

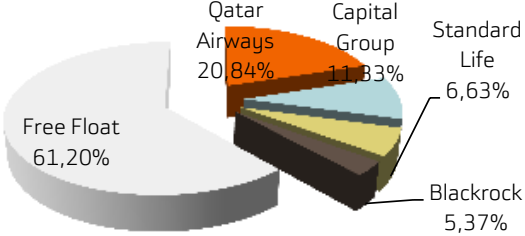
Sector: Aerolíneas

Atractiva remuneración al accionista y limita su riesgo por los planes de pensiones.

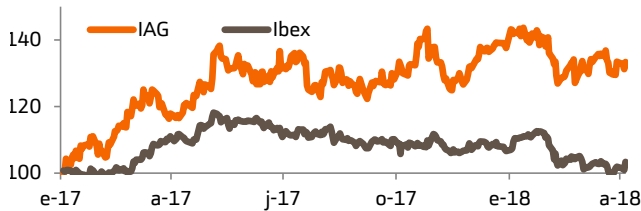
Datos Básicos

Capitalización (M €): 14.651 M€
 Último: 7,15 €/acc.
 N° Acciones (M.): 2.048 M acc.
 Max / Min (52 sem): 7,68/6,051€/acc.,
 Cód. Reuters / Bloomberg: ICAG.MC / IAG.SM

Accionariado



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Evolución Bursátil

	2015	2016	2017	YTD.
AIR FRANCE-KLM	-12%	-26%	162%	-34%
LUFTHANSA	6%	-16%	150%	-13%
EASYJET PLC	4%	-42%	46%	13%
RYANAIR	49%	-3%	4%	9%
AMERICAN AIRLINES	-20%	10%	11%	-3%
UNITED AIRLINES	-14%	27%	-8%	2%
CATHAY AIRLINES	-21%	-24%	19%	12%
IAG	34%	-38%	41%	-3%

	Rent. Divid.'18 e	PER'18e	PEG'18e	PER'19e	PEG'19e
AIR FRANCE-KLM	n.a.	4,5 x	n.a.	5,7 x	0,3 x
LUFTHANSA	3,0%	5,8 x	0,02 x	7,4 x	0,5 x
EASYJET PLC	2,5%	18,2 x	n.a.	17,8 x	0,7 x
RYANAIR	n.a.	13,0 x	0,01 x	15,7 x	3,6 x
AAL US Equity	0,8%	7,2 x	0,01 x	8,8 x	0,3 x
UNITED AIRLINES	n.a.	7,3 x	0,03 x	9,7 x	0,3 x
CATHAY AIRLINES	0,4%	5,4 x	0,12 x	7,8 x	0,0 x
IAG*	7,2%	6,8 x	1,48 x	6,3 x	1,0 x

* Remuneración total al accionista (dividendo ordinario y recompra acciones)

Principales ratios

	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
BPA	0,88	0,93	0,97	1,03	1,15
DPA <i>fully diluted</i>	0,235	0,271	0,279	0,296	0,330
Rent. Divid.	4,3%	3,6%	3,7%	4,0%	4,4%
PER	7,6 x	7,3 x	6,9 x	6,5 x	5,9 x
ROE	34%	27%	24%	22%	21%
DFN (<i>aj. renting</i>)	-8.159	-7.759	-5.428	-4.501	-3.737
DFN aj./EBITDAR	1,8 x	1,6 x	1,4 x	1,1 x	0,9 x
EV/Ebitda	4,5 x	3,9 x	3,4 x	3,0 x	2,4 x

Ratios 2016/2017 calculados con cotización de cierre del año, resto última cotización.

IAG

Precio Objetivo: 8,6 €
 Recomendación: Comprar

:: Actualizamos nuestras estimaciones, incluyendo el año 2022, y revisamos al alza el Precio Objetivo desde 8,3€/acc. hasta 8,6€. (+22%). Mantenemos la recomendación en Comprar.

:: Ofrece una elevada remuneración al accionista (dividendo ordinario + recompra de acciones = 7,2% estimado 2018) que compensa un atractivo menos evidente por múltiplos comparables.

:: IAG limita su riesgo por los planes de pensiones ya que pasan a ser, en su mayoría, a aportación definida vs. prestación definida.

Mantenemos la recomendación en Comprar por los siguientes motivos:
(i) Retorno al accionista vs. comparables (ver tabla a la izquierda).- La valoración ofrece un holgado potencial (+22%) pero se estrecha su ventaja por múltiplos comparables, sobre todo entre las aerolíneas europeas. La prima en precio (PER'19 IAG) no parece estar justificada por el incremento en beneficios (1x PEG'19 IAG > 0,3x PEG'19 Air France y 0,5x PEG'19 Lufthansa). Sin embargo, sí se justificaría por la visibilidad y la gestión de la Compañía. Pero, además, claramente se compensa por el elevado diferencial en términos de remuneración al accionista, que compara un retorno en IAG de 7,2% (3,7% *yield* dividendo ordinario + 3,4% recompra de acciones) frente a 3,1% del dividendo de Lufthansa y sin retorno en Air France-KLM (no reparte dividendo).

(ii) Evolución favorable de los indicadores operativos (ver cuadro en la pág. 2).- Los ingresos unitarios por pasaje mantendrán la tendencia alcista (+1,5% estimado 2018) tras la recuperación iniciada en 2017 (-0,1% que comparan con un retroceso de casi -11% en 2016). Además, los costes unitarios (-1,2% coste unitario ex-combustible estimado 2018) tenderán a reducirse apoyados en las coberturas de combustible y la gestión de costes vía eficiencia (flotas y gestión). En consecuencia, los márgenes se irán ampliando dentro del rango 20%/21% (Margen Ebitdar).

(iii) El Grupo reduce la exposición a riesgos derivados de los planes de pensiones de prestación definida de British Airways.- Dicho riesgo procede en un 80% del denominado *New Airways Pension Scheme* (NAPS), cuyo déficit técnico actuarial (2015) asciende a 3.210M€ aproximadamente. El restante 20% procede del plan *Airways Pension Scheme* (APS) con un déficit (valorado en 2012) de 790M€, cuya revisión actuarial de 2015 está bloqueada por procesos judiciales. ¿Qué ha cambiado? NAPS (prestación definida) y otro plan de aportación definida, llamado BARP (*British Airways Retirement Plan*), se unificarán en un nuevo plan de aportación definida (BAPP; *British Airways Plan Pension*). ¿Qué implica este cambio? Fundamentalmente tiene 2 implicaciones: 1) Limita las obligaciones futuras por pensiones del Grupo (porque en los planes de aportación definida las obligaciones son ciertas y limitadas a las aportaciones). IAG estima una reducción neta de los pasivos por pensiones de -885M€ aproximadamente (el aumento de los pasivos por el incremento de las pensiones acordado en NAPS antes del cierre es menor a la reducción de los pasivos derivada del cierre de NAPS). No obstante, en nuestra valoración mantenemos sin cambios el quebranto de -4.000M€ por el déficit de NAPS y APP hasta que se publiquen las valoraciones actuariales: NAPS a marzo 2018 (dentro 12/15 meses) y APS a marzo 2015 (sin fecha prevista). 2) Reduce los costes de empleados por pensiones (-92M€/anuales aproximadamente) a partir del 2T'18, contribuyendo a la mejora de márgenes.

En definitiva, mantenemos la recomendación en Comprar tras haber actualizado nuestras estimaciones hasta el año 2022 y revisado al alza el Precio Objetivo desde 8,3€/acc. hasta 8,6€/acc. (+22% potencial). La exposición al riesgo por prestación definida se limita al transformarse (al menos el 80% correspondiente a NAPS) en riesgo de aportación definida (cuantificable y limitado) con el nuevo plan BAPP.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ana de Castro (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Eva del Barrio

Rafael Alonso Esther G. de la Torre Elena Fernández-Trapiella

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

Jesús Amador Ramón Carrasco

Pilar Aranda Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg. & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 1 de 2)

Avda. Bruselas 14

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

28108 Alcobendas, Madrid

* 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€)	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI 17/22*
Total Ingresos	22.858	22.567	22.972	23.812	24.521	25.502	26.650	27.849	3,9%
Costes	-18.574	-18.037	-18.173	-19.064	-19.662	-20.228	-21.030	-21.865	
EBITDAR	4.284	4.530	4.799	4.748	4.860	5.274	5.620	5.984	4,5%
Margen Ebitdar	18,7%	20,1%	20,9%	19,9%	19,8%	20,7%	21,1%	21,5%	
EBITDA	3.625	3.771	3.911	3.950	4.003	4.358	4.642	4.944	4,8%
Margen Ebitda	15,9%	16,7%	17,0%	16,6%	16,3%	17,1%	17,4%	17,8%	
EBIT	2.318	2.484	2.727	2.867	2.985	3.267	3.477	3.703	6,3%
Margen Ebit	10,1%	11,0%	11,9%	12,0%	12,2%	12,8%	13,0%	13,3%	
BAI	1.801	2.362	2.493	2.642	2.807	3.131	3.388	3.669	8,0%
Margen BAI	7,9%	10,5%	10,9%	11,1%	11,4%	12,3%	12,7%	13,2%	
BNA	1.495	1.931	2.021	2.114	2.246	2.504	2.711	2.935	7,7%
BPA	0,74	0,94	0,99	1,03	1,10	1,22	1,32	1,43	
BPA fully diluted (**)	0,69	0,88	0,93	0,97	1,03	1,15	1,24	1,34	
DPA	0,20	0,24	0,27	0,28	0,30	0,33	0,36	0,39	7,4%
DPA fully diluted (**)	0,19	0,22	0,25	0,26	0,28	0,31	0,34	0,36	
Var. a/a		15%	15%	3%	6%	12%	8%	8%	

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

(*) TAMI (Tasa Anual Media de Incremento)

(**) Ajustado por el efecto dilutivo del impacto de la hipotética conversión de bonos convertibles en acciones y los pagos basados en acciones pendientes.

Balance Resumido (M€)	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado	19.147	17.588	17.038	18.029	18.973	19.922	20.889	21.875
Activo Corriente	3.233	3.357	3.547	3.458	3.507	3.578	3.661	3.748
Tesorería	5.856	6.428	6.676	6.753	6.976	7.189	7.483	7.788
TOTAL ACTIVO / PASIVO	28.236	27.373	27.261	28.241	29.457	30.689	32.032	33.411
Patrimonio Neto Total	5.534	5.664	7.396	8.669	10.308	12.137	14.116	16.258
Pasivo Corriente	9.629	7.639	8.215	8.396	9.039	9.359	9.778	10.217
Deuda Financiera	8.630	8.515	7.331	5.636	4.445	3.404	2.211	869
Pasivo No Corriente	4.443	5.555	4.319	5.540	5.664	5.790	5.927	6.068

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC						Indicadores Operativos				
	2018	2019	2020	2021	2022	VR	2017r	2018e	2019e	
BNA	2.114	2.246	2.504	2.711	2.935	31.655	AKO(Asientos-Km ofertados)*	319.198	332.764	346.074
(+)Amortización	1.083	1.018	1.091	1.165	1.241		PKT(Pasajeros-Km transport.)*	262.061	269.871	280.666
CFN	3.196	3.264	3.596	3.876	4.176		Coefficiente de ocupación (%)	82,1%	81,1%	81,1%
(+)Financieros (1-T)	180	142	109	71	28		Ingreso Unit. (Ingresos/AKT)	0,0671 €	0,0672 €	0,0680 €
(-)Inversiones	-1.905	-1.962	-2.040	-2.132	-2.228		Yield (Ingresos/PKT)	0,0818 €	0,0829 €	0,0838 €
+/- Var. F. M.(ex - caja)	270	594	249	336	351		Coste Unit. (Costes/AKOs)	0,0656 €	0,0647 €	0,0643 €
CFLO	1.741	2.038	1.913	2.151	2.327		Coste Unit. (ex combustible)	0,0502 €	0,0493 €	0,0492 €

Fuente: Análisis Bankinter.

* Millones

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL						Valor más probable				
Rp	WACC	g								
		0,55%	0,65%	0,75%	0,85%	0,95%	Coste de capital (Ke)	8,8%	g	0,75%
7,3%	8,8%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	Coste de la deuda (Kd)	7,8%	RFR*	2,8%
6,8%	8,6%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	Weighted Average Cost of Capital (WACC)			8,16%
6,3%	8,4%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	EV			30.050
5,8%	8,2%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	- Minoritarios			307
5,3%	8,0%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	- Deuda Neta (ajust. Renting flota)			8.159
4,8%	7,8%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	- Contingencias (déficit PP.PP. de British Airways)			4.000
4,3%	7,6%	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	8,6 €	Eqv			17.584
							Nº acciones (millones)			2.048
							Precio objetivo (€/acc.)			8,6

Fuente: Análisis Bankinter.

(*) Tasa libre de riesgo: media ponderada de la TIR del bono de EEUU, España, Reino Unido y resto del mundo.

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

Cotización (€/acc.)

7,15

Potencial de revalorización

22%

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

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Elena Fernández-Trapiella Joao Pischo

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

Eva del Barrio Jesús Amador Esther Gutiérrez de la Torre Pilar Arnda Susana André (Mktg. & Support)

Avda. Bruselas 14

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 2)

28108 Alcobendas, Madrid

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqj/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.