

Primeras Impresiones

Repsol 2T20: cumpliendo e incrementando objetivos del plan de resiliencia, a la espera de la recuperación de demanda.

Jueves, 23 de julio de 2020

Resultados 2T20 superan nuestras estimaciones en Resultado Neto Ajustado en un 7% aunque empeoran las de consenso en un 9%. **Resultados débiles pero con cumplimiento e incluso mejora del plan de resiliencia**, a la espera de la recuperación de la demanda.

Upstream: registra pérdidas -141 mln eur pero inferiores a las esperadas (vs -195 mln eur R4e y -188 mln eur consenso), recogiendo las caídas en precio del **Brent (-57% i.a. y -41% i.t.)** y del **gas (-35% i.a. y -15% i.t.)**, el efecto de **menor producción de Libia** y, en positivo, la **apreciación del dólar, menores costes y amortizaciones**. La **producción**, 640.000 b/d (-8% i.a. y -10% i.t.), media 1S20 de 675.000 b/d (+4% vs guía anual 650.000 b/d que se rebajó un 7% con los resultados del primer trimestre).

Downstream: resultado neto ajustado de 50 mln eur, mejorando las estimaciones (vs 20 mln eur R4e y 38 mln eur consenso) y recogiendo la **presión en márgenes de refino**, -14% i.a. y -36% i.t., hasta 3 USD/b, media 1S20 de 3,9 USD/b (vs guía 2020 de 4 USD/b). Por su parte, el **grado de utilización retrocede con fuerza** (70% en 2T20 vs 82% en 1T20 y 86% en 2T19) por la caída de la demanda a partir de mediados de marzo. Por divisiones: 1) **Industrial 8 mln eur** (vs -8 mln eur R4e y 5 mln eur consenso) ante negativa evolución de Refino y Química en parte compensados por buena evolución de Perú y menores impuestos; y 2) **Comercial y Renovables 42 mln eur** (vs 35 mln eur R4e y 40 mln eur consenso), por el impacto de la menor demanda (-48%) en las estaciones de servicio en España debido al Covid-19, en parte compensado por el mejor comportamiento de GLP, Lubricantes y Electricidad y Gas.


Deuda neta -4% i.t. hasta 8.026 mln eur con arrendamientos y 3.987 mln eur sin arrendamientos (-11% i.t.). En 2T20 Repsol ha **emitido dos bonos perpetuos subordinados**, contabilizados como patrimonio neto, por un importe total de 1.500 mln eur, y ha **recomprado 594 mln eur** de otro bono perpetuo subordinado también contabilizado como patrimonio neto. El **impacto positivo neto de aproximadamente 900 mln eur de ambas transacciones, así como la positiva generación de caja operativa (268 mln eur vs 1.369 mln eur en 2T19 y 596 mln eur en 1T20, ha sido superior a los pagos por inversiones, intereses y otros. Liquidez mejora hasta 9.762 mln eur** (vs 8.088 en 1T20, incluye líneas de créditos comprometidas no dispuestas), **2,43x los vencimientos de deuda bruta en el corto plazo** (vs 1,6x en 1T20)

En la **conferencia de resultados (12:30h)**, el foco de atención estará en la **guía** que den de cara a **2S20 sobre evolución de la demanda y de los márgenes de refino**. Consideramos que **reiterarán la guía 2020 de producción** (650.000 b/d, -7% vs guía pre-Covid), **margen de refino** (4 USD/b), y **deuda neta estable a dic-20 vs dic-19** (4.200 mln eur, tras cubrir capex, gastos financieros y dividendo comprometido), en la medida en que las cifras 1S20 van en línea para cumplirlos (675.000 b/d, 3,9 USD/b y 3.987 mln eur). **Destacamos la confirmación e incluso ligera mejora de los objetivos de su plan de resiliencia** (hipótesis de crudo y gas para el periodo abril-dic se están cumpliendo de momento: Brent 35 USD/b y Henry Hub 1,8 Mbtu), que incluye una serie de medidas (**recorte de capex -1.100 mln eur ampliado desde inicial -1.000 mln eur, -29%, hasta 2.800 mln eur; opex -450 mln eur revisado al alza desde -350 mln eur inicial y -400 mln eur en 1T20, y de los cuales ya se han logrado ahorros de 250 mln eur en 1S20, y optimización del circulante 800 mln eur, de los cuales en 2T20 se han captado 300 mln eur**) que tienen como **objetivo básico preservar la solidez del balance y mantener una atractiva política de retribución al accionista**. Sobre el **dividendo**, una vez completado el pago del DPA 1 eur/acc con cargo a 2019 (RPD 13%) cuya dilución seguirá compensando con la correspondiente amortización de acciones ya en autocartera, tendrán que

Primeras Impresiones

anunciar próximamente su política de dividendo con cargo a 2020 (primer pago en dic-20). Presentará Plan Estratégico 2021-25 en nov-20 basado en una estrategia que permita lograr emisiones netas cero en 2050 al tiempo que mejore su posición de valor global.

Resultados débiles pero con cumplimiento e incluso mejora del plan de resiliencia, que deberían tener positiva acogida en mercado tras el peor comportamiento relativo al sector (REP -45% YTD vs -33% promedio comparables). Asumiendo un contexto de normalización a medio plazo (precio Brent 50 USD/b, margen refino 4 USD/b), la valoración de Repsol sería de 11 eur. Sobreponderar a medio plazo.

		Sobreponderar					
(mín de euros)	2T19	2T20	Var % i.a.	vs R4e	vs consenso	1T20	Var % i.t.
Upstream	323	-141	nr	-28%	-25%	90	nr
Downstream	305	50	-84%	150%	32%	409	-88%
Industrial	177	8	-95%	nr	60%	288	-97%
Comercial y Renovables	128	42	-67%	20%	5%	121	-65%
Corporación y Otros	-131	-167	27%	28%	27%	-52	221%
Resultado Neto Ajustado	497	-258	nr	-7%	9%	447	-158%
Producción (miles bep)	694	640	-8%	0%	0%	710	-10%
Margen refino (USD/b)	3,5	3,0	-14%	0%	0%	4,7	-36%
Deuda Neta	3.662	3.987	9%	-	-	4.478	-11%
Deuda Neta con Arrendamientos	7.464	8.026	8%	-	-	8.364	-4%

Primeras Impresiones

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Renta 4 Banco, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 Banco no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante de Renta 4 Banco o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Renta 4 Banco tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Renta 4 Banco puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Renta 4 Banco pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4 Banco. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.
Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D^a. Natalia Aguirre Vergara
Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 53% Sobreponderar, 39% Mantener y 8% Infraponderar.