

Sector Petroleo

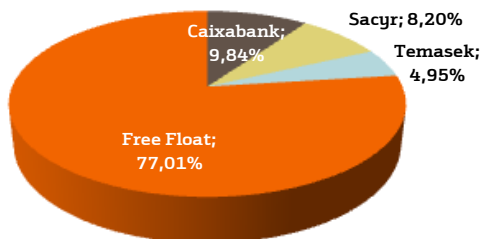
Revisamos al alza la recomendación a Comprar tras publicar rds 4T'16 mejores de lo esperado

Precio Objetivo: 15,38 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 20.493 M€
Último: 13,70 €/acc.
Nº Acciones: 1.496,4 M acc.
Max / Min (52 sem): 14,25/8,58
Cód. Reuters / Bloomberg: REP.MC / REP SM

Accionariado



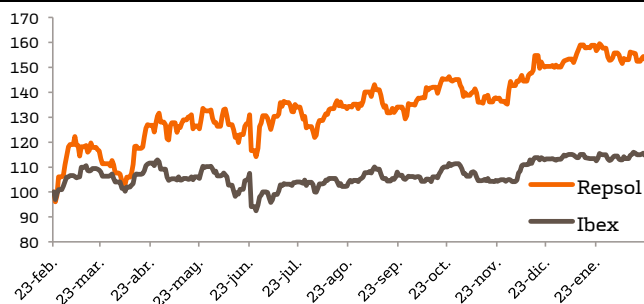
Principales cifras y ratios

	2015r	2016r	2017e	2018e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	41.741	39.682	41.236	42.066	0,3%
Ebitda	4.239	5.032	5.246	5.692	10,3%
Mg. Ebitda	10,2%	12,7%	12,7%	13,5%	
BAI	-2.084	1.911	2.728	3.110	n.a.
BNA	-1.227	1.736	1.951	2.278	n.a.
BPA (€/acc.)	-0,82	1,16	1,30	1,52	n.a.
DPA (€/acc.)	0,76	0,57	0,59	0,72	n.a.
Rent. Divid.	5,5%	4,2%	4,3%	5,2%	
PER	-16,7x	11,8x	10,5x	9,0x	
DFN	13.969	11.704	11.194	10.740	
DFN/Ebitda	3,3x	2,3x	2,1x	1,9x	
EV/Ebitda	7,6x	6,4x	6,1x	5,7x	

Valoración por DCF

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,50%
Coste de capital (Ke)	9,92%
Coste de la deuda (Kd)	4,06%
Prima de riesgo (Rp)	7,00%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,66%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	8,46%
Beta (5 años)	1,18
Precio objetivo (€/acc.)	15,38
Cotización (€/acc.)	13,70
Potencial de revalorización	12,3%

Comparativa con Ibex35 (últimos 12 meses)



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

Joao Pisco

Susana Ande

Avda. Bruselas 12

Eva del Barrio

Ana de Castro

Belén San José

Arancha Bueno

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.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.

CONCLUSIONES:

Revisamos la recomendación de Repsol a Comprar (desde Vender) así como el precio objetivo hasta 15,38€/acc tras la publicación de los resultados del 4T'16 el pasado en 23 de febrero antes de la apertura de mercado.

Comparativa de los resultados del 4T'16 frente a consenso:

Desglose del resultado operativo:

(i) *Exploración y Producción (upstream)* 17M€ (vs -292M€ en 4T'15) vs 30M€ esperados;

(ii) *Refino y Marketing (downstream)* 554M€ (+11,9%) vs 515M€ esperados;

(iii) *Corporativos* 127M€ (vs -49,2%) vs -60M€ esperados.

Rdo. Operativo: 698M€ (+54,08%).

BNA 616M€ (vs -2.230M€ en 4T'15) y 488M€ esperado.

Exploración y Producción (upstream): El resultado operativo se ha situado en terreno positivo (17M€). De esta forma, se aprecia que han reducido el *break-even* operativo de la división situándose en precios de realización en torno a 44\$/brr para el crudo y de 2,7 \$/Miles scf para el gas. A su vez, la producción de hidrocarburos alcanzó los 679.000bep/d (-2,58%). Este menor nivel de extracción se justifica por i) las paradas técnicas de mantenimiento en EE.UU., Trinidad y Tobago, Reino Unido y ciertos yacimientos en Asia y ii) las desinversiones realizadas a lo largo del año (TSP en Trinidad y Tobago o Eagle Ford en EE.UU.) ya comunicadas a mercado.

Refino, Marketing y Química (downstream): mejora debido a i) los mayores volúmenes en refino, ii) a los mayores márgenes en química y iii) a los mejores resultados obtenidos en los negocios comerciales, compensados parcialmente por los menores resultados en Trading y Gas & Power. Por lo que respecta a los márgenes de refino, estos continúan muy fuertes en Europa. Por lo que respecta a España, se han situado en 7,2\$/brr (-1,36% respecto 4T'15 y +41,17% respecto a 3T'16).

Deuda Neta: Se está ya poniendo de manifiesto la estrategia clara y decidida de la compañía de reducir el endeudamiento. Esta mejora del endeudamiento se debe reflejar en la calificación crediticia por parte de las agencias de rating. Actualmente se sitúa en BBB- perspectiva Negativa (S&P). En la medida que se mantenga con esta estrategia de reducción de endeuda, y que el crudo se mantenga a niveles superiores a los 50\$/brr pensamos que mejorará al menos en un grado la calificación hasta BBB.

Por otro lado, la compañía comentó en la multiconferencia, que la emisión de bonos híbridos podría no ser necesaria. Viendo como han reducido el punto de equilibrio de Exploración y Producción y, la caída de la deuda por la venta de activos, parece razonable y realista esta decisión.

Plan de reducción de costes: El programa de Sinergias y Eficiencias ha generado hasta el cierre del cuarto trimestre 2016 un total de 1.600M€ (vs 1.10M€ inicialmente previstos en el Plan Estratégico).

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

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

Madrid

	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Ventas	47.292	41.741	39.682	41.236	42.066	42.936	43.787	44.655
Aprovisionamientos	(38.254)	(28.833)	(26.984)	(27.752)	(28.184)	(28.767)	(29.337)	(29.919)
Gastos de personal	(1.729)	(2.129)	(2.057)	(2.156)	(2.090)	(2.111)	(2.132)	(2.153)
Otros gastos	(4.847)	(6.540)	(5.952)	(6.082)	(6.100)	(6.011)	(6.130)	(6.252)
EBITDA	2.462	4.239	4.418	5.246	5.692	6.047	6.188	6.331
Amort. y prov.	(2.384)	(6.679)	(2.507)	(2.518)	(2.583)	(2.654)	(2.724)	(2.796)
Resultado de explotación	78	(2.440)	1.911	2.728	3.110	3.393	3.463	3.535
Resultado financiero	(576)	(718)	(234)	(468)	(450)	(437)	(420)	(400)
Rdo. Entid. Mét. Partic.	892	(94)	194	209	224	239	254	269
BAI	1.122	(2.084)	1.871	2.469	2.884	3.195	3.298	3.403
Impuestos	(146)	899	(391)	(519)	(606)	(671)	(693)	(715)
Tasa impositiva (%)	13,0%	43,1%	20,9%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
RESULTADO NETO	1.612	(1.227)	1.736	1.951	2.278	2.524	2.605	2.689

	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
ACTIVO NO CORRIENTE	34.848	50.453	48.921	49.098	49.375	49.741	50.087	50.460
Inm. material	17.141	28.202	27.297	27.979	28.696	29.492	30.268	31.071
Inver. método de partic.	11.110	11.798	10.176	9.997	9.847	9.697	9.547	9.397
Imp. diferidos	3.967	4.743	4.746	4.793	4.783	4.783	4.783	4.783
ACTIVO CORRIENTE	17.041	12.751	15.928	15.600	16.400	17.297	18.193	19.090
Existencias	3.931	2.853	3.605	3.711	3.786	3.864	3.941	4.019
Deudores comerciales	5.685	5.680	5.885	4.912	4.967	5.116	5.265	5.414
Efectivo e IFT	4.638	2.448	4.687	5.187	5.837	6.487	7.137	7.787
TOTAL ACTIVO	51.889	63.204	64.849	64.698	65.775	67.038	68.280	69.550
PATRIMONIO NETO	28.154	28.768	31.111	31.940	33.148	34.410	35.753	37.179
PASIVO NO CORRIENTE	13.492	19.959	19.001	18.477	18.251	18.025	17.799	17.573
Provisiones no corrientes	2.386	5.827	6.127	6.077	6.027	5.977	5.927	5.877
Pasivos financ.	7.612	10.581	9.482	9.500	9.450	9.400	9.350	9.300
Pasivos por impuesto diferido	1.684	1.602	1.379	1.400	1.374	1.348	1.322	1.296
Deuda no corriente por arrend. Financ.	1.414	1.540	1.550	1.500	1.400	1.300	1.200	1.100
PASIVO CORRIENTE	10.243	14.477	14.737	15.171	15.292	15.404	15.528	15.598
Pasivos financieros	4.086	7.073	6.909	7.381	7.627	8.004	8.278	8.498
Otros acreedores	5.741	5.813	6.602	6.900	6.750	6.600	6.450	6.300
TOTAL PASIVO	51.889	63.204	64.849	64.698	65.775	67.038	68.280	69.550

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)

Avda. Bruselas 12

Eva del Barrio

Ana de Castro

Belén San José

Arancha Bueno

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Madrid

<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.

VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+ BNA	1.951	2.278	2.524	2.605	2.689
+ Amortizaciones & Provisiones	2.518	2.583	2.654	2.724	2.796
= Cash Flow Neto	4.469	4.861	5.178	5.329	5.485
+ Gastos Financieros x (1 - T)	370	355	345	332	316
= Cash Flow Operativo	4.839	5.216	5.523	5.661	5.801
- Inversiones	(3.200)	(3.300)	(3.450)	(3.500)	(3.600)
+/- Variación de Circulante	(762)	679	785	791	827
= Cash Flow Libre Operativo	877	2.595	2.859	2.932	3.028

	2017e	2018e	2019e	2019e	2019e
CFLO, serie	877	2.595	2.859	2.932	3.028
+ VAN serie CFLO	34.726				
- Deuda neta/ + Caja Neta	(11.704)				

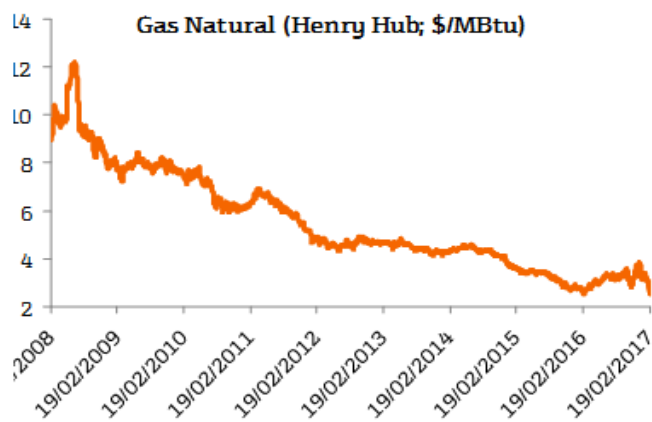
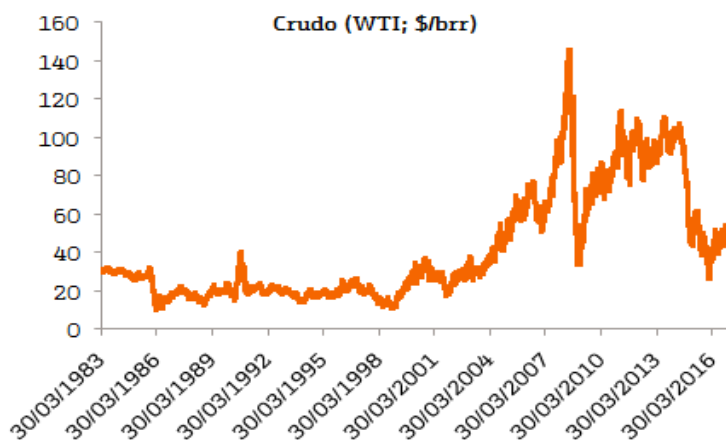
= Valor Compañía (M€) 23.022

Número acciones (M)	1.496
Precio objetivo (€/acc) 15,4	
Cotización (€/acc)	13,5
Potencial (%) 13,7%	

MATRIZ DE SENSIBILIDAD DE LA VALORACIÓN POR FLUJOS DE CAJA

		Crecimiento sostenible esperado (g)						
		-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%
WACC	7,9%	15,98	16,43	16,90	17,40	17,92	18,48	19,07
	8,1%	15,36	15,78	16,22	16,69	17,19	17,71	18,26
	8,3%	14,77	15,16	15,58	16,02	16,49	16,98	17,49
	8,5%	14,20	14,58	14,97	15,39	15,83	16,28	16,77
	8,7%	13,66	14,02	14,39	14,78	15,20	15,63	16,08
	8,9%	13,15	13,49	13,84	14,21	14,60	15,01	15,43
	9,1%	12,66	12,98	13,31	13,66	14,03	14,41	14,82

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 Belén San José Arancha Bueno Ana Achau (Asesoramiento)

Avda. Bruselas 12
 28108 Alcobendas
 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.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.