

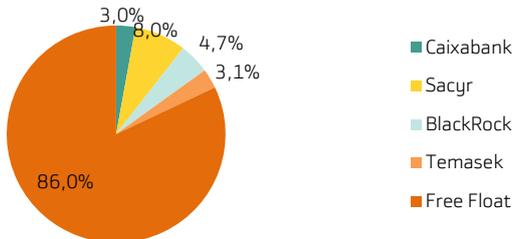
Sector Petróleo

Resultados 1T'19 sólidos. Atractiva por Valoración.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 23.072 M€
 Último: 14,80 €/acc.
 N° Acciones 1.558,9 M acc.
 Max / Min (52 sem): 17,5/13,6€
 Cód. Reuters / Bloomberg: REP.MC / REP SM

Accionariado



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Principales cifras 1T'19

	1T19	1T18	% Var.
Ebitda	1.810	1.804	0,3%
Upstream	1.064	1.101	-3,4%
Downstream	800	733	9,1%
Corporación	-54	-30	-24
Resultado Neto	618	583	6,0%
Upstream	404	425	-4,9%
Downstream	323	287	12,5%
Corporación	-109	-129	20

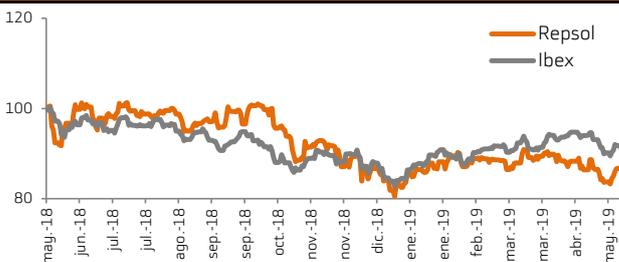
Principales ratios

	2018r.	2019e.	2020e.
PER	10,53x	5,84x	5,27x
BPA (€/acc.)	1,50	2,53	2,81
DPA (€/acc.)	0,90	0,95	1,00
Rent. Divid.	6,1%	6,4%	6,8%
DFN/Ebitda	1,58x	0,97x	0,72x
ROE	7,6%	11,9%	12,3%

Producción Neta (Kbep/día)

	1T19	1T18	% Var.
Producción Hidrocarburos	700	727	3,9%
Producción Líquidos	243	269	10,7%
Europa, África y Brasil	111	139	25,2%
Latinoamérica	57	52	-8,8%
Norteamérica	48	50	4,2%
Asia Rusia	27	28	3,7%
Producción G. Natural	457	458	0,2%
Europa, África y Brasil	45	28	-37,8%
Latinoamérica	241	249	3,3%
Norteamérica	124	128	3,2%
Asia Rusia	47	53	12,8%

Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutierrez Joao Pisco Susana Ande (Mktg & Support)
 Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Arancha Bueno Aranzazu Cortina Juan Tuesta Luis Piñas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Precio Objetivo:

17,4 €

Recomendación:

Comprar

Actualizamos Precio Objetivo a 17,4€/acc. (previamente en revisión) lo que ofrece un potencial de +18% y mantenemos recomendación en Comprar. Pensamos que el valor se verá impulsado por:

Factores exógenos: fuerte incremento del precio del petróleo. Tendencia que se mantendrá por reducción de oferta y tensiones geopolíticas.

Factores endógenos: (i) **Resultados positivos 1T'19** a pesar del adelantamiento de las paradas de mantenimiento en su sistema de refinio y recortes de producción en Libia y Venezuela. (ii) **Niveles de producción elevados.** (iii) **Fuerte diversificación de su negocio,** trasladándose progresivamente hacia energías cada vez más limpias. (iv) **Generosa remuneración al accionista (6%).** (v) Finalmente cotiza a **ratios más atractivos que sus comparables** (PER 19e 5,8x vs 11,7x promedio de compañías comparables).

Los principales **riesgos** que identificamos son: (i) Tensión en Libia y Venezuela. (ii) Volatilidad en el Precio del Petróleo. (iii) Previsible reducción de participación de Sacyr (8%).

¿Por qué Comprar Repsol?

:: **Evolución del Precio del Petróleo:** aunque Repsol es cada vez menos dependiente del precio del crudo, la realidad es que un precio al alza le beneficia. La tendencia alcista vivida en 2019 (Brent YTD +39%) esperamos que se mantenga en los próximos meses por menor oferta y tensiones geopolíticas (Irán, Venezuela, Libia, etc.).

:: **Resultados 1T'19:** presentó resultados fuertes: Ebitda 1.810M€ (+0,3%) y BNA 618M€ (+6%), impulsados por su división de Upstream 323M€ (+12,5%) ya que Downstream se debilitó 404M€ (-4,9%). La Producción Total se reduce hasta 700.000bep/día (-3,7%) por interrupción de la producción por paradas de mantenimiento y por la compleja situación en Libia y Venezuela. También se ven afectados por menores precios de realización del crudo, factor que compensa con unos mayores volúmenes comercializados (+27M€), menores costes de exploración (+122M€) y la apreciación del dólar (+40M€). La rentabilidad por dividendo es atractiva: supera el +6%, y pensamos que es sostenible en el tiempo, considerando que cuenta con un balance saneado y liquidez.

:: **Producción y Nuevas Oportunidades:** (i) Elevadas **inversiones previstas** en el periodo 2018/2020 15.000M€. Por el lado del Upstream, proyectos de crecimiento y exploración, que permitan incrementar la producción (hasta el objetivo de 750.000 brr/día vs 695.000 en 2017). Por el lado de Downstream se focalizará en expansión internacional y mantenimiento y mejora de activos clave. Está abierta a la compra nuevos activos, siempre que la rentabilidad supere >10%. (ii) **IMO 2020:** nueva normativa que exige a los barcos utilizar un petróleo con contenido máximo de azufre de 0,5% vs 3,5% actual. 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. Es la compañía europea mejor preparada para ello. (iii) **Posicionamiento estratégico en el comercio minorista de gas, electricidad y generación eléctrica.** Es algo que han potenciado con la compra de Viesgo. Hoy el quinto proveedor de gas en España y el crecimiento está siendo exponencial. Como referencia, desde noviembre de 2018 el número de clientes ha aumentado en 100.000 personas (hasta 850.000) y pretenden llegar a los 2,5M en 2025.

:: Síntesis de Valoración

Adoptamos una actitud conservadora en la valoración e introducimos en ella los principales riesgos que enfrenta: tensión en Libia y Venezuela, volatilidad en el precio del crudo y posibilidad de que Sacyr reduzca su participación.

Estimamos un incremento de Ingresos, Ebitda y Beneficio Neto anualizado (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2019/2023 de +2%, +11% y +20% respectivamente. Incorporamos una Prima de Riesgo de 9,4%, calculada como desglose geográfico de su actividad y una prima adicional por sector. Esto lleva a una WACC (coste promedio ponderado de capital) de 8%.

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 14
 28108 Alcobendas
 Madrid

P&G	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
Importe neto de la cifra de negocio	37.433	43.448	51.353	52.784	53.948	55.142	56.367	57.624	2%
Aprovisionamientos	(23.615)	(30.251)	(38.056)	(36.389)	(37.192)	(38.015)	(38.859)	(39.726)	1%
Gastos de personal	(2.501)	(1.892)	(1.874)	(1.912)	(1.950)	(1.989)	(2.029)	(2.070)	2%
Otros gastos	(5.930)	(5.195)	(5.549)	(6.008)	(6.140)	(5.514)	(5.637)	(5.762)	1%
EBITDA	5.387	6.110	5.874	8.476	8.667	9.624	9.842	10.066	11%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,1%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,5%</i>	
Amort. y prov.	(3.476)	(3.321)	(3.421)	(3.629)	(3.277)	(3.168)	(2.729)	(2.918)	-3%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	1.911	2.789	2.453	4.847	5.390	6.456	7.113	7.148	24%
Resultado financiero	(186)	580	(262)	0	448	902	288	334	n.a.
BAI	1.871	3.107	3.333	5.060	5.655	6.877	7.628	7.654	18%
Impuestos	(391)	(1.220)	(1.386)	(1.417)	(1.583)	(1.925)	(2.136)	(2.143)	9%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.480	1.887	1.947	3.643	4.071	4.951	5.492	5.511	23%
Resultado de operaciones interrumpidas	1.437	1.847	1.929	3.625	4.053	4.933	5.474	5.493	23%
RESULTADO NETO	1.736	2.121	2.341	3.953	4.382	5.261	5.802	5.821	20%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,11	1,36	1,50	2,53	2,81	3,37	3,72	3,73	20%
Balance	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
TOTAL ACTIVO	64.849	59.857	60.778	64.738	66.455	68.124	70.545	74.806	4%
ACTIVO NO CORRIENTE	48.921	45.086	43.484	47.296	49.370	50.945	53.130	57.010	6%
Otro inmovilizado intangible	5.109	4.584	5.096	5.932	6.063	6.197	6.335	6.476	5%
Inmovilizado material	27.297	24.600	25.431	27.434	29.787	31.677	34.118	36.480	7%
Inversiones inmobiliarias	66	67	68	67	67	67	67	67	0%
Inversiones método de la participación	10.176	9.268	7.194	7.663	7.201	6.701	6.234	7.481	1%
Resto	6.273	6.567	5.695	6.199	6.251	6.302	6.376	6.505	3%
ACTIVO CORRIENTE	15.928	14.771	17.294	17.442	17.085	17.179	17.415	17.797	0,6%
Activos no corr. mantenidos para venta	144	22	6	14	14	14	14	14	18%
Existencias	3.605	3.797	4.390	4.454	4.552	4.653	4.756	5.071	3%
Deudores comerciales	5.885	5.912	6.105	6.275	6.877	6.792	7.064	7.160	3%
Otros activos corrientes	327	182	296	297	299	300	301	302	0%
Otros activos financieros corrientes	1.280	257	1.711	1.746	1.094	1.118	1.143	1.168	-7%
Efectivo	4.687	4.601	4.786	4.656	4.249	4.302	4.136	4.081	-3%
PATRIMONIO NETO	31.111	30.063	30.914	33.180	35.714	38.181	41.465	44.761	8%
PASIVO NO CORRIENTE	9.519	7.679	7.662	8.588	8.677	8.854	9.046	9.207	4%
Provisiones no corrientes	6.131	4.829	4.738	5.368	5.487	5.608	5.733	5.861	4%
Pasivos por impuesto diferido	1.379	1.051	1.028	1.153	1.077	1.086	1.105	1.089	1%
Otros pasivos no corrientes	2.009	1.799	1.896	2.067	2.113	2.160	2.208	2.257	4%
PASIVO CORRIENTE	7.828	7.829	8.521	9.376	9.980	10.752	10.991	11.236	6%
Provisiones corrientes	1.018	519	500	791	808	826	845	863	12%
Acreedores comerciales	6.810	7.310	8.021	8.585	9.171	9.926	10.146	10.372	5%
Deuda Financiera	16.391	14.286	13.681	13.594	12.084	10.337	9.043	9.603	-7%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	64.849	59.857	60.778	64.738	66.455	68.124	70.545	74.806	4%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter: Pilar Aranda (analista principal de este informe)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutierrez Juan Tuesta Joao Pisco Susana Ande (Mktg & Support)

