

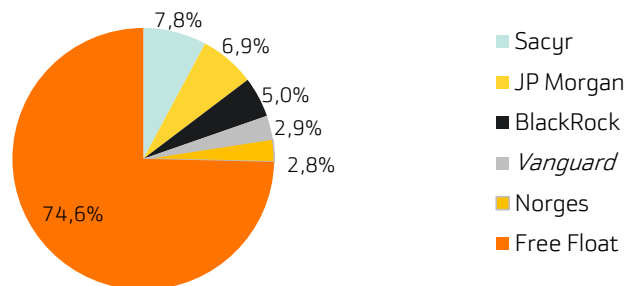
**Recomendación Neutral, con potencial de +20%.
Resiliente ante un entorno adverso**

Repsol

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	11.710 M€
Último:	7,2 €/acc.
Nº Acciones	1.626,4 M acc.
Max / Min (52 sem):	15,7/5,9€
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP SM

Desglose Accionarial



Resultados 2T'20 afectados por caída del precio del petróleo y gas, pero en línea con expectativas. Aspectos relevantes: (i) Intensifica el Plan de Resiliencia 2020. Reduce costes operativos e inversiones en mayor cuantía de lo anunciado inicialmente. (ii) Balance saneado y resiliente al contexto: reduce Deuda Financiera Neta en cerca de -500M€ y la Liquidez asciende a 9.762M€, que cubre 2,43x los vencimientos a corto plazo. (iii) Presentará Plan Estratégico en noviembre. (iv) Potencia el área de energías limpias.

Es una de las compañías multienergéticas con mejores perspectivas, está saneada, cotiza a múltiplos reducidos, rentabilidad por dividendo atractiva y bien posicionada en el área de renovables. Dicho esto, el entorno del crudo es complicado, con reducida visibilidad en cuanto a la recuperación y mucha volatilidad. Ello nos lleva a mantener nuestra recomendación en Neutral, y Precio Objetivo en 8,6€/acc. desde 9,5€/acc. anterior. Potencial +20%.

Principales cifras 2T'20

	2T20	2T19	% Var.
EBITDA	240	1.902	-87,4%
Exploración y Producción	331	1.150	-71,2%
Industrial	-156	521	-129,9%
Comercial y Renovables	118	250	-52,8%
Corporación	-53	-19	178,9%

Criterio proforma

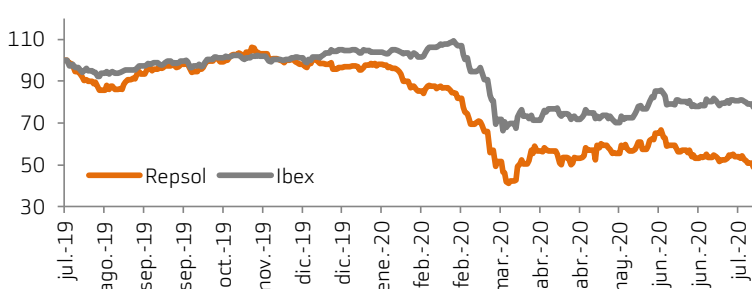
Principales ratios

	2019r.	2020e.	2021e.
PER	n.a.	n.a.	13,43x
BPA (€/acc.)	-2,35	-1,41	0,54
DPA (€/acc.)	0,93	1,0	1,0
Rent. Divid.	12,9%	13,9%	13,9%
DFN/EBITDA	1,55x	3,29x	2,82x
ROE	n.a.	n.a.	4,2%

Producción Neta (Kbep/día)

	2T20	2T19	% Var.
Producción Hidrocarburos	640	694	-7,8%
Producción Líquidos	214	258	-17,0%
Europa y África	54	92	-41,8%
Latinoamérica	76	97	-21,7%
América del Norte	57	44	31,0%
Asia Rusia & Resto de Mundo	28	26	7,7%
Producción G. Natural	425	436	-2,5%
Europa y África	30	38	-21,1%
Latinoamérica	203	223	-9,0%
Norteamérica	149	125	19,2%
Asia Rusia & Resto de Mundo	43	50	-14,0%

Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



Análisis Resultados 2T'20: Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 6.013M€ (vs 12.731M€ en 2T19) vs 6.990M€ estimado; Ebitda 240M€ (vs 1.902M€ en 2T19) vs 505M€ estimado; BNA -1.997M€ (vs 525M€ en 2T19). BNA Ajustado -258M€. Ajusta su hipótesis de precios, lo que afecta al valor contable de sus activos registrando un *impairment* de 1.296M€. La Producción Total se reduce hasta 640kbep, -7,8% con respecto al mismo periodo del año anterior. Por áreas de negocio, todas evolucionan débilmente. (i) El área de **Exploración y Producción** (BNA -141M€ vs 323M€ en 2T19 vs -187M€ estimado (consenso de analistas)) se ve afectada por menores precios de realización de crudo y gas y menor producción. (ii) **El área Industrial** (BNA 8M€ vs 177M€ en 2T19 vs +6M€ estimado (consenso de analistas)), afectada por las nuevas condiciones de mercado en Refino y Química por COVID-19. (iii) **Comercial y Renovables** (BNA 42M€ vs 128M€ en 2T19 vs 40M€ estimado (consenso de analistas)) afectados por menores ventas en las estaciones de servicio (-48% demanda en España).

Los aspectos más destacados de los Resultados 2T20 son:

(i) Intensifica **Plan Resiliencia 2020**: contemplaba reducciones de costes de -350M€ en 2020 y se ha elevado hasta -450M€. El recorte de inversiones asciende a -1.100M€ desde 1.000M€ anterior.

(ii) **Balance saneado y resiliente al contexto**: reduce Deuda Financiera Neta hasta 3.987M€, en cerca de -500M€. La Liquidez asciende a 9.762M€, que cubre 2,43x los vencimientos a corto plazo.

(iii) **Presentará Plan Estratégico 2021/2025**: sentará las guías del crecimiento a largo plazo y estará focalizado en transición energética, flexibilidad financiera y remuneración al accionista competitiva. Estimamos que, como mínimo, mantendrá 1,0€/acc. actual (rentabilidad por dividendo 13,5%).

(iv) **Renovables**: firma un acuerdo con Iberoólica por el cual tendrá acceso a una cartera de proyectos de renovables en Chile. La cartera suma 1.600MW de renovables que podrían elevarse hasta 2.600MW. Con este proyecto, invierte por primera vez en el exterior y mantiene su objetivo de convertirse en una empresa multienergética.

En definitiva, Repsol es una de las compañías multienergéticas que presenta mejores perspectivas: (i) Cada vez tiene una mayor diversificación y potencia sus negocios de gas, electricidad y generación eléctrica. (ii) Balance saneado y fuerte generación de caja y (iii) Dividendo muy atractivo. No obstante, un contexto de mercado especialmente complicado nos lleva a recomendar Neutral y reducimos Precio Objetivo hasta 8,6€/acc. desde 9,5€/acc. anterior.

Síntesis de Valoración. Mantenemos una actitud muy conservadora en la valoración e incluimos un ajuste en nuestras proyecciones que aumentan hasta 2025. Situamos la rentabilidad exigida en 1,2%. Estimamos un incremento de Ingresos, EBITDA y BNA (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2018/2025 de +0%, +2% y +3% respectivamente. Una prima de riesgo de 8,2%, debido al desglose geográfico de su actividad y una prima adicional por sector. Esto deriva en una WACC (coste promedio ponderado del capital) de 6,4%. **Con todo ello obtenemos una recomendación de Neutral un Precio Objetivo de 8,6€/acc. (potencial +20%).**

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 18/25
Importe neto de la cifra de negocio	51.353	50.211	40.215	44.678	47.039	48.655	50.736	52.896	0%
Aprovionamientos	(38.056)	(36.803)	(29.357)	(31.945)	(33.633)	(34.788)	(36.276)	(37.556)	0%
Gastos de personal	(1.874)	(1.946)	(1.869)	(1.869)	(1.907)	(1.945)	(2.004)	(2.064)	1%
Otros gastos	(5.549)	(6.957)	(6.032)	(6.702)	(6.115)	(6.325)	(6.088)	(6.348)	2%
EBITDA	5.874	4.505	2.957	4.163	5.385	5.597	6.368	6.928	2%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,1%</i>	
Amort. y prov.	(3.421)	(7.756)	(5.015)	(3.106)	(3.192)	(3.284)	(3.385)	(3.496)	0%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.453	(3.251)	(2.058)	1.057	2.193	2.313	2.983	3.432	5%
Resultado financiero	(173)	(523)	(291)	(352)	(370)	(391)	(405)	(408)	13%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	1.053	573	(916)	257	576	608	820	964	-1%
BAI	3.333	(3.201)	(3.266)	961	2.398	2.531	3.398	3.989	3%
Impuestos	(1.386)	(588)	817	(240)	(815)	(860)	(1.155)	(1.356)	-9%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.947	(3.789)	(2.450)	721	1.583	1.670	2.242	2.633	4%
Resultado atribuido a intereses minoritarios por op. continuadas	(18)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)	6%
RDO NETO OPERACIONES CONTINUADAS	1.929	(3.816)	(2.477)	694	1.556	1.643	2.215	2.606	4%
Resultado de operaciones interrumpidas	412	0	178	178	178	178	178	178	-11%
RESULTADO NETO	2.341	(3.816)	(2.299)	872	1.733	1.821	2.393	2.783	3%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,44	(2,35)	(1,41)	0,54	1,07	1,12	1,47	1,71	3%

Resumen Balance de Situación

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 18/25
TOTAL ACTIVO	60.778	57.895	53.803	55.712	57.139	58.498	60.145	61.807	0%
ACTIVO NO CORRIENTE	43.484	41.408	38.493	39.899	40.983	42.023	43.209	44.472	0%
Inmovilizado intangible	5.096	4.470	4.022	4.468	4.704	4.866	5.074	5.290	-1%
Inmovilizado material	25.431	23.145	21.537	22.185	22.799	23.454	24.178	24.970	-2%
Inversiones inmobiliarias	68	66	67	67	67	67	67	67	0%
Inversiones método de la participación	7.194	7.237	6.994	7.243	7.428	7.605	7.819	8.035	1%
Resto	5.695	6.490	5.873	5.937	5.986	6.032	6.071	6.111	1%
ACTIVO CORRIENTE	17.294	16.487	15.311	15.812	16.156	16.476	16.936	17.336	0%
Activos no corr. mantenidos para venta	6	5	14	14	14	14	14	14	18%
Existencias	4.390	4.597	3.682	4.090	4.307	4.455	4.645	4.843	0%
Deudores comerciales	6.105	5.911	5.178	5.263	5.542	5.732	5.977	6.232	-1%
Otros activos corrientes	296	195	181	188	192	197	203	208	-8%
Otros activos financieros corrientes	1.711	2.800	2.855	2.911	2.924	3.006	3.151	3.213	12%
Efectivo	4.786	2.979	3.400	3.346	3.178	3.072	2.946	2.826	-8%
PATRIMONIO NETO	30.914	25.209	21.357	20.756	20.852	21.028	21.737	22.821	-4%
PASIVO NO CORRIENTE	10.722	13.210	10.614	12.324	12.762	13.115	13.555	14.006	4%
Provisiones no corrientes	3.431	3.912	3.217	3.574	3.763	3.892	4.059	4.232	3%
Pasivos por impuesto diferido	2.335	2.375	1.614	2.285	2.344	2.400	2.467	2.535	1%
Otros pasivos no corrientes	470	385	402	894	941	973	1.015	1.058	16%
Pasivos Corrientes	4.486	6.538	5.380	5.571	5.714	5.850	6.014	6.181	
PASIVO CORRIENTE	8.324	8.547	6.956	7.281	7.666	7.929	8.268	8.620	1%
Provisiones corrientes	500	865	521	579	610	631	658	686	5%
Acreedores comerciales	7.824	7.682	6.434	6.702	7.056	7.298	7.610	7.934	-1%
Deuda Financiera	10.818	10.929	14.877	15.350	15.860	16.427	16.584	16.361	6%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	60.778	57.895	53.803	55.712	57.139	58.498	60.145	61.807	0%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento. Referencia 2018 por pérdidas 2019.

