

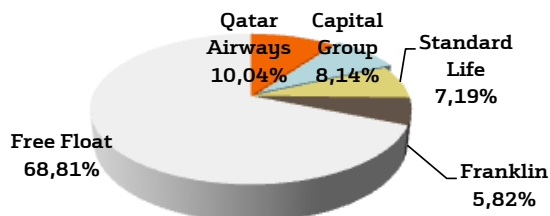
Sector: Aerolíneas

Buena velocidad de crucero en

Datos Básicos

Capitalización (M €): 14.089 M€
 Último: 6,95 €/acc.
 N° Acciones (M.): 2.028 M acc.
 Max / Min (52 sem): 8,62/5,06€/acc.,
 Cód. Reuters / Bloomberg: ICAG.MC / IAG.SM

Accionariado



Indicadores Operativos

	2014	2015	Var a/a
AKO (Asientos-Km ofertados)*	251,9	272,7	8,2%
PKT (Pasajeros-Km transportados)*	202,6	222,0	9,6%
Coeficiente de ocupación (%)	80,4%	81,4%	1 p.b.
Ingr. Unit. pasaje (Ingresos/AKO)	0,071 €	0,075 €	5,5%
Yield (Ingr. pasaje/PKT)	0,088 €	0,092 €	4,2%
Coste Unitario Total (Costes/AKOs)	0,074 €	0,075 €	1,4%
Coste Unitario (ex combustible)	0,050 €	0,053 €	5,3%
Productividad (AKO / n°empleados)	4,24	4,48	5,8%

* miles de millones

Principales ratios*

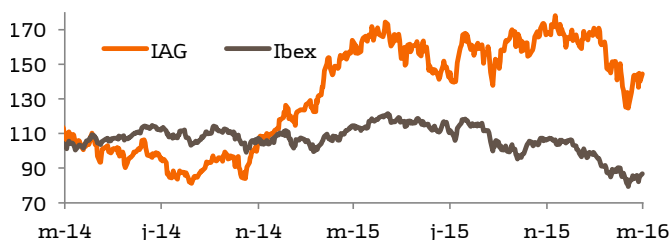
	2014r	2015r	2016e	2017e
BPA	0,70	0,75	0,87	0,95
DPA	0,00	0,20	0,23	0,25
Rent. Divid.	n.a.	2,9%	3,3%	3,7%
PER	8,8 x	9,3 x	8,0 x	7,3 x
ROE	41%	29%	27%	24%
D.F.N. (ajust. renting)	6.081	8.510	9.770	9.068
DFN aj./EBITDAR	1,94 x	1,98 x	2,07 x	1,80 x
EV/Ebitda	6,1 x	4,6 x	4,5 x	4,0 x

*Ratios 2014 calculados con cotización de cierre del año, resto con última cotización.

Evolución bursátil

	2013	2014	2015	YTD
AIR FRANCE-KLM	8%	5%	-12%	18%
LUFTHANSA	8%	-11%	6%	0%
EASYJET PLC	101%	9%	4%	-12%
RYANAIR	33%	57%	49%	-6%
AIR BERLIN PLC	8%	-33%	0%	-20%
UNITED AIRLINES	62%	77%	-14%	0%
CATHAY AIRLINES	15%	3%	-21%	1%
IAG	117%	28%	34%	-16%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter: Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ramón Carrasco
 Eva del Barrio Jesús Amador Pilar Aranda Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 1 de 2)

<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.

IAG

Precio Objetivo: 10,2 €
 Recomendación: Comprar

Buenos resultados, sólidos y consistentes, batiendo nuestras estimaciones. El "guidance", apoyado en el Plan Estratégico 2016/2020, sugiere que la velocidad de crucero seguirá siendo elevada este año. Los aspectos clave para IAG en el corto plazo son la integración total de Aer Lingus (activo estratégico para la expansión en Europa y Norte América), la eficiencia en la gestión de la flota para potenciar las sinergias entre las cuatro aerolíneas del grupo y el aumento de la capacidad (AKOs) mediante nuevas rutas. Mantenemos nuestra recomendación en Comprar y ajustamos el Precio Objetivo desde 10,6€/acc. hasta 10,2€/acc. (potencial +47%).

RESULTADOS (Presentó 26/02/2016).-

Principales cifras de 2015 comparadas con el consenso de Bloomberg (BB) y con nuestras estimaciones (BK):

Ingresos 22.858M€ (+13,3%) vs. 22.613M€ estimado BB y 22.357M€ estimado BK; Ebitdar 4.301M€ (+37%) vs. 3.975M€ estimado BK; Ebit (ex - Aer Lingus y ex - excepcionales) 2.300M€ y Ebit (incluyendo Aer Lingus) 2.335M€ (+68% a/a); BNA 1.516M€ (+51,1%) vs. 1.485M€ estimado BK y BPA 0,735€ (+64%) vs. 0,758€ estimado BB y 0,73 € estimado BK.

Principales Indicadores Operativos:

Asientos por Km Ofertados (AKO) 272M (+8,2%), Coeficiente de Ocupación 81,7% vs. 80,4%; Ingreso por asiento ofertado (Ingreso/AKO) 0,746€ (+5,4% a/a), Coste Unitario excluido el combustible/AKO 0,53€ (+4,3% a/a).

La deuda ajustada (incluye coste arrendamiento operativo de la flota) aumenta +39,9% desde dic.14 hasta 8.510€, la tesorería aumenta +18% hasta 5.856M€.

El **guidance** 2016 sitúa el Ebit en torno a 3.130M€ desde el rango 2.250/2.300M€ previsto para 2015, supondría un incremento de +35%. Para el 1T'16 los ingresos deberían evolucionar al mismo ritmo que en 4T'15, por tanto, +4% a/a.

CRECIENDO SIN ELEVAR EL APALANCAMIENTO.-

:: Atendiendo al desglose por aerolíneas, Iberia registra el mayor crecimiento en términos de Ebitdar (720M€; +43,4% a/a), seguida de Aer Lingus, adquirida en agosto de 2015 (284M€; +29,7% a/a) y, por último pero también con una buena evolución, Vueling y British Airways (386M€; +18,4% y 2.252M€; +19,4% respectivamente). Sin embargo, BA sigue siendo la que más contribuye al crecimiento del grupo, tanto en Ingresos como en Margen Ebitdar (57,9% y 61,8% respectivamente), en 2º lugar Iberia, cuyos Ingresos representan el 23,8% del grupo y genera casi el 20% del Margen Ebitdar. En tercer lugar, Vueling con una contribución de 9,8% en los Ingresos y 10,6% al Margen Ebitdar, seguido muy de cerca por Aer Lingus con un peso de los ingresos de 8,6% y 7,8% del Margen Ebitdar.

:: La DFN ajustada al **renting** (coste arrendamiento operativo de la flota) aumenta +40% pero el **apalancamiento apenas se incrementa gracias a la mejora de márgenes (Mg. Ebitdar 18,7% vs. 13,4% en 2014)**. Así, el ratio de endeudamiento DFN/Ebitdar permanece en torno a 1,9x.

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

OPINIÓN:

Los buenos resultados confirman la trayectoria de mejora mostrada trimestre tras trimestre durante 2015. Las cuatro aerolíneas que conforman el grupo han contribuido positivamente a forjar una estrategia que pivota sobre la eficiencia, sinergias competitivas y optimización de recursos. No cabe duda que el desplome del precio del crudo y la apreciación del dólar han sido un viento de cola que ha impulsado estos resultados. Sin embargo, también lo han sido para sus **principales competidoras europeas** (Air France-KLM o Lufthansa) cuyos **resultados distan mucho de los de IAG**.

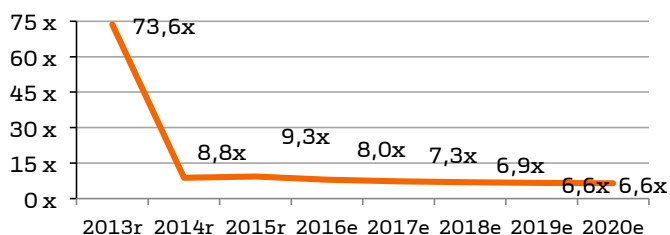
En cuanto a los **indicadores operativos**, cabe la pena mencionar la mejora de la eficiencia, en términos de ingresos y costes unitarios. IAG ha aumentado su capacidad (medida en Asientos por Km ofertados, AKOs) en +8,2% superando ampliamente el objetivo de +5% fijado para 2015. En este periodo el Ingreso Unitario por pasaje mejora +5,5%, mientras que el Coste Unitario Total retrocede -0,9%. Obviamente, el impacto del desplome del precio del crudo ha impulsado la mejora de este indicador, pero si excluimos el coste del combustible, el Coste Unitario solo aumenta +1,9%. De manera que la eficiencia de la aerolínea mejora independientemente del precio del queroseno gracias a una estricta política de gestión de costes y sinergias.

Por último, cumple con el compromiso de retomar el dividendo (IAG dejó de pagar dividendo en 2011 cuando se llevó a cabo la fusión entre British Airways e Iberia) con un pago correspondiente a 2015 de 0,2€/acc., que equivale a una **rentabilidad por dividendo de 2,9%**, mejorando nuestras previsiones (estimábamos que la rentabilidad total por dividendo podría situarse por encima de 2%).

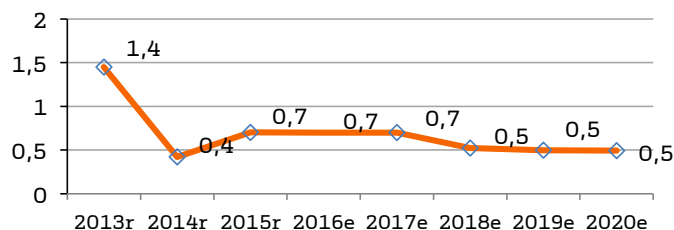
En definitiva, mantenemos **recomendación de Compra ajustando el Precio Objetivo hasta 10,2€/acc.** Este precio ofrece un potencial de +47% y supone pagar un PER de 7,7x y Múltiplo Ebitda de 4,5x, que parece razonable teniendo en cuenta la rentabilidad por dividendo (2,9% en 2015 y 3,5% en 2016 estimado) y el potencial de crecimiento de la aerolínea (TAMI 15/20 del BNA +7,2%).

PyG (M€)	2014	%vtas	2015	%vtas	var% a/a	
AKO (millones)	251.931		272.702		8,2%	
Load factor (%)	80,4%		81,4%		+1 pts	
PKT	202.553		221.979		10%	
	Ingresos por pasaje	17.825	88%	20.350	89%	14%
	Ingresos carga	992	5%	1.024	4%	3%
	Otros ingresos	1.353	7%	1.484	6%	10%
Ingresos	20.170		22.858		13%	
Costes Operativos	17.473	87%	18.574	81%	6%	
	<i>Personal</i>	4.585	23%	4.905	21%	7%
	<i>Combustible</i>	5.987	30%	6.031	26%	1%
	<i>Otros (handling, catering, mntto flota, tasa)</i>	6.901	34%	7.638	33%	11%
EBITDAR	3.137	16%	4.301	19%	37%	
Gastos arrendamiento flota	551	3%	659	3%	20%	
EBITDA	2.586	13%	3.642	13%	41%	
Amortizaciones	1.117	6%	1.307	6%	17%	
EBIT	1.469	7%	2.335	10%	59%	
Gastos financieros	237	5%	294	6%	24%	
BAI	1.268	28%	1.818	37%	43%	
IS	175	3%	285	4%	63%	
BNA	1.443	21%	1.533	20%	6%	
Nº acciones (millones)	2.028		2.028			
BPA	0,70		0,75			

Evolución PER real y estimado IAG



Evolución PER relativo IAG/IBEX (estimado)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter: Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ramón Carrasco
 Eva de Barrio Jesús Amador Pilar Aranda Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 3)

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

<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.

PYG Resumida (M€)	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20*
Total Ingresos	18.569	20.170	22.858	23.867	24.666	25.061	25.336	25.503	2,2%
Coste Ventas	16.529	17.473	18.574	19.149	19.632	19.787	19.844	19.935	
EBITDAR	2.040	3.137	4.301	4.718	5.034	5.274	5.492	5.568	5,3%
Margen Ebitdar	11,0%	15,6%	18,8%	19,8%	20,4%	21,0%	21,7%	21,8%	
EBITDA	1.541	2.586	3.642	4.040	4.329	4.520	4.702	4.757	5,5%
Margen Ebitda	8,3%	12,8%	15,9%	16,9%	17,5%	18,0%	18,6%	18,7%	
Amortizaciones	1.014	1.117	1.307	1.509	1.613	1.700	1.773	1.867	
EBIT	527	1.469	2.335	2.530	2.716	2.820	2.929	2.889	4,4%
Gastos Financieros	300	201	252	353	335	304	288	220	
BAI	227	1.268	1.818	2.221	2.425	2.560	2.686	2.715	8,4%
Impuesto de Sociedades	-76	175	285	444	485	512	537	543	
BNA	122	1.422	1.512	1.756	1.919	2.027	2.128	2.151	7,3%
BPA	0,07	0,70	0,75	0,87	0,95	1,00	1,05	1,06	7,3%
DPA	0,0	0,0	0,20	0,23	0,25	0,27	0,28	0,28	7,3%
Var. a/a				16%	9%	6%	5%	1%	

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

(*) TAMI (Tasa Anual Media de Incremento)

Balance Resumido (M€)	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Inmovilizado	14.759	16.225	19.140	19.004	19.943	20.640	22.327	22.150
Activo Corriente	2.385	2.483	3.233	3.361	3.415	3.437	3.451	3.464
Tesorería	3.633	4.944	5.856	6.037	6.192	6.254	6.283	6.317
TOTAL ACTIVO / PASIVO	20.777	23.652	28.229	28.401	29.550	30.332	32.060	31.930
Patrimonio Neto Total	4.216	3.793	5.534	7.055	8.577	10.185	11.872	13.578
Pasivo Corriente	7.332	8.584	9.629	9.584	9.922	10.121	10.501	10.505
Deuda Financiera	5.122	6.617	8.630	10.059	9.278	8.206	7.764	5.932
Pasivo No Corriente	1.913	2.187	1.782	1.704	1.773	1.820	1.924	1.916
Fondo de Maniobra (F.M.)	-5.725	-1.605	-2.087	-1.776	-1.819	-1.831	-1.834	-1.853

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC							Indicadores Operativos			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014r	2015r	2016e	
BNA	1.512	1.756	1.919	2.027	2.128	2.151	AKO(Asientos-Km ofertados)*	251.931	272.702	286.337
Amortización	1.307	1.509	1.613	1.700	1.773	1.867	PKT(Pasajeros-Km trasport.)*	202.553	221.979	231.551
CFN	2.819	3.265	3.532	3.728	3.901	4.018	Coeficiente de ocupación (%)	80,4%	81,4%	80,9%
Financieros (1-T)	221	265	251	228	216	165	Ingreso Unit. (Ingresos/ AKT)	0,0708 €	0,0746 €	0,0744 €
(-)Inversiones	2.040	2.400	2.450	2.500	2.550	2.600	Yield (Ingresos/PKT)	0,0880 €	0,0917 €	0,0920 €
+/- Var. F. M.	-482	-311	43	12	3	19	Coste Unit. (Costes/AKOs)	0,0742 €	0,0753 €	0,0745 €
CFLO	518	819	1.376	1.468	1.570	1.602	Coste Unit. (ex combustible)	0,0505 €	0,0531 €	0,0528 €

Fuente: Análisis Bankinter.

* Millones

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL							Valor más probable	
Precio Objetivo	g						Crecimiento sostenible estimado (g)	0,90%
	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%	1,10%			
W	7,0%	8,5 €	8,7 €	8,8 €	9,0 €	9,2 €	Coste de capital (Ke)	5,9%
A	6,8%	8,9 €	9,1 €	9,3 €	9,4 €	9,6 €	Coste de la deuda (Kd)	6,8%
C	6,6%	9,3 €	9,5 €	9,7 €	9,9 €	10,1 €	Prima de riesgo (Rp)	4,6%
C	6,4%	9,8 €	10,0 €	10,2 €	10,4 €	10,6 €	Tasa libre de riesgo (RFR)	1,7%
C	6,2%	10,3 €	10,5 €	10,7 €	11,0 €	11,2 €	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	6,36%
C	6,0%	10,8 €	11,1 €	11,3 €	11,5 €	11,8 €	Beta (5 años)	0,93
C	5,8%	11,4 €	11,6 €	11,9 €	12,2 €	12,5 €	Precio objetivo (€/acc.)	10,2
							Cotización (€/acc.)	6,95
							Potencial de revalorización	47%

Fuente: Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter: Ana de Castro (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada

Rafael Alonso

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

Eva del Barrio

Jesús Amador

Esther Gutiérrez de la Torre

Avda. Bruselas 12

Belén San José

Pilar Aranda

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Pág. 3 de 3)

<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.