Avda. Bruselas 14

Aránzazu Cortina Ana de Castro Elena Fernández-Tripiella Arancha Bueno Luis Piñas

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Madrid

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **17,4€/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 +18%.

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Noplat (Ebit *(1-T))	3.490	3.881	4.649	5.121	5.146
(+) Amortizaciones	3.629	3.277	3.168	2.729	2.918
(-) Inversiones	(5.500)	(5.500)	(4.963)	(5.073)	(5.186)
(+/-) Variación fondo de maniobra	330	(114)	738	(155)	(184)
Flujo de Caja Libre	1.948	1.543	3.592	2.623	2.695
Valor Residual					39.035
Valor Presente del Flujo	1.948	1.543	3.592	2.623	41.729

Hipótesis de Valoración

WACC	8,0%
Coste del Equity	10,4%
Tasa Libre de Riesgo	1,0%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	9,4%
Coste de Deuda	2,4%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa

Deuda Financiera Neta	8.895
Minoritarios en Balance	286
Valor Acciones	27.168
Nº Acciones	1.560
P/acc.	17,4
Cotización	14,8
Potencial	18%

MATRIZ DE SENSIBILIDAD

WACC (coste promedio ponderado del capital)	Crecimiento sostenible esperado (g)						
	0,7%	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
6,8%	21,1	21,5	22,2	22,2	22,6	23,0	23,5
6,9%	20,7	21,0	21,7	21,7	22,1	22,5	22,9
7,0%	20,2	20,6	21,3	21,3	21,6	22,0	22,4
8,0%	16,7	16,9	17,4	17,4	17,7	18,0	18,2
7,2%	19,4	19,7	20,4	20,4	20,7	21,1	21,5
7,3%	19,0	19,3	20,0	20,0	20,3	20,6	21,0
7,4%	18,6	18,9	19,5	19,5	19,9	20,2	20,5

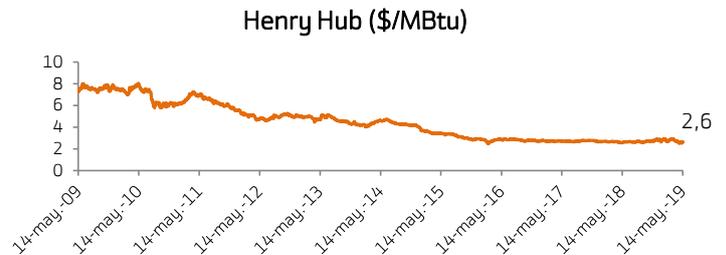
Valoración por Múltiplos Comparables

PER	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e
TOTAL	20,2	19,7	15,9	0,1	10,1
ENI	n.d.	n.d.	15	11,95	11,4
BP	n.d.	n.d.	41	14	12,6
SHELL	72,5	47,7	21,2	10,4	11,1
GALP	71,5	64,5	19,2	14,3	16,6
OMV	n.d.	n.d.	39,7	8,7	8,5
PROMEDIO					11,7
	BPA '19e REPSOL (€/acc.)				2,5344
PRECIO RESULTANTE DE CÁLCULO VS PER SECTOR					29,7

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 2019, lo multiplicamos por el BPA 2019 estimado para Repsol y obtenemos 29,7€/acc., lo que implica un potencial muy elevado. Esta valoración refuerza nuestro análisis y la recomendación de Comprar.

Evolución Brent y Henry Hub



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutierrez Juan Tuesta Joao Pisco
 Aránzazu Cortina Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Arancha Bueno Luis Piñas Susana Ande (Mktg & Support)

Avda. Bruselas 14
 28108 Alcobendas
 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.