

Recomendamos Vender Lufthansa. Ampliación de capital próxima y balance debilitado.

Lufthansa

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	6.575 M€
Último:	11,0 €/acc.
Nº Acciones	597,7 M acc.
Max / Min (52 sem):	12,96/6,80€
Cód. Reuters / Bloomberg:	IAG.MC / IAG SM

Mantenemos recomendación de Vender Lufthansa y Precio Objetivo en 11,1€/acc. (Potencial +3%). La compañía atraviesa un momento especialmente delicado tras acumular fuertes pérdidas por la pandemia que le ha llevado a reducir su patrimonio neto y aumentar considerablemente su deuda. Además, anuncia que realizará una ampliación de capital por hasta 5.500M€ este año que supondrá una fuerte dilución para el accionista para repagar las ayudas por COVID-19 del Gobierno alemán (20% de la compañía). Por todo ello, mantenemos recomendación de Vender el valor.

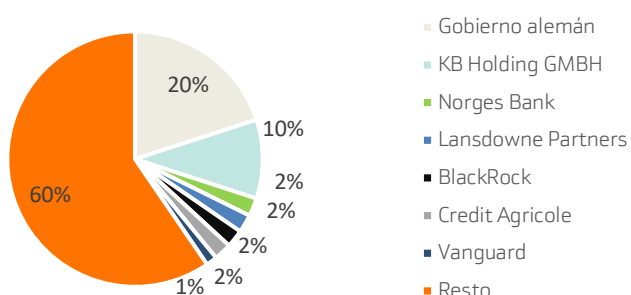
Escenario Pº Objetivo vs Tasa Ocupación

Tasa de Ocupación	2021	2022	2023	2024	2025	Pº Objetivo	Potencial
Escenario Adverso	35,0%	65,0%	70,0%	73,0%	75,0%	3,0 €	-73%
Escenario Central	40,0%	70,0%	75,0%	78,0%	80,0%	11,1 €	1%
Escenario Positivo	45,0%	75,0%	80,0%	83,0%	85,0%	19,2 €	74%

Recomendamos vender por varios motivos:

:: Futura ampliación de Capital: Los accionistas aprueban una ampliación de capital por aproximadamente 5.500M€ (capitalización bursátil día previo 6.675M€) destinada a repagar al Gobierno alemán (20% de la compañía). Emitirá 2.560M/acc. (598M/acc. actualmente, ecuación de canje aproximada, 4x1) y fija un precio mínimo de 2,56€/acc. (vs 11,0€/acc cotización cierre día previo). El 97,79% de los accionistas (Estado alemán, 20%) aprueba la operación. No se conoce todavía el importe exacto, la compañía expone que será lo más bajo posible. Tampoco el momento, el cual será, previsiblemente, a lo largo de este año. Según nuestras estimaciones preliminares, en 2023, año normalizado en términos de beneficios, la dilución si se mantiene el importe, ascendería a -76%, asumiendo el Precio de Emisión mínimo anunciado (2,56€/acc.). La noticia tiene sentido estratégico porque permitirá a Lufthansa mejorar sus métricas de riesgo. Sin embargo, para el accionista, es una mala noticia porque sufrirá una fuerte dilución. Al no conocer los detalles de la operación ni el momento en el que se producirá, no lo hemos introducido todavía en nuestras estimaciones.

Accionistas



PyG	1T21	1T20	% Var.
Millones €			
Tráfico aéreo	1.542	4.539	-66,0%
Resto Ingresos	1.018	1.902	-46,5%
TOTAL INGRESOS	2.560	6.441	-60,3%
Gastos de Personal	-1.390	-2.148	-35,3%
Gasto Combustible	-1.412	-4.043	-65,1%
Resto de Gastos	-273	-714	-61,8%
EBITDA	-515	-464	11,0%
Amortizaciones	-569	-1.124	-49,4%
EBIT	-1.084	-1.588	-31,7%
Resultado Financiero	-229	-1088	-79,0%
BAI	-1.313	-2.676	n.a.
Impuestos	259	553	n.a.
BENEFICIO NETO	-1.054	-2.123	n.a.

:: Análisis de Resultados: Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 2.560€ (-60%) vs 2.486,1M€ estimado; EBITDA -577M€ vs -706,3M€ estimado; BNA -1.049M€ vs -1.061M€ estimado. Los pasajeros se reducen hasta 3.043M (-86%) y el número de vuelos hasta 41.011 (-80%). La Deuda Neta se sitúa en 10.924M€ vs 9.922M€ a cierre de 2020 (6.662M€ cierre 2019). Recordemos que Lufthansa recibió 9.000M€ del Gobierno alemán (propietario del 20% de la compañía) para hacer frente a los peores momentos de la pandemia.

:: Balance debilitado: La Deuda Financiera Neta cerró 2020 en 15.368M€ vs 10.030M€ a cierre de 2019. Además, acumula fuertes pérdidas que le llevaron a tener niveles muy reducidos de Patrimonio Neto (1.387M€ cierre 2020 vs 10.256M€ en 2019). Estimamos que en 2021 y 2022 llegará incluso a situarse en negativo como consecuencia de las pérdidas estimadas en ambos años. Como referencia, a lo largo de 2020, tanto Moody's como S&P redujeron el rating hasta Non Investment Grade: BB- y Ba2 respectivamente y perspectiva negativa.

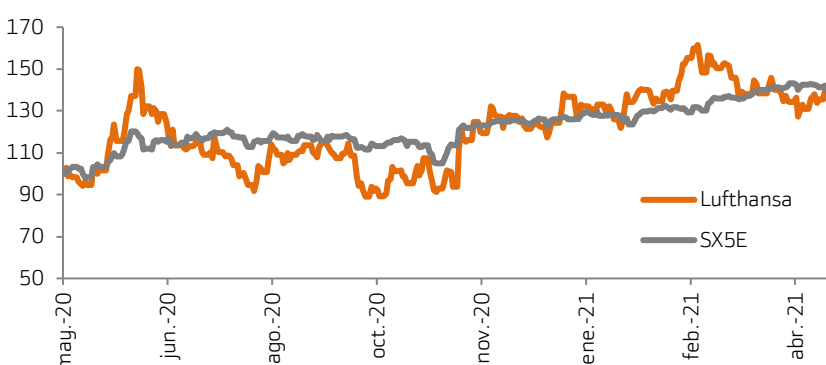
Principales Indicadores Operativos

	1T21	1T20	% Var.
Vuelos	41.011	209.094	-80%
Pasajeros (miles)	3.043	21.756	-86%
Coefficiente de Ocupación (%)	45,0	73,3	
Ingreso Pasaje / AKO (céntimos de €)	7,58	47,10	-84%
Asientos Km Ofertados (AKO, Mill.)	16.843	64.297	-74%

:: Fuerte Presencia estatal: alcanza el 20%, lo que tiene implicación directa en un menor nivel de free float y en posibles decisiones futuras.

:: Expectativas futuras: Estimamos que los niveles de demanda irán aumentando progresivamente, pero todavía de manera lenta. La introducción de una vacuna tendrá un impacto directo en términos de demanda. En nuestra opinión, hasta 2024 la Compañía no obtendrá unos niveles de demanda similares a los previos a la crisis.

Comparativa con EuroStoxx-50 (últimos 12 meses)



:: Sector: Mantenemos nuestra recomendación de Comprar el sector aerolíneas como alternativa para beneficiarnos de la recuperación del ciclo. Eso sí, de forma muy selectiva. Escogemos compañías saneadas y líderes en el sector. Nuestros valores recomendados en Europa son IAG y Ryanair.

:: Hipótesis de valoración/Tasa de Ocupación: Nuestro **Escenario Central** contempla una recuperación progresiva pero moderada, impulsada por la comercialización de una vacuna y menores restricciones de los países. Ello implica que la Tasa de Ocupación llegará al 80% en 2025. El resultado sería un Precio Objetivo de **11,1€/acc.** En un **Escenario Adverso**, en el que la crisis del COVID-19 se prolonga, la Tasa de Ocupación cerraría 2025 en 75% y llevaría a un Precio Objetivo de **3,0€/acc.** Finalmente, en un **Escenario Positivo**, la demanda recuperaría con más vigor incluso que la previa a la crisis del COVID-19 y llevaría a una Tasa de Ocupación del 85% en 2025, Precio Objetivo de **19,2€/acc.**

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025	TAMI (*) 19/25
Total Ingresos	35.542	36.424	13.589	12.067	24.339	29.423	33.568	37.317	1%
<i>Tasa de Ocupación</i>		82,6%	62,2%	40,0%	70,0%	75,0%	78,0%	80,0%	
Costes Carburante	(18.367)	(19.827)	(8.453)	(6.516)	(13.143)	(15.889)	(18.127)	(20.151)	0%
Resto Costes	(3.359)	(3.011)	(1.400)	(1.086)	(2.190)	(2.648)	(3.021)	(3.359)	2%
Empleados	(8.811)	(9.121)	(6.436)	(6.236)	(6.425)	(6.750)	(7.091)	(7.596)	-3%
Ebitda	5.005	4.465	(2.700)	(1.772)	2.581	4.137	5.329	6.211	3%
<i>Amortización</i>	(2.205)	(2.776)	(4.389)	(965)	(1.947)	(2.354)	(2.685)	(2.985)	4%
Ebit	2.800	1.689	(7.089)	(2.737)	633	1.783	2.643	3.226	2%
Intereses y tipo de cambio	(16)	171	(1.542)	(461)	(431)	(401)	(376)	(344)	55%
BAI	2.784	1.860	(8.631)	(3.198)	203	1.382	2.268	2.881	0%
Impuestos	(588)	(615)	1.865	703	(45)	(304)	(499)	(634)	1%
Minoritarios	(33)	(32)	41	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	-9%
BNA	2.163	1.213	(6.725)	(2.511)	141	1.061	1.752	2.230	0%

Resumen Balance de Situación

	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025	TAMI (*) 19/25
Total Activo	38.213	42.659	39.484	35.343	39.266	40.811	42.861	44.867	1%
Activos No corrientes	27.559	31.374	29.444	29.685	30.172	30.761	31.432	32.178	0%
Tesorería	1.500	1.415	1.806	830	1.305	1.517	1.694	1.866	5%
Activos Corrientes	3.578	4.453	5.391	3.017	4.138	4.119	4.700	5.224	3%
Deudores Comerciales	5.576	5.417	2.843	1.810	3.651	4.414	5.035	5.598	
Patrimonio Neto	9.573	10.256	1.387	-1.124	-983	78	1.830	4.060	-14%
Total Pasivo	28.640	32.403	38.097	36.467	40.249	40.733	41.031	40.807	4%
Deuda Financiera	6.685	10.030	15.368	16.185	15.659	14.889	14.212	13.348	5%
Pasivo C/P	8.818	9.001	8.222	8.023	8.855	8.961	9.027	8.977	0%
Acreedores	5.720	5.351	3.321	2.413	4.868	5.885	6.714	7.463	6%
Pasivo L/P	7.417	8.021	11.186	9.846	10.867	10.998	11.078	11.018	5%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	38.213	42.659	39.484	35.343	39.266	40.811	42.861	44.867	1%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Análisis y Mercados

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025
Noplat (Ebit *(1-T))	(2.135)	494	1.391	2.062	2.516
(+) Amortizaciones	965	1.947	2.354	2.685	2.985
(-) Inversiones	(1.207)	(2.434)	(2.942)	(3.357)	(3.732)
(+/-) Variación fondo de maniobra	125	614	254	207	187
Flujo de Caja Libre	(2.251)	621	1.056	1.598	1.957
Valor Residual					25.136

Hipótesis de Valoración

WACC	8,9%
Coste del Equity	12,6%
Tasa Libre de Riesgo	1,8%
Beta	1,1
Prima de Riesgo	9,6%
Coste de Deuda	3,5%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa

Deuda Financiera Neta	15.368
Minoritarios en Balance	0
Equity Value	6.621
Nº Acciones (Millones)	598
P/acc.	11,1
Cotización	11
Potencial	1%
Valor Empresa	21.989

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de 11,1€/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 +1%.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

		Crecimiento sostenible esperado (g)						
		0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
WACC (coste promedio ponderado del capital)	7,7%	16,6	17,1	17,7	18,3	18,9	19,5	20,1
	7,8%	15,9	16,5	17,0	17,6	18,2	18,8	19,4
	7,9%	15,3	15,8	16,4	16,9	17,5	18,1	18,6
	8,9%	9,9	10,3	10,7	11,1	11,5	11,9	12,4
	9,0%	9,4	9,8	10,2	10,6	11,0	11,4	11,8
	9,1%	9,0	9,3	9,7	10,1	10,5	10,9	11,3
	9,2%	8,5	8,9	9,2	9,6	10,0	10,4	10,8

Análisis de la Competencia

	Cotización €	Capitalización €	YTD	Max 52W	Min 52W	P/BV	EV/Ebitda
IAG	2,4	11.724	32%	2,7	1,0	6,8	39,6
Luthansa	11,0	6.573	2%	13,0	6,8	4,3	105,0
Air France	4,6	2.954	-10%	6,5	2,6	n.a.	108,2
Ryanair	16,6	18.726	2%	17,6	8,2	2,0	5,9
EasyJet	1.196,2	5.463	25%	1.083,5	446,0	1,2	6,3
American Airlines	17,8	11.442	36%	26,1	8,3	n.a.	n.a
United Airlines	44,0	14.229	22%	63,7	18,2	2,1	n.a
SouthWest	50,7	29.955	30%	64,8	22,5	3,1	58,8
Delta Airlines	37,2	23.792	11%	52,3	17,5	16,7	64,8
Promedio						5,2	55,5

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos y Media
Elena Fernández-Trapiella - Lujo y Telecom
Pilar Aranda - Petróleo y Aerolíneas
Juan Moreno - Inmobiliarias y Hoteles
Aránzazu Cortina - Industriales

Luis Piñas - Consumo
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Eduardo Cabero- Seguros

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable