

SECTOR: **AEROLÍNEAS**RECOMENDACIÓN: **Neutral**PRECIO OBJETIVO: **En revisión**ESTA COMPAÑÍA **NO** SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **IAG**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tomada en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

COMENTARIOS

29/09/2016

IAG (Neutral; Cierre 4,625€; Var. Día: +0,98%): Reducimos nuestra recomendación desde Comprar hasta Neutral. El petróleo se suma a una batería de factores que enturbian el escenario.- El acuerdo de la OPEP cuyos detalles sobre el recorte de producción se comunicarán en la cumbre de Viena (30 noviembre) complica el escenario para el sector de aerolíneas por un posible repunte del precio del combustible. **OPINIÓN:** Hasta que se confirme las nuevas limitaciones de producción de la OPEP la volatilidad en el crudo mantendrá presionada la cotización de IAG y del resto de aerolíneas. Se trata de un nuevo factor de riesgo que su suma a un escenario progresivamente complicado desde que comenzó el año. Primero con los atentados en Europa y posteriormente con el referéndum sobre el Brexit. Este último con impacto severo sobre British Airways, la aerolínea con mayor contribución al crecimiento del grupo IAG (en 2015 aportó el 72% del Ebit y el 62% del Ebitdar). El valor ha sufrido desde entonces una significativa corrección (-32,5% desde junio). No obstante, el entorno no se presenta favorable por la creciente competencia y la guerra de tarifas. Ante la incertidumbre de unos menores resultados (mayor coste del combustible, menores reservas, incidencias operativas de Vueling, impacto negativo de la depreciación de la libra y otras divisas) y a la espera de la actualización de la valoración actuarial de los planes de pensiones de British Airways, reducimos nuestra recomendación desde Comprar hasta Neutral y dejamos el precio objetivo en revisión de manera provisional.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

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

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

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

Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

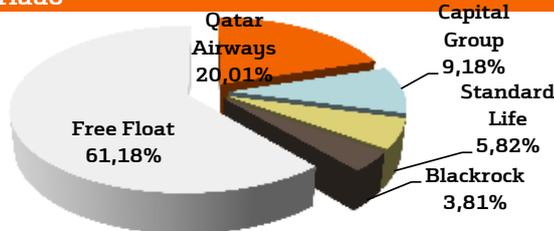
Sector: Aerolíneas

Potencial tras el "golpe del Brexit"

Datos Básicos

Capitalización (M €): 9.684 M€
 Último: 4,57 €/acc.
 N° Acciones (M.): 2.121 M acc.
 Max / Min (52 sem): 8,72/4,03€/acc.,
 Cód. Reuters / Bloomberg: ICAG.MC / IAG.SM

Accionariado



Indicadores Operativos

	1S'15	1S'16	Var a/a
AKO (Asientos-Km ofertados)*	127,2	142,9	12,3%
PKT(Pasajeros-Km transportados)*	100,9	114,3	13,3%
Coefficiente de ocupación (%)	79,3%	80,0%	0,7 p.b.
Ingr. Unit. pasaje (Ingresos/ AKO)	0,0719 €	0,0667 €	-7,2%
Yield (Ingr. pasaje/PKT)	0,0907 €	0,0835 €	-8,0%
Coste Unitario Total (Costes/AKO)	0,0771 €	0,0700 €	-9,3%
Coste Unitario (ex combustible)	0,0532 €	0,0529 €	-0,6%
Productividad (AKO /n°empleados)	2,16	2,27	5,1%

* miles de millones

Principales ratios*

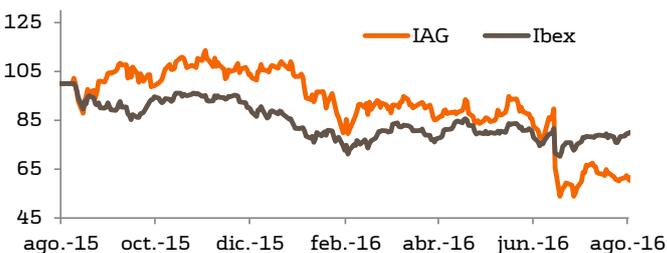
	2014r	2015r	2016e	2017e
BPA	0,48	0,74	0,70	0,70
DPA	0,00	0,10	0,10	0,10
Rent. Divid.	n.a.	2,3%	2,1%	2,1%
PER	12,8 x	11,2 x	6,5 x	6,5 x
ROE	28%	29%	23%	19%
D.F.N. (ajust. renting)	-6.081	-8.510	-7.054	-6.216
DFN aj./EBITDAR	2,25 x	1,99 x	1,71 x	1,47 x
EV/Ebitda	3,7 x	1,9 x	2,4 x	2,7 x

*Ratios 2014 y 2015 calculados con cotización de cierre del año, resto con última cotización.

Evolución bursátil

	2013	2014	2015	YTD
AIR FRANCE-KLM	8%	5%	-12%	-28%
LUFTHANSA	8%	-11%	6%	-28%
EASYJET PLC	101%	9%	4%	-39%
RYANAIR	33%	57%	49%	-20%
AMERICAN AIRLINES	n.a.	113%	-19%	-16%
UNITED AIRLINES	62%	77%	-14%	-16%
CATHAY AIRLINES	15%	3%	-21%	-4%
IAG	117%	28%	34%	-45%

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 Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento)

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.

IAG

Precio Objetivo: 7,2 €

Recomendación: Comprar

El referéndum sobre el Brexit pasa factura a IAG. Los resultados del 1S'16 y el guidance (revisado por 2ª vez a la baja este año) penalizados por la exposición a Reino Unido nos llevan a revisar nuestras estimaciones. Reducimos nuestro Precio Objetivo hasta 7,2€/acc. desde 9,2€/acc. Mantenemos nuestra recomendación en Comprar por los siguientes motivos: (i) Tras la fuerte corrección de junio (-40% el 23/06) cotiza a múltiplos atractivos (PER 6x) y ofrece un potencial de revalorización de +58%. (ii) En base a la adaptabilidad mostrada por la Compañía en su historia reciente, valoramos positivamente los nuevos planes de ajuste de capacidad (AKOs) y de reducción de costes. (iii) Aumento de la contribución de Aer Lingus al BNA del Grupo.

RESULTADOS 1S 2016 (Presentó 29/07/2016).

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg:

Principales cifras 1S'16: Ingresos 10.786M€ (+4,1% a/a) vs. 10.784M€ estimado y BNA 555M€ (+47%) vs.568M€ estimado y BPA 0,227€ (+47%)

Principales Indicadores Operativos 1S'16: Asientos por Km Ofertados (AKO) 142M (+12%), Coeficiente de Ocupación 80,0% vs. 79,3% en 1S'15; Ingreso por asiento ofertado (Ingreso/AKO) 0,0667€ (-7,2% a/a), Coste Unitario excluido el combustible/AKO 0,0533€ (-0,6% a/a) y Coste Unitario Total (-9,3%). La productividad por empleado mejora +5%. Parte de la mejora se explica porque la plantilla se reduce -2% y por el incremento de +12% de AKOs en el periodo. Tras el Brexit, IAG ha anunciado una reducción de sus perspectivas de aumento de capacidad hasta el entorno de +4,5% AKO para 2016. Adicionalmente, Iberia prepara el tercer ERE desde la fusión IB+BA. Afectará a 1.000 empleados (representa 6% de la plantilla de Iberia y el 2% sobre el total del grupo). De manera que parece probable que el ratio de productividad empeore en el 2S'16.

La Deuda Neta Ajustada (incluye coste arrendamiento operativo de la flota) disminuyó casi -7% desde dic.15 hasta 7.889€ y el ratio de apalancamiento (DFN/Ebitdar) disminuye hasta 1,7x desde 1,9x.

Valoración: Teniendo en cuenta los resultados y el recorte de guidance hemos ajustado nuestras proyecciones, incluimos en el modelo estimaciones para el año 2021 para el descuento de flujos.

Múltiplos de aerolíneas comparables: Mantiene ratios (PER, EV/Ebitda y P/VC) más atractivos que la media del sector como refleja el cuadro que se muestra a continuación.

Múltiplos comparables

	PER '17e	EV/Ebitda '17	P/VC '17e	Dividend yield '16e
IAG	6,5 x	2,7 x	1,2 x	2,1%
AIR FRANCE-KLM	2,8 x	2,6 x	5,8 x	n.a.
LUFTHANSA	4,5 x	2,5 x	0,9 x	4,8%
EASYJET PLC	8,0 x	8,3 x	1,6 x	5,2%
RYANAIR	13,9 x	8,7 x	4,1 x	n.a.
AMERICAN AIRLINES	7,3 x	3,9 x	56,7 x	1,2%
UNITED AIRLINES	6,9 x	2,9 x	2,7 x	n.a.
CATHAY AIRLINES	9,4 x	0,9 x	8,8 x	4,3%
PROMEDIO	7,6 x	4,2 x	11,5 x	3,5%

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

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

Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

OPINIÓN:

Los resultados 1S'16 afectados por el Brexit se situaron ligeramente por debajo de estimaciones.- Rebaja *guidance* por el *Brexit* y la volatilidad del mercado: esperan que el Ebit (beneficio operativo sin extraordinarios) aumente a dígito simple bajo que compara con +10% estimado en marzo (cuando preveía que el Ebit se situase en línea con 2015) y +35% inicialmente previsto al inicio del año. Consideran que el entorno comercial será más débil en Reino Unido, penalizando los ingresos en ese punto de venta del negocio (representa alrededor del 33% de los ingresos totales). Continúan intensificando el control de costes y el ajuste de la capacidad. (AKOs). El nuevo plan de costes (que actualmente están planificando) debería repercutir positivamente sobre los resultados a partir de 2017. Revisando la combinación óptima de costes, demanda y capacidad. En conjunto los ingresos de BA suponen el 64% de los ingresos de IAG y el 86% del BNA del grupo.

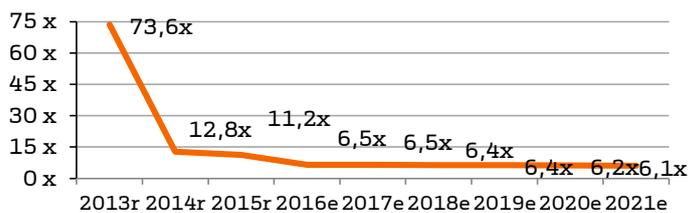
Los resultados son más flojos penalizados por su exposición a Reino Unido. No obstante, ya habría anunciado un *profit warning* tras el *Brexit*. De manera que parte de la debilidad de las cifras ya debería estar en precio. Los ingresos totales en línea con estimaciones, pero el BNA queda -2% por debajo de las previsiones de consenso. Atendiendo a los Indicadores Operativos, el ingreso unitario retrocede -7% en 1S'16, lastrado por el deterioro en 2T (Ingreso de pasaje/PKT -10%) lo que se explicaría por el incremento de capacidad (+12% AKOs) combinado con el retraso de la decisión de compra de pasajeros (menos reservas de billetes). Estos resultados incluyen el impacto negativo de los tipos de cambio, no sólo el de la libra (depreciación de libra supone -148M€) sino de otras monedas. Por otra parte, los costes por la huelga de controladores de Vueling durante el 2T'16, tendrían un impacto estimado de -80M€ en las cuentas del 2S'16 del Grupo.

En definitiva, el primer semestre de 2016, los resultados se han visto negativamente afectados por los ataques terroristas (1T'16), el Brexit (2T'16), las interrupciones operativas incluyendo las huelgas de los controladores aéreos y la evolución negativa de los tipos de cambio (no sólo de la libra), aunque estos factores se compensaron parcialmente con el descenso de los precios del petróleo. El Coste de combustible / AKO se sitúa en 1S'16 en 0,0172 (-27%) y el Coste unitario excluido combustible / AKO se mantuvo en 0,0533€ (0,6%). De manera que el Coste total / AKO disminuye -8,5% hasta 0,007€.

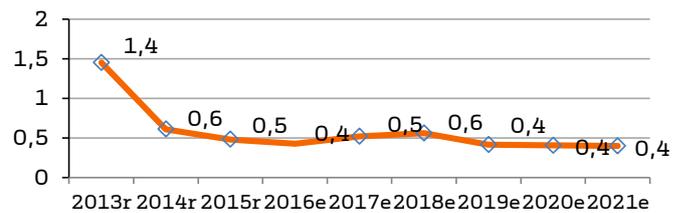
Accionariado.- Qatar Airways incrementa su participación hasta 20% desde 15% actual. La fuerte caída de la cotización de IAG tras el Brexit es principal motivo que de esta decisión. Como recordatorio mencionar que Qatar compró el primer 9,9% a 7,25€/acc, en enero 2015 y posteriormente un 4,5% adicional a 6,6€/acc en mayo. En el supuesto de seguir aumentando su participación (hasta el 30%), se vería obligada a lanzar una OPA, que no podría ser por el 100% porque la legislación aérea europea que lo limitaría al 49%. Por otra parte, otros accionistas de referencia como Standard Life (actualmente con 5,8% del capital) despiertan su interés en aumentar su posición.

PyG (M€)	1S 2015	%vntas	1S 2016	%vntas	var% a/a
AKO (millones)	127.243		142.915		12%
Load factor (%)	79,3%		80,0%		0,7 p.b.
PKT	100.904		114.295		13%
Ingresos por pasaje	9.149	88%	9.539	88%	4%
Ingresos carga	540	5%	503	5%	-7%
Otros ingresos (AVIOS)	674	7%	744	7%	10%
Ingresos	10.363		10.786		4%
Costes Operativos	-8.883	86%	-9.002	83%	1%
Personal	-2.328	-22%	-2.416	-22%	4%
Combustible	-3.033	-29%	-2.437	-23%	-20%
Otros (handling, catering, mnntto flota, tasa)	-3.522	-34%	-4.149	-38%	18%
EBITDAR	1.480	14%	1.784	17%	21%
Gastos arrendamiento flota	-305		-337		10%
EBITDA	1.175	11%	1.447	13%	23%
Amortizaciones	-620		-658		6%
EBIT	555	5%	789	7%	42%
Gastos financieros	-141		-153		9%
BAI	412	4%	688	6%	67%
IS	-80		-134		68%
BNA	332	3%	554	5%	67%
Nº acciones (millones)	2.121		2.121		
BPA	0,15		0,257		

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 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€)	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 16/21*
Total Ingresos	20.170	22.858	22.978	23.667	24.496	25.500	26.630	27.836	3,9%
Coste Ventas	-17.473	-18.574	-18.845	-19.446	-20.164	-21.088	-22.107	-23.199	
EBITDAR	2.697	4.284	4.133	4.221	4.332	4.412	4.522	4.637	2,3%
<i>Margen Ebitdar</i>	13,4%	18,7%	18,0%	17,8%	17,7%	17,3%	17,0%	16,7%	
EBITDA	2.146	3.625	3.464	3.523	3.604	3.655	3.733	3.814	1,9%
<i>Margen Ebitda</i>	10,6%	15,9%	15,1%	14,9%	14,7%	14,3%	14,0%	13,7%	
Amortizaciones	-1.117	-1.307	-1.345	-1.403	-1.462	-1.523	-1.587	-1.654	
EBIT	1.029	2.318	2.119	2.120	2.142	2.132	2.146	2.161	0,4%
Gastos Financieros	-273	-336	-238	-240	-210	-203	-169	-151	
BAI	828	1.801	1.881	1.879	1.932	1.929	1.977	2.010	1,3%
Impuesto de Sociedades	175	-285	-376	-376	-386	-386	-395	-402	
BNA	982	1.495	1.484	1.482	1.525	1.522	1.561	1.587	1,4%
BPA	0,48	0,74	0,70	0,70	0,72	0,72	0,74	0,75	1,4%
DPA	0,0	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	

Var. a/a

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

(*) TAMI (Tasa Anual Media de Incremento)

Balance Resumido (M€)	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado	16.225	19.140	19.494	20.103	20.722	21.367	22.044	22.756
Activo Corriente	2.483	3.233	3.250	3.302	3.365	3.440	3.526	3.617
Tesorería	4.944	5.856	5.647	5.830	6.046	6.322	6.626	6.952
TOTAL ACTIVO / PASIVO	23.652	28.229	28.392	29.235	30.133	31.129	32.195	33.324
Patrimonio Neto Total	3.793	5.534	6.810	8.085	9.396	10.705	12.047	13.412
Pasivo Corriente	8.584	9.629	9.781	10.083	10.439	10.865	11.339	11.845
Deuda Financiera	6.617	8.630	6.987	6.151	5.364	4.605	3.834	3.069
Pasivo No Corriente	4.658	4.436	4.814	4.916	4.934	4.954	4.975	4.997
Fondo de Maniobra (F.M.)	-1.157	-540	-883	-951	-1.029	-1.103	-1.188	-1.277

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC							Indicadores Operativos			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021		2015r	2016e	2017e
BNA	1.484	1.482	1.525	1.522	1.561	1.587	AKO(Asientos-Km ofertados)*	272.702	283.610	292.118
(+)Amortización	1.345	1.403	1.462	1.523	1.587	1.654	PKT(Pasajeros-Km trasport.)*	221.979	228.837	235.702
CFN	2.828	2.886	2.987	3.045	3.147	3.241	Coefficiente de ocupación (%)	81,4%	80,7%	80,7%
(+)Financieros (1-T)	190	192	168	162	135	120	Ingreso Unit. (Ingresos/ AKT)	0,0746 €	0,0721 €	0,0723 €
(-)Inversiones	-1.953	-2.012	-2.082	-2.168	-2.264	-2.366	Yield (Ingresos/PKT)	0,0917 €	0,0894 €	0,0896 €
+/- Var. F. M.	343	68	78	74	85	89	Coste Unit. (Costes/AKOs)	0,0753 €	0,0735 €	0,0738 €
CFLO	1.409	1.134	1.150	1.114	1.104	1.084	Coste Unit. (ex combustible)	0,0532 €	0,0537 €	0,0538 €

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)	0,75%
	0,55%	0,65%	0,75%	0,85%	0,95%	Coste de capital (Ke)		
W	5,4%	5,2 €	5,4 €	5,6 €	5,8 €	6,0 €	Coste de la deuda (Kd)	4,5%
A	5,2%	5,7 €	5,9 €	6,1 €	6,3 €	6,6 €	Prima de riesgo (Rp)	4,4%
A	5,0%	6,2 €	6,4 €	6,6 €	6,9 €	7,1 €	Tasa libre de riesgo (RFR)	1,2%
C	4,8%	6,7 €	7,0 €	7,2 €	7,5 €	7,8 €	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	4,76%
C	4,6%	7,3 €	7,6 €	7,9 €	8,2 €	8,5 €	Beta (5 años)	0,94
	4,4%	8,0 €	8,3 €	8,6 €	8,9 €	9,3 €	Precio objetivo (€/acc.)	7,2
	4,2%	8,7 €	9,0 €	9,4 €	9,8 €	10,2 €	Cotización (€/acc.)	4,57
							Potencial de revalorización	58%

Fuente: Análisis Bankinter.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

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.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.