	<b>1.929</b>	<b>(3.816)</b>	<b>2.209</b>	<b>2.161</b>	<b>2.265</b>	<b>2.399</b>	<b>4%</b>
Resultado de operaciones interrumpidas	299	0	412	0	237	237	237	237	-10%
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>1.736</b>	<b>2.121</b>	<b>2.341</b>	<b>(3.816)</b>	<b>2.446</b>	<b>2.398</b>	<b>2.502</b>	<b>2.636</b>	<b>2%</b>
<b>BENEFICIO POR ACCIÓN</b>	<b>1,14</b>	<b>1,39</b>	<b>1,53</b>	<b>(2,50)</b>	<b>1,60</b>	<b>1,57</b>	<b>1,64</b>	<b>1,73</b>	<b>2%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>64.849</b>	<b>59.857</b>	<b>60.778</b>	<b>57.895</b>	<b>55.893</b>	<b>57.037</b>	<b>58.152</b>	<b>59.378</b>	<b>0%</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>48.921</b>	<b>45.086</b>	<b>43.484</b>	<b>41.408</b>	<b>39.112</b>	<b>39.998</b>	<b>40.836</b>	<b>41.644</b>	<b>-1%</b>
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%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>15.928</b>	<b>14.771</b>	<b>17.294</b>	<b>16.487</b>	<b>16.782</b>	<b>17.039</b>	<b>17.316</b>	<b>17.735</b>	<b>1%</b>
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%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>31.111</b>	<b>30.063</b>	<b>30.914</b>	<b>25.209</b>	<b>26.893</b>	<b>28.146</b>	<b>29.460</b>	<b>30.852</b>	<b>0%</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>9.519</b>	<b>7.679</b>	<b>6.236</b>	<b>6.672</b>	<b>6.215</b>	<b>6.407</b>	<b>6.638</b>	<b>6.862</b>	<b>2%</b>
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%
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>7.828</b>	<b>7.829</b>	<b>8.324</b>	<b>8.547</b>	<b>8.848</b>	<b>9.155</b>	<b>9.539</b>	<b>9.903</b>	<b>4%</b>
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%
<b>Deuda Financiera</b>	<b>9.482</b>	<b>10.080</b>	<b>10.818</b>	<b>10.929</b>	<b>13.937</b>	<b>13.328</b>	<b>12.515</b>	<b>11.761</b>	<b>2%</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO</b>	<b>57.940</b>	<b>55.651</b>	<b>56.292</b>	<b>51.357</b>	<b>55.893</b>	<b>57.037</b>	<b>58.152</b>	<b>59.378</b>	<b>1%</b>

(\*) 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	<b>1.343</b>	<b>1.676</b>	<b>1.796</b>	<b>32.487</b>

#### 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

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

### 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	<b>13,7</b>	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

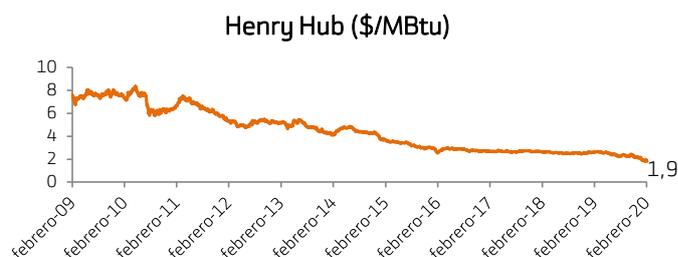
### Valoración por Múltiplos Comparables

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