Análisis y Mercados

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Noplat (Ebit *(1-T))	793	1.447	1.527	1.969	2.265
(+) Amortizaciones	3.106	3.192	3.284	3.385	3.496
(-) Inversiones	(3.708)	(3.763)	(3.892)	(4.059)	(4.232)
(+/-) Variación fondo de maniobra	(226)	(140)	(96)	(124)	(128)
Flujo de Caja Libre	(36)	736	822	1.171	1.401
Valor Residual					26.015
Valor Presente del Flujo	(36)	736	822	1.171	27.417

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **8,6€/acc.**, empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativos.

El análisis ha sido realizado bajo las hipótesis señaladas y ofrece un potencial de 20%.

Hipótesis de Valoración

WACC	6,4%
Coste del Equity	9,4%
Tasa Libre de Riesgo	1,2%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	8,2%
Coste de Deuda	2,0%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

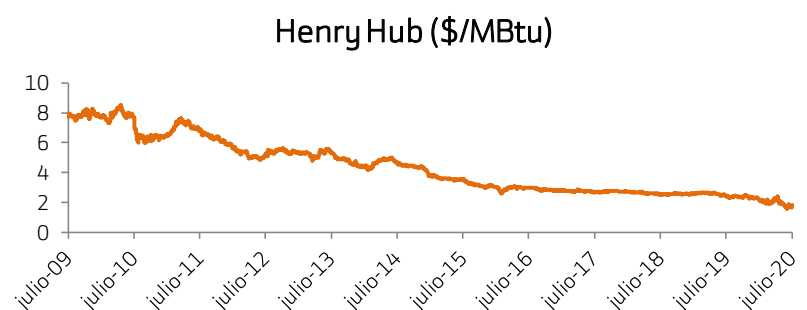
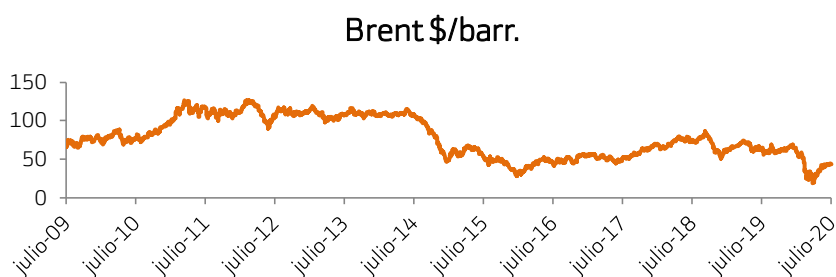
Valor Empresa

Valor Empresa	22.277
Deuda Financiera Neta	7.950
Minoritarios en Balance	281
Valor Acciones	14.046
Nº Acciones	1.626
Valor Acción	8,6
Cotización	7,2
Potencial	20%

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)	5,2%	11,8	12,2	12,5	12,9	13,3	13,7	14,2
	5,3%	11,4	11,8	12,1	12,5	12,8	13,2	13,7
	5,4%	11,0	11,4	11,7	12,0	12,4	12,8	13,2
	6,4%	8,0	8,2	8,4	8,6	8,9	9,1	9,4
	6,5%	7,7	7,9	8,1	8,4	8,6	8,8	9,1
	6,6%	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3	8,5	8,8
	6,7%	7,3	7,5	7,7	7,8	8,1	8,3	8,5

Evolución Brent y Henry Hub



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero- Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable