Sector Petroleo

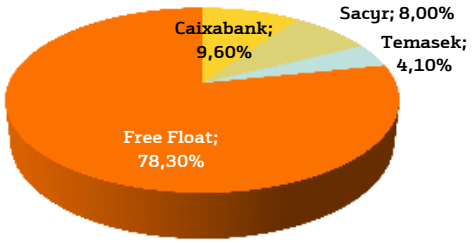
Precio Objetivo:	16,32 €
Recomendación:	Comprar

Buenos resultados con un incremento notable de la producción . Junio 2018: nuevo plan estratégico

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	24.966 M€
Último:	16,04 €/acc.
Nº Acciones:	1.556,5 M acc.
Max / Min (52 sem):	16,15/13,40
Cód. Reuters / Bloomberg:	REP.MC / REP SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

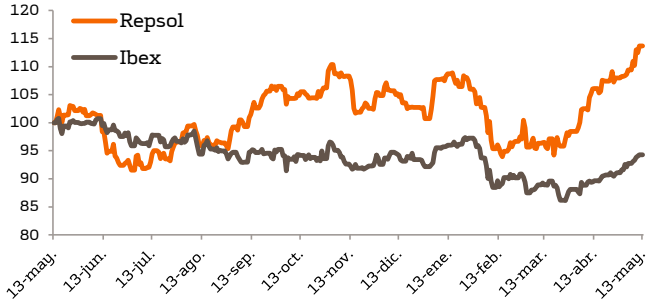
	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI[1]
Ingresos	43.448	42.564	42.936	43.787	0,3%
Ebitda	6.110	6.736	6.825	6.852	3,9%
Mg. Ebitda	*14,1%*	*15,8%*	*15,9%*	*15,6%*	
BAI	2.789	3.418	3.266	3.272	5,5%
BNA	2.121	2.282	2.351	2.356	3,6%
BPA (€/acc.)	1,36	1,47	1,51	1,51	3,6%
DPA (€/acc.)	0,91	0,90	0,93	0,93	0,9%
Rent. Divid.	*6,4%*	*6,3%*	*6,5%*	*6,5%*	
PER	11,8x	9,7x	9,4x	9,4x	
DFN	9.685	6.465	5.874	5.255	
DFN/Ebitda	1,59x	0,96x	0,86x	0,77x	
EV/Ebitda	4,7x	4,2x	4,2x	4,2x	

[1] TAMI 15/18

Valoración por DCF

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,50%
Coste de capital (Ke)	9,34%
Coste de la deuda (Kd)	5,00%
Prima de riesgo (Rp)	8,00%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,50%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	9,00%
Beta (5 años)	0,98
Precio objetivo (€/acc.)	16,32
Cotización (€/acc.)	16,04
Potencial de revalorización	1,75%

Comparativa con Ibex35 (últimos 12 meses)



CONCLUSIONES:

Buenos resultados a pesar de las paradas técnicas en algunas plantas de refino y marketing y en la división de Química (Sines y Tarragona). Destacamos: 1) favorable evolución de la deuda financiera. 2) El nivel de producción muy positiva. Por encima de la barrera de los 700.000bep/d de referencia. Estos resultados serán positivamente descontados por el mercado.

Resultados 1T'18 frente a consenso: Resultado Operativo: Exploración y Producción (*upstream*) 320M€ (vs +42,8% en 1T'17) vs 257M€ estimado; Refino y Marketing (downstream) 425M€ (-15,0%) vs 428M€ esperados; Corporativos –129M€ (vs -154M€ en 1T'17) vs -99M€ esperados. Rdo. Operativo: 616M€ (+8,1%). BNA 610M€ (-11,5%) vs 596M€ esperado.

Por divisiones, el resultado de la división de *Upstream* (Exploración y Producción) mejorando sustancialmente (+43%) debido principalmente a los mayores precios de realización de crudo (60,9$/brr; +23,2%) y gas (3,5$/miles scf; +12,9%); **incremento en la producción (727.000 bep/d; +4,8%)** y a unas menores tasas de amortización. Estos efectos fueron parcialmente compensados por unos mayores gastos de exploración, el impacto de la depreciación del dólar (media €/$ de 1,23 vs 1,06 en 1T'17) y a unos mayores impuestos asociados a los mayores resultados.

En *Downstream*, el resultado neto ajustado fue -15% inferior al del mismo período del año anterior debido principalmente a la menor contribución de los negocios industriales. En Refino, debido a los menores márgenes y al efecto de la depreciación del dólar frente al euro, y en Química, como resultado de un entorno más adverso y a las actividades de mantenimiento llevados a cabo en Sines y Tarragona. Estos efectos fueron compensados parcialmente por los mejores resultados en los negocios de Trading y Gas & Power, GLP y Marketing.

Un trimestre más, **la deuda continua mostrando una muy positiva evolución.** La deuda neta se sitúa en 9.935M€ (-4,7%) siendo el ratio de DN/PN de 0,33x (=). Estas cifras se verán claramente revisado a la baja tan pronto como se contabilice la venta del 20% de Gas Natural por importe de 3.800M€ el pasado mes de febrero. En nuestras estimaciones de contabilizamos estos recursos reduciendo deuda.

Por último, **se confirmó que en junio presentarán el nuevo plan estratégico** donde actualizarán el actual que claramente ha superado claramente las expectativas. La gran incertidumbre será (i) la reinversión de los recursos obtenidos por la venta de Gas Natural. Por ahora no hay destino específico. La compañía buscará oportunidades en negocios de gas y electricidad, no regulados, pero rentabilidad superior a la de Gas Natural; (ii) el crecimiento de la producción de hidrocarburos donde deberán ir aportando los nuevos yacimientos en Trinidad y Tobago. (iii) En caso de no "encontrar" inversiones rentables se plantean alternativas como recomprar acciones por el importe de la desinversión.

Respecto a perspectivas, no se dieron muchas novedades. Destacamos: (i) El Capex se situará en 3.400M€, destinando 2.400M€ a Upstream. (ii) La producción se situará entre 700.000 y 730.000 bep/d. Dependerá de la evolución de Libia.

A corto/medio los catalizadores del valor será (i) la cotización del crudo. Pensamos que se mantendrá en los niveles actuales hasta la salida a bolsa de Aramco y (ii) el plan estratégico, que conoceremos en junio.

Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,

Equipo de Análisis de Bankinter: Ramón Carrasco
Ramón Carrasco (analista principal de este informe)
Ramón Forcada, Jesús Amador, Rafael Alonso, Esther Gutierrez, Pilar Aranda (Asesoramiento)
Eva del Barrio, Ana de Castro, Elena fernández-Trapiella, Arancha Bueno, Joao Pisco, Susana Andre
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas
Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.

	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Ventas	**47.292**	**41.741**	**37.433**	**41.236**	**42.564**	**42.936**	**43.787**	**44.655**	**44.077**
Aprovionamientos	(38.254)	(28.833)	(23.615)	(27.752)	(28.518)	(28.767)	(29.556)	(30.142)	(29.531)
Gastos de personal	(1.729)	(2.129)	(2.501)	(2.156)	(2.110)	(2.144)	(2.179)	(2.214)	(2.250)
Otros gastos	(4.847)	(6.540)	(5.930)	(6.082)	(5.200)	(5.200)	(5.200)	(5.200)	(5.200)
EBITDA	**2.462**	**4.239**	**5.387**	**5.246**	**6.736**	**6.825**	**6.852**	**7.099**	**7.096**
Amort. y prov.	(2.384)	(6.679)	(3.476)	(2.518)	(3.319)	(3.334)	(3.354)	(3.383)	(3.409)
Resultado de explotación	**78**	**(2.440)**	**1.911**	**2.728**	**3.418**	**3.491**	**3.498**	**3.716**	**3.687**
Resultado financiero	(576)	(718)	(741)	(490)	(259)	(235)	(236)	(232)	(194)
Rdo. Entid. Mét. Partic.	892	(94)	194	209	10	10	10	10	10
BAI	**1.122**	**(2.084)**	**1.871**	**2.447**	**3.169**	**3.266**	**3.272**	**3.493**	**3.503**
Impuestos	(146)	899	(391)	(514)	(887)	(914)	(916)	(978)	(981)
Tasa impositiva (%)	*13,0%*	*43,1%*	*20,9%*	*21,0%*	*28,0%*	*28,0%*	*28,0%*	*28,0%*	*28,0%*
RESULTADO NETO	**1.612**	**(1.227)**	**1.736**	**1.933**	**2.282**	**2.351**	**2.356**	**2.515**	**2.524**

	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
ACTIVO NO CORRIENTE	**34.848**	**50.453**	**48.921**	**45.086**	**40.662**	**40.348**	**40.064**	**39.851**	**39.613**
Fondo de Comercio	498	3.099	3.115	2.764	2.564	2.364	2.164	1.964	1.764
Otro inmovilizado intangible	1.361	1.691	1.994	1.820	1.740	1.660	1.580	1.500	1.420
Inm. material	17.141	28.202	27.297	24.600	24.581	24.697	24.843	25.060	25.251
Inver. método de partic.	11.110	11.798	10.176	9.268	6.218	6.068	5.918	5.768	5.618
Imp. diferidos	3.967	4.743	4.746	4.057	4.047	4.035	4.023	4.011	3.999
Otros	771	920	1.593	2.577	1.512	1.524	1.536	1.548	1.561
ACTIVO CORRIENTE	**17.041**	**12.751**	**15.928**	**14.771**	**18.591**	**19.643**	**20.539**	**21.436**	**22.203**
Existencias	3.931	2.853	3.605	3.797	3.831	3.864	3.941	4.019	3.967
Deudores comerciales	5.685	5.680	5.885	5.912	5.967	6.116	6.265	6.414	6.563
Otros	2.787	1.770	1.751	461	692	912	932	952	972
Efectivo e IFT	4.638	2.448	4.687	4.601	8.101	8.751	9.401	10.051	10.701
TOTAL ACTIVO	**51.889**	**63.204**	**64.849**	**59.857**	**59.253**	**59.992**	**60.603**	**61.287**	**61.816**
PATRIMONIO NETO	**28.154**	**28.768**	**31.111**	**30.063**	**30.672**	**31.577**	**32.484**	**33.452**	**34.424**
PASIVO NO CORRIENTE	**13.492**	**19.959**	**19.001**	**17.759**	**17.081**	**16.855**	**16.629**	**16.403**	**16.177**
Pasivos financ.	7.612	10.581	9.482	10.080	10.030	9.980	9.930	9.880	9.830
Pasivos por impuesto diferido	1.684	1.602	1.379	1.051	1.025	999	973	947	921
Deuda no corriente por arrend. Financ.	1.414	1.540	1.550	1.347	1.247	1.147	1.047	947	847
PASIVO CORRIENTE	**10.243**	**14.477**	**14.737**	**12.035**	**12.044**	**11.560**	**11.491**	**11.432**	**11.215**
Pasivos financieros	4.086	7.073	6.909	4.206	4.536	4.645	4.726	4.817	4.750
Otros acreedores	5.741	5.813	6.602	7.115	6.965	6.915	6.765	6.615	6.465
TOTAL PASIVO	**51.889**	**63.204**	**64.849**	**59.857**	**59.253**	**59.992**	**60.603**	**61.287**	**61.816**

Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,

Equipo de Análisis de Bankinter: Ramón Carrasco (analista principal de este informe)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther Gutierrez Joao Pisco Susana Ande (Mktg & Support)
Eva del Barrio Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Arancha Bueno Pilar Aranda (Asesoramiento)
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas
Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.

VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
+ BNA	2.282	2.351	2.356	2.515	2.524
+ Amortizaciones & Provisiones	3.319	3.334	3.354	3.383	3.409
= Cash Flow Neto	**5.600**	**5.686**	**5.710**	**5.898**	**5.933**
+ Gastos Financieros x (1 - T)	186	169	170	167	140
= Cash Flow Operativo	**5.787**	**5.855**	**5.880**	**6.066**	**6.073**
- Inversiones	(3.300)	(3.450)	(3.500)	(3.600)	(3.600)
+/- Variación de Circulante	176	232	396	377	247
= Cash Flow Libre Operativo	**2.662**	**2.637**	**2.755**	**2.843**	**2.719**

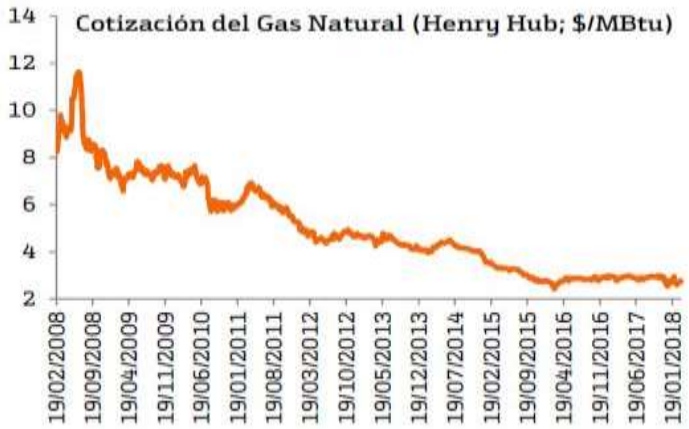
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
CFLO, serie	2.662	2.637	2.755	2.843	2.719
+ VAN serie CFLO	31.864				
- Deuda neta/ + Caja Neta	(6.465)				

= Valor Compañía (M€)	**25.399**
Número acciones (M)	1.557
Precio objetivo (€/acc)	**16,32**
Cotizacióont (€/acc)	16,04
Potencial (%)	**1,75%**

MATRIZ DE SENSIBILIDAD DE LA VALORACIÓN POR FLUJOS DE CAJA

WACC \ Crecimiento sostenible esperado (g)	-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%
7,3%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32
7,8%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32
8,3%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32
8,8%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32
8,9%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32
8,9%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32
9,0%	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32	16,32

EVOLUCIÓN DEL CRUDO VS LA DEL GAS NATURAL



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,

Equipo de Análisis de Bankinter: Ramón Carrasco (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Esther Gutierrez Joao Pisco Susana Andre (Mktg & Support)
Eva del Barrio Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Pila Aranda Arancha Bueno

Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas
Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.