

**Los resultados reflejan solidez y anuncia programa de recompra de acciones (5% del capital)**

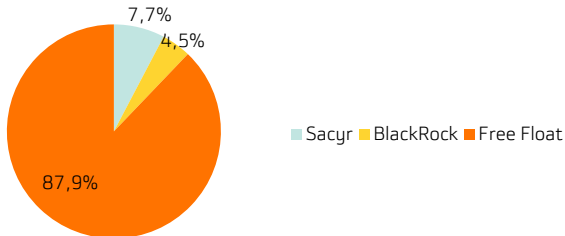
Recomendación: **Comprar**  
Analista: Pilar Aranda

## Repsol

### Datos Básicos (mercado)

|                           |                 |
|---------------------------|-----------------|
| Capitalización (M €):     | 23.183 M€       |
| Último:                   | 14,50 €/acc.    |
| Nº Acciones               | 1.598,8 M acc.  |
| Max / Min (52 sem):       | 17,4/13,2€      |
| Cód. Reuters / Bloomberg: | REP.MC / REP.SM |

### Datos Básicos (mercado)



Resultados sólidos a pesar de un entorno que no ha sido favorable. Consigue elevada generación de caja y no se producen modificaciones en sus guías estratégicas. Además anuncia un programa de recompra de acciones por el 5% del capital, lo que pensamos permitirá alcanzar el 8% de rentabilidad por dividendo en 2021 (vs 6% actual). Pensamos que Repsol atraviesa un buen momento y el valor se verá impulsado por la normativa IMO, por la recuperación del margen de refino y por nuevas inversiones en energía renovable, lo que le permite cada vez una mayor diversificación. Como riesgos principales, la localización en geografías complicadas como Libia o Venezuela y la volatilidad en el precio del crudo. En este contexto, mantenemos recomendación en Comprar y realizamos un ajuste fino en el precio objetivo hasta 17,2€/acc.desde 17,4€, lo que ofrece un potencial de +19%, por un entorno algo menos favorable.

### ¿Por qué comprar Repsol?

**Resultados 2T19:** fueron sólidos a pesar de un entorno difícil. Cifras principales comparadas con el consenso (Bloomberg): Ingresos 12.731M€ (+2,3%) vs 12.226M€ estimado; Ebitda 1.407M€ (-3,7%) vs 1.505M€ estimado y BNA 525M€ (-11%) vs 483,2M€ estimado. La producción total se reduce hasta 694Mbp/día (-3,9%) tal y como anunció recientemente. No obstante, pensamos que se trata de una reducción puntual y debería llegar a niveles de 715MBr/720MBr a cierre de año. Ambas áreas de negocio se ven afectadas: (i) **Downstream** por menor margen de refino. Aunque este efecto ha sido compensado parcialmente por la división de Química, Repsol Perú y la apreciación del dólar frente al euro. (ii) **Upstream** debilitado por actividades de mantenimiento en Trinidad y Tobago y Perú, menor demanda en Venezuela, vencimiento de una licencia en Indonesia y por una desinversión en EE.UU. Sin embargo, destaca positivamente su actividad en Colombia y Canadá, la adquisición en Noruega y el inicio de producción en Buckskin EE.UU.

**:: Atractiva remuneración al accionista:** anuncia un programa de recompra de acciones por el 5% del capital. Pero lo más importante es que podría anunciar nuevas operaciones. Tendría margen para poder hacerlo: tiene un balance saneado y capacidad para generar elevado nivel de caja. Vemos factible que la rentabilidad por dividendo pueda alcanzar el 8% en 2021 (actualmente supera el 6%).

**:: Oportunidades de Crecimiento:** (i) **Energía Renovable:** tiene un modelo cada vez más integrado y menos dependiente del precio del crudo. De hecho está posicionándose cada vez más en el comercio minorista de gas, electricidad y generación eléctrica. Estrategia que potenció con la compra de Viesgo y con la adquisición de tres proyectos eólicos y fotovoltaicos recientemente por 800MW. Repsol alcanzará el 90% de su objetivo estratégico de capacidad de generación baja de emisiones alrededor de 4.500MW en 2025. Su objetivo es alcanzar los 2,5M en cliente *retail* y desde la adquisición de Viesgo el número de clientes ha aumentado +20% (900.000 actuales). (ii) **IMO 2020:** la nueva normativa exige a los barcos utilizar un combustible con contenido máximo de azufre de 0,5% vs 3,5% actual. De esta normativa se beneficiará especialmente su área de *downstream* puesto que sus refinerías cuentan con la mayor capacidad de conversión de Europa y ya ha hecho las inversiones pertinentes.

### ¿Qué riesgos principales enfrenta Repsol?

(i) **Petróleo.** Progresivamente va ganando independencia. Por un lado por el uso de energías renovables. Por el otro, porque ambas áreas de negocio se complementan: *upstream* se beneficia de un petróleo alto. Sin embargo, un precio de petróleo reducido impacta positivamente en *downstream*. Dicho esto, inevitablemente en conjunto un precio alto le beneficia. Además su Plan Estratégico está diseñado bajo la premisa de un Brent en 50\$. (ii) **Localización:** parte de su producción procede de regiones con riesgo geopolítico. Es el caso de Libia (paralización de producción en 1T19), Venezuela o Algeria.

### Síntesis de Valoración.

Adoptamos una actitud conservadora en la valoración, e introducimos un ajuste a la baja en beneficio, por adoptar una tasa fiscal más elevada. Este efecto es compensado con un entorno de tipos más favorable, principalmente una rentabilidad más reducida del bono 10A español. Estimamos un incremento de Ingresos, Ebitda y Beneficio Neto anualizado (TAMI, tasa anual media de incremento) en el periodo 2019/2023 de +4%, +10% y +10% respectivamente. Una prima de riesgo de 10,4%, debido al desglose geográfico de su actividad y una prima adicional por sector. Esto deriva en una WACC (coste promedio ponderado del capital) de 7,3%.

### Principales cifras 2T'19

|                       | 2T19         | 2T18         | % Var.       |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ebitda</b>         | <b>1.902</b> | <b>2.007</b> | <b>-5,2%</b> |
| Upstream              | 1.149        | 1.188        | -3,3%        |
| Downstream            | 780          | 916          | -14,8%       |
| Corporación           | -27          | -97          | 70           |
| <b>Resultado Neto</b> | <b>497</b>   | <b>549</b>   | <b>-9,5%</b> |
| Upstream              | 323          | 360          | -10,3%       |
| Downstream            | 311          | 337          | -7,7%        |
| Corporación           | -137         | -148         | 11           |

Criterio proforma

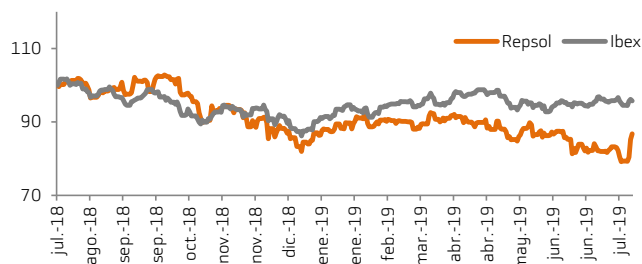
### Principales ratios

|              | 2018r. | 2019e. | 2020e. |
|--------------|--------|--------|--------|
| PER          | 10,79x | 9,19x  | 8,47x  |
| BPA (€/acc.) | 1,46   | 1,58   | 1,71   |
| DPA (€/acc.) | 0,90   | 0,95   | 1,03   |
| Rent. Divid. | 5,2%   | 6,6%   | 7,1%   |
| DFN/Ebitda   | 1,58x  | 1,16x  | 1,04x  |
| ROE          | 7,6%   | 7,9%   | 8,4%   |

### Producción Neta (Kbp/día)

|                                 | 2T19       | 2T18       | % Var.      |
|---------------------------------|------------|------------|-------------|
| <b>Producción Hidrocarburos</b> | <b>694</b> | <b>722</b> | <b>4,0%</b> |
| Producción Líquidos             | 258        | 263        | 1,9%        |
| Europa, África y Brasil         | 134        | 134        | 0,0%        |
| Latinoamérica                   | 55         | 53         | -3,6%       |
| Norteamérica                    | 44         | 47         | 6,8%        |
| Asia Rusia                      | 26         | 28         | 7,7%        |
| Producción G. Natural           | 436        | 459        | 5,3%        |
| Europa, África y Brasil         | 43         | 28         | -34,9%      |
| Latinoamérica                   | 218        | 252        | 15,6%       |
| Norteamérica                    | 125        | 127        | 1,6%        |
| Asia Rusia                      | 50         | 51         | 2,0%        |

### 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](http://www.bankinter.com)

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

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

## Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

|  | 2016r         | 2017r         | 2018r         | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         | TAMI (*) 18/23 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>Importe neto de la cifra de negocio</b>                         | <b>37.433</b> | <b>43.448</b> | <b>51.353</b> | <b>51.697</b> | <b>54.106</b> | <b>56.388</b> | <b>59.220</b> | <b>61.818</b> | <b>4%</b>      |
| Aprovisionamientos   | (23.615)      | (30.251)      | (38.056)      | (37.153)      | (38.740)      | (40.261)      | (42.164)      | (43.952)      | 3%             |
| 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)       | (5.428)       | (5.681)       | (5.921)       | (6.218)       | (6.491)       | 3%             |
| <b>EBITDA</b>  | <b>5.387</b>  | <b>6.110</b>  | <b>5.874</b>  | <b>7.204</b>  | <b>7.735</b>  | <b>8.217</b>  | <b>8.808</b>  | <b>9.304</b>  | <b>10%</b>     |
| <i>Margen Ebitda</i>   | <i>14,4%</i>  | <i>14,1%</i>  | <i>11,4%</i>  | <i>13,9%</i>  | <i>14,3%</i>  | <i>14,6%</i>  | <i>14,9%</i>  | <i>15,1%</i>  |                |
| Amort. y prov.   | (3.476)       | (3.321)       | (3.421)       | (3.689)       | (3.917)       | (3.992)       | (4.086)       | (4.195)       | 4%             |
| <b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>                                    | <b>1.911</b>  | <b>2.789</b>  | <b>2.453</b>  | <b>3.516</b>  | <b>3.817</b>  | <b>4.225</b>  | <b>4.721</b>  | <b>5.109</b>  | <b>16%</b>     |
| Resultado financiero   | (234)         | (312)         | (173)         | (443)         | (450)         | (428)         | (381)         | (347)         | <i>n.a.</i>    |
| Resultado de entidades valoradas por el método de la participación | 194           | 630           | 1.053         | 281           | 308           | 348           | 398           | 437           |                |
| <b>BAI</b>   | <b>1.871</b>  | <b>3.107</b>  | <b>3.333</b>  | <b>3.354</b>  | <b>3.676</b>  | <b>4.145</b>  | <b>4.739</b>  | <b>5.199</b>  | <b>9%</b>      |
| Impuestos  | (391)         | (1.220)       | (1.386)       | (1.140)       | (1.250)       | (1.409)       | (1.611)       | (1.768)       | 5%             |
| <b>Rdo. del ejercicio Oper. Continu.</b>                           | <b>1.480</b>  | <b>1.887</b>  | <b>1.947</b>  | <b>2.213</b>  | <b>2.426</b>  | <b>2.736</b>  | <b>3.128</b>  | <b>3.432</b>  | <b>12%</b>     |
| Resultado atribuido a intereses minoritarios por op. continuadas   | (43)          | (40)          | (18)          | (18)          | (18)          | (18)          | (18)          | (18)          | 0%             |
| <b>RDO NETO OPERACIONES CONTINUADAS</b>                            | <b>1.437</b>  | <b>1.847</b>  | <b>1.929</b>  | <b>2.195</b>  | <b>2.408</b>  | <b>2.718</b>  | <b>3.110</b>  | <b>3.414</b>  | <b>12%</b>     |
| Resultado de operaciones interrumpidas                             | 299           | 274           | 412           | 328           | 328           | 328           | 328           | 328           | -4%            |
| <b>RESULTADO NETO</b>  | <b>1.736</b>  | <b>2.121</b>  | <b>2.341</b>  | <b>2.524</b>  | <b>2.737</b>  | <b>3.046</b>  | <b>3.438</b>  | <b>3.742</b>  | <b>10%</b>     |
| <b>BENEFICIO POR ACCIÓN</b>  | <b>1,09</b>   | <b>1,33</b>   | <b>1,46</b>   | <b>1,58</b>   | <b>1,71</b>   | <b>1,91</b>   | <b>2,15</b>   | <b>2,34</b>   | <b>10%</b>     |

## Resumen Balance de Situación

|  | 2016r         | 2017r         | 2018r         | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         | TAMI (*) 18/23 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                    | <b>64.849</b> | <b>59.857</b> | <b>60.778</b> | <b>63.313</b> | <b>65.114</b> | <b>65.550</b> | <b>67.029</b> | <b>68.641</b> | <b>2%</b>      |
| <b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>             | <b>48.921</b> | <b>45.086</b> | <b>43.484</b> | <b>46.220</b> | <b>47.773</b> | <b>47.961</b> | <b>49.130</b> | <b>50.400</b> | <b>3%</b>      |
| Otro inmovilizado intangible           | 5.109         | 4.584         | 5.096         | 5.130         | 5.369         | 5.596         | 5.877         | 6.134         | 4%             |
| Inmovilizado material                  | 27.297        | 24.600        | 25.431        | 27.373        | 29.070        | 29.626        | 30.324        | 31.129        | 4%             |
| Inversiones inmobiliarias              | 66            | 67            | 68            | 67            | 67            | 67            | 67            | 67            | 0%             |
| Inversiones método de la participación | 10.176        | 9.268         | 7.194         | 7.494         | 7.056         | 6.448         | 6.593         | 6.752         | -1%            |
| Resto                                  | 6.273         | 6.567         | 5.695         | 6.156         | 6.211         | 6.224         | 6.269         | 6.318         | 2%             |
| <b>ACTIVO CORRIENTE</b>                | <b>15.928</b> | <b>14.771</b> | <b>17.294</b> | <b>17.093</b> | <b>17.341</b> | <b>17.589</b> | <b>17.899</b> | <b>18.241</b> | <b>1,1%</b>    |
| Activos no corr. mantenidos para venta | 144           | 22            | 6             | 14            | 14            | 14            | 14            | 14            | 18%            |
| Existencias                            | 3.605         | 3.797         | 4.390         | 4.136         | 4.328         | 4.511         | 4.738         | 4.945         | 2%             |
| Deudores comerciales                   | 5.885         | 5.912         | 6.105         | 6.146         | 6.226         | 6.334         | 6.490         | 6.775         | 2%             |
| Otros activos corrientes               | 327           | 182           | 296           | 297           | 299           | 300           | 301           | 302           | 0%             |
| Otros activos financieros corrientes   | 1.280         | 257           | 1.711         | 1.746         | 1.781         | 1.817         | 1.854         | 1.892         | 2%             |
| Efectivo                               | 4.687         | 4.601         | 4.786         | 4.754         | 4.693         | 4.613         | 4.502         | 4.313         | -2%            |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                 | <b>31.111</b> | <b>30.063</b> | <b>30.914</b> | <b>31.788</b> | <b>32.631</b> | <b>33.582</b> | <b>34.919</b> | <b>36.558</b> | <b>3%</b>      |
| <b>PASIVO NO CORRIENTE</b>             | <b>9.519</b>  | <b>7.679</b>  | <b>7.662</b>  | <b>8.435</b>  | <b>8.699</b>  | <b>9.029</b>  | <b>9.447</b>  | <b>9.798</b>  | <b>5%</b>      |
| Provisiones no corrientes              | 6.131         | 4.829         | 4.738         | 5.258         | 5.503         | 5.735         | 6.023         | 6.287         | 6%             |
| 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         | 2.025         | 2.119         | 2.208         | 2.319         | 2.421         | 5%             |
| <b>PASIVO CORRIENTE</b>                | <b>7.828</b>  | <b>7.829</b>  | <b>8.521</b>  | <b>9.500</b>  | <b>9.943</b>  | <b>10.363</b> | <b>10.883</b> | <b>11.360</b> | <b>6%</b>      |
| Provisiones corrientes                 | 1.018         | 519           | 500           | 775           | 811           | 845           | 887           | 926           | 13%            |
| Acreedores comerciales                 | 6.810         | 7.310         | 8.021         | 8.726         | 9.132         | 9.518         | 9.996         | 10.434        | 5%             |
| <b>Deuda Financiera</b>                | <b>16.391</b> | <b>14.286</b> | <b>13.681</b> | <b>13.589</b> | <b>13.841</b> | <b>12.576</b> | <b>11.779</b> | <b>10.925</b> | <b>-4%</b>     |
| <b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO</b>       | <b>64.849</b> | <b>59.857</b> | <b>60.778</b> | <b>63.313</b> | <b>65.114</b> | <b>65.550</b> | <b>67.029</b> | <b>68.641</b> | <b>2%</b>      |

(\*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

## Nota Compañía

### Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

|                                   | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e         |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Noplat (Ebit *(1-T))              | 2.320        | 2.519        | 2.788        | 3.116        | 3.372         |
| (+) Amortizaciones                | 3.689        | 3.917        | 3.992        | 4.086        | 4.195         |
| (-) Inversiones                   | (5.500)      | (5.500)      | (4.511)      | (4.738)      | (4.945)       |
| (+/-) Variación fondo de maniobra | 918          | 134          | 94           | 96           | (54)          |
| Flujo de Caja Libre               | 1.427        | 1.071        | 2.364        | 2.561        | 2.568         |
| Valor Residual                    |              |              |              |              | 41.035        |
| Valor Presente del Flujo          | <b>1.427</b> | <b>1.071</b> | <b>2.364</b> | <b>2.561</b> | <b>43.602</b> |

#### Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **17,2€/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 +19%.

#### Hipótesis de Valoración

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| WACC                       | 7,3%  |
| Coste del Equity           | 10,8% |
| Tasa Libre de Riesgo       | 0,4%  |
| Beta                       | 1,0   |
| Prima de Riesgo            | 10,4% |
| Coste de Deuda             | 2,1%  |
| G (crecimiento a perpetua) | 1,0%  |

#### Valor Empresa

|                         |             |
|-------------------------|-------------|
| Deuda Financiera Neta   | 8.895       |
| Minoritarios en Balance | 286         |
| Valor Acciones          | 27.549      |
| Nº Acciones             | 1.599       |
| <b>Valor Acción</b>     | <b>17,2</b> |
| Cotización              | 14,5        |
| <b>Potencial</b>        | <b>19%</b>  |

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

| WACC (coste promedio ponderado del capital) | Crecimiento sostenible esperado (q) |      |      |      |      |      |      |
|---|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
|   | 0,7%                                | 0,8% | 1,0% | 1,0% | 1,1% | 1,2% | 1,3% |
| 6,1%  | 21,6                                | 22,0 | 22,9 | 22,9 | 23,4 | 23,9 | 24,5 |
| 6,2%  | 21,0                                | 21,5 | 22,4 | 22,4 | 22,8 | 23,3 | 23,8 |
| 6,3%  | 20,5                                | 20,9 | 21,8 | 21,8 | 22,3 | 22,7 | 23,2 |
| 7,3%  | 16,4                                | 16,6 | 17,2 | 17,2 | 17,5 | 17,9 | 18,2 |
| 7,4%  | 16,0                                | 16,3 | 16,9 | 16,9 | 17,1 | 17,5 | 17,8 |
| 7,5%  | 15,7                                | 15,9 | 16,5 | 16,5 | 16,8 | 17,1 | 17,4 |
| 7,6%  | 15,3                                | 15,6 | 16,1 | 16,1 | 16,4 | 16,7 | 17,0 |

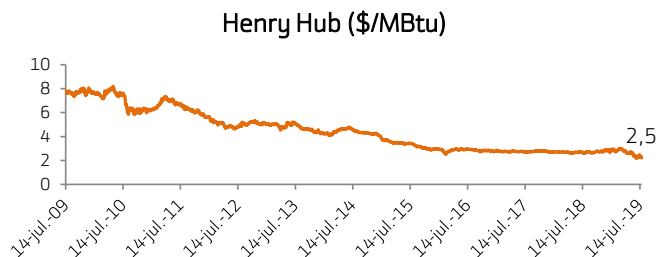
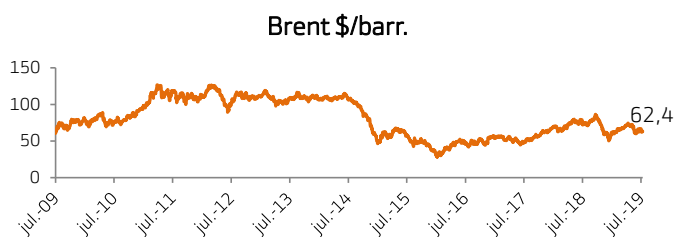
### Valoración por Múltiplos Comparables

| PER   | 2015r                    | 2016r | 2017r | 2018r | 2019e       |
|---|--------------------------|-------|-------|-------|-------------|
| TOTAL   | 20,2                     | 19,7  | 15,9  | 12,1  | 10,4        |
| ENI   | n.d.                     | n.d.  | 14,7  | 12,0  | 11,8        |
| BP  | n.d.                     | n.d.  | 41,1  | 13,5  | 12,3        |
| SHELL   | 72,5                     | 47,7  | 21,2  | 10,4  | 11,8        |
| GALP  | 71,5                     | 64,5  | 19,2  | 14,3  | 17,3        |
| OMV   | n.d.                     | n.d.  | 39,7  | 8,7   | 9,0         |
| PROMEDIO  |                          |       |       |       | <b>12,1</b> |
|   | BPA '19e REPSOL (€/acc.) |       |       |       | 1,58        |
| <b>PRECIO RESULTANTE DE CÁLCULO VS PER SECTOR</b> |                          |       |       |       | <b>19,1</b> |

#### 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 19,1€/acc., lo que implica un potencial elevado (+32%). Esta valoración refuerza nuestro análisis y la recomendación de

### Evolución Brent y Henry Hub



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter,