

Neutral, Pº Objetivo 5,9€ (+6,0%). Balance saneado y dividendo atractivo, pero entorno muy difícil.

Repsol

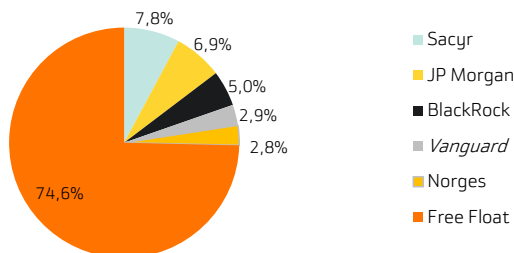
Recomendación: Neutral

Analista: Pilar Aranda

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	9.108 M€
Último:	5,6 €/acc.
Nº Acciones	1.626,4 M acc.
Max / Min (52 sem):	15,7/5,4€
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP.SM

Desglose Accionarial



Reiteramos nuestra recomendación de evitar el Sector Petróleo, en un entorno de reducida visibilidad en la recuperación del precio. La desaceleración económica global, el alza de los rebrotes por COVID-19 y el auge de las energías limpias continuarán lastrando la demanda de crudo. Por otra parte, la OPEP introducirá cada vez menos recortes en la producción y Libia ha reabierto sus puertos, lo que ocasionará tensiones de oferta. En este contexto, el precio medio del Brent se ha reducido (preliminar) en 3T20 hasta 42,9\$/barr. vs 62\$/barr. en 3T19. Todo ello lastrará los resultados del 3T20 (29 octubre), como ya adelantaron las cifras preliminares.

En este contexto, reiteramos recomendación de evitar el sector, aunque mantenemos Neutral en Repsol, por su mayor diversificación, particularmente en los negocios de gas, electricidad y generación eléctrica. Cuenta con un Balance saneado y fuerte generación de caja y el dividendo es atractivo. Eso sí, adoptamos una actitud más cauta y reducimos precio Objetivo hasta 5,9€/acc. desde 8,3€/acc.

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

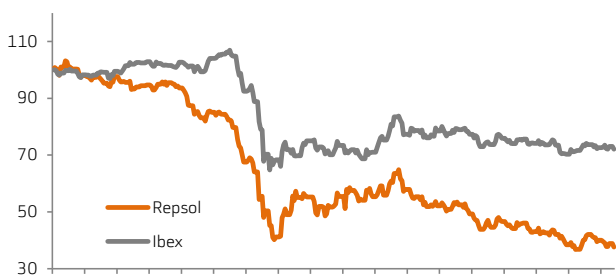
Principales ratios

	2019r.	2020e.	2021e.
BPA (€/acc.)	-2,35	-1,21	0,10
DPA (€/acc.)	0,93	1,0	1,0
Rent. Divid.	16,6%	17,9%	17,9%
DFN/EBITDA	1,55x	4,05x	2,73x

Producción Neta (Kbep/día) 3T20 (preliminar)

	3T20	2T20	% Var.
Producción Líquidos	615	711	-13,5%
Europa y África	71	120	-40,8%
Latinoamérica	293	336	-12,8%
América del Norte	186	186	0,0%
Asia Rusia & Resto de Mundo	65	69	-5,8%

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

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

:: Reiteramos nuestra recomendación de evitar el Sector Petróleo. - El COVID-19 y la desaceleración económica global tiene impacto directo en términos de precios. La demanda se ha reducido con brusquedad y no es suficiente para compensar la reducción de oferta por parte de la OPEP (desde el 1 de mayo al 31 de julio de 2020 -9,7MBrr/día, desde el 1 de julio al 31 de diciembre de 2020 -7,7MBrr/día y desde el 1 de enero de 2021 al 30 de abril de 2022 a -5,8MBrr/día). Además, no existe visibilidad en la recuperación de los precios. El alza de los rebrotes por COVID-19 y las cuarentenas parciales impuestas por varios países impactan directamente. A ello se une que Libia ha reabierto los puertos y ha multiplicado por cinco su producción. Como referencia, estaría introduciendo en mercado 500.000 brr./día y la IEA estima que podría introducir 200.000Brr./día. adicionales. Además, la OPEP, si se cumple el acuerdo, introducirá cada vez menos recortes. Finalmente, existe mucha incertidumbre en cuanto a los futuros pasos de la OPEP porque algunos de sus miembros podrían no estar cumpliendo las cuotas y porque el cartel no parece dispuesto a querer reducir su cuota de mercado en un entorno de cada vez mayor presencia norteamericana. En definitiva, no hay visibilidad en la recuperación del crudo y por ello reiteramos recomendación de evitar el sector.

:: Presentó datos operativos preliminares (7 de octubre) 3T20, débiles. - Presentará los resultados definitivos el próximo 29 de octubre y serán débiles por un contexto adverso. Como referencia, los datos preliminares recogían una producción de 615Kbep, nivel que compara con 711Kbep del 3T19. El Indicador de Margen de Refino -0,1\$/barr. vs 5,5\$/barr. en 3T19. El precio medio del Brent se situó en 42,9\$ vs 62,0\$ de 3T19. Link al documento. A pesar de ello, mantenemos recomendación en Neutral, aunque reducimos Precio Objetivo hasta 5,9€/acc. (+6,0%) desde 8,6€/acc. al adoptar una actitud más cauta en la valoración.

A pesar de que nuestra recomendación sea evitar el sector, mantenemos recomendación de Neutral por varios motivos: (i) **Plan Resiliencia 2020:** contempla reducciones de costes por -450M€. El recorte de inversiones asciende a -1.100M€. Estas medidas permitirán aumentar los niveles de liquidez del Grupo. (ii) **Balance saneado y resiliente al contexto:** la Liquidez asciende a 9.762M€, que cubre 2,43x los vencimientos a corto plazo y cuenta con un Balance saneado. (iii) **Presentará Plan Estratégico 2021/2025** el 26 de noviembre: 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 17,9%). (iv) **Renovables:** Mantiene su objetivo de convertirse en una empresa multienergética y eleva las inversiones en este ámbito.

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 mantener recomendación de Neutral y reducimos Precio Objetivo hasta 5,9€/acc. desde 8,3€/acc. anterior. A los precios actuales ofrece un potencial de +6,0%.

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	35.782	41.333	43.571	45.084	47.054	49.101	-1%
Aprovisionamientos	(38.056)	(36.803)	(26.479)	(30.173)	(31.371)	(32.460)	(33.879)	(35.353)	-1%
Gastos de personal	(1.874)	(1.946)	(1.869)	(1.687)	(1.721)	(1.755)	(1.808)	(1.863)	0%
Otros gastos	(5.549)	(6.957)	(5.367)	(6.200)	(5.664)	(5.861)	(5.647)	(5.892)	1%
EBITDA	5.874	4.505	2.067	3.273	4.815	5.007	5.720	5.993	0%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,2%</i>	
Amort. y prov.	(3.421)	(7.756)	(4.972)	(2.988)	(3.025)	(3.072)	(3.131)	(3.204)	-1%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	2.453	(3.251)	(2.905)	285	1.790	1.936	2.589	2.790	2%
Resultado financiero	(173)	(523)	(251)	(268)	(269)	(263)	(260)	(260)	6%
Resultado de entidades valoradas por el método de la participación	1.053	573	323	(2)	163	179	251	273	-18%
BAI	3.333	(3.201)	(2.833)	14	1.683	1.852	2.581	2.803	-2%
Impuestos	(1.386)	(588)	708	(4)	(572)	(630)	(877)	(953)	-15%
Rdo. del ejercicio Oper. Continu.	1.947	(3.789)	(2.125)	11	1.111	1.222	1.703	1.850	-1%
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)	(2.152)	(16)	1.084	1.195	1.676	1.823	-1%
Resultado de operaciones interrumpidas	412	0	178	178	178	178	178	178	-11%
RESULTADO NETO	2.341	(3.816)	(1.974)	161	1.262	1.373	1.854	2.001	-2%
BENEFICIO POR ACCIÓN	1,44	(2,35)	(1,21)	0,10	0,78	0,84	1,14	1,23	-2%

Resumen Balance de Situación

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 18/25
TOTAL ACTIVO	60.778	57.895	52.231	53.787	54.724	55.646	56.885	58.163	-1%
ACTIVO NO CORRIENTE	43.484	41.408	37.481	38.411	39.049	39.685	40.500	41.416	-1%
Inmovilizado intangible	5.096	4.470	3.578	4.133	4.357	4.508	4.705	4.910	-2%
Inmovilizado material	25.431	23.145	21.226	21.346	21.607	21.940	22.368	22.883	-3%
Inversiones inmobiliarias	68	66	67	67	67	67	67	67	0%
Inversiones método de la participación	7.194	7.237	6.790	6.992	7.114	7.234	7.395	7.561	0%
Resto	5.695	6.490	5.819	5.872	5.904	5.935	5.965	5.995	1%
ACTIVO CORRIENTE	17.294	16.487	14.750	15.376	15.675	15.962	16.385	16.747	0%
Activos no corr. mantenidos para venta	6	5	14	14	14	14	14	14	18%
Existencias	4.390	4.597	3.276	3.784	3.989	4.128	4.308	4.495	-1%
Deudores comerciales	6.105	5.911	4.608	4.869	5.133	5.311	5.543	5.785	-3%
Otros activos corrientes	296	195	176	181	184	187	192	196	-9%
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	3.822	3.616	3.430	3.315	3.177	3.044	-7%
PATRIMONIO NETO	30.914	25.209	21.462	21.789	21.654	21.611	21.995	22.514	-4%
PASIVO NO CORRIENTE	10.722	13.210	11.263	12.545	13.382	13.934	14.374	14.831	5%
Provisiones no corrientes	3.431	3.912	3.936	4.133	4.793	4.959	5.176	5.401	8%
Pasivos por impuesto diferido	2.335	2.375	1.567	2.206	2.245	2.283	2.334	2.386	0%
Otros pasivos no corrientes	470	385	537	827	871	1.127	1.176	1.228	19%
Pasivos Corrientes	4.486	6.538	5.223	5.379	5.472	5.565	5.688	5.816	
PASIVO CORRIENTE	8.324	8.547	6.905	6.736	7.407	8.115	8.705	9.084	1%
Provisiones corrientes	500	865	464	536	871	1.127	1.176	1.228	18%
Acreedores comerciales	7.824	7.682	6.441	6.200	6.536	6.988	7.529	7.856	-2%
Deuda Financiera	10.818	10.929	12.601	12.717	12.281	11.987	11.811	11.735	1%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	60.778	57.895	52.231	53.787	54.724	55.646	56.885	58.163	-1%

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

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nopat (Ebit *(1-T))	214	1.181	1.278	1.709	1.841
(+) Amortizaciones	2.988	3.025	3.072	3.131	3.204
(-) Inversiones	(3.100)	(3.268)	(3.381)	(3.529)	(3.683)
(+/-) Variación fondo de maniobra	(1.011)	(133)	136	128	(101)
Flujo de Caja Libre	(909)	806	1.104	1.439	1.261
Valor Residual					21.230
Valor Presente del Flujo	(909)	806	1.104	1.439	22.491

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de 5,9€/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 6%.

Hipótesis de Valoración

WACC	7,0%
Coste del Equity	10,2%
Tasa Libre de Riesgo	1,2%
Beta	1,0
Prima de Riesgo	9,0%
Coste de Deuda	2,2%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

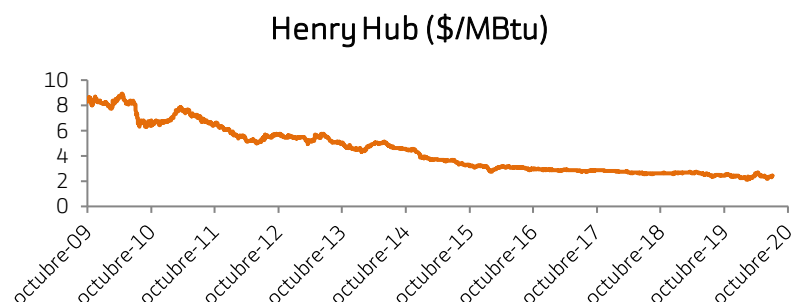
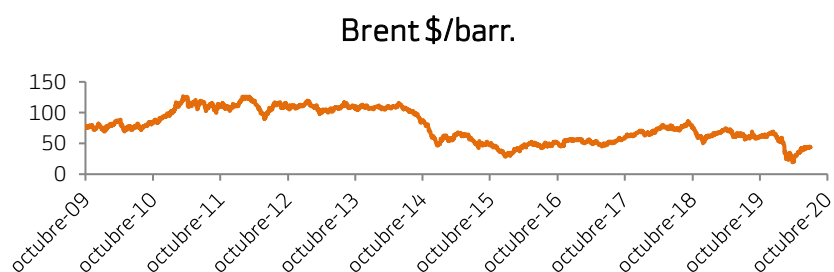
Valor Empresa

Valor Empresa	17.889
Deuda Financiera Neta	7.950
Minoritarios en Balance	281
Valor Acciones	9.658
Nº Acciones	1.626
Valor Acción	5,9
Cotización	5,6
Potencial	6%

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)	5,8%	8,3	8,5	8,8	9,0	9,3	9,6	9,9
	5,9%	8,0	8,2	8,5	8,7	9,0	9,2	9,5
	6,0%	7,7	7,9	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2
	7,0%	5,5	5,6	5,8	5,9	6,1	6,3	6,5
	7,1%	5,3	5,4	5,6	5,7	5,9	6,1	6,2
	7,2%	5,1	5,2	5,4	5,5	5,7	5,9	6,0
	7,3%	4,9	5,1	5,2	5,4	5,5	5,7	5,8

Evolución Brent y Henry Hub



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

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 PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos y Media
Elena Fernández-Trapiella - Lujo y Telecom
Pilar Aranda - Petróleo y Aerolíneas
Juan Moreno - Inmobiliarias y Hoteles
Aránzazu Cortina - Industriales

Luis Piñas - Consumo
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Eduardo Cabero- Seguros
Ana de Castro - Seguros

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