

Ampliación de Capital. Información preliminar: relativa este año y dilutiva el próximo. Reducimos a Neutral.

IAG

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	3.516 M€
Último:	1,8 €/acc.
Nº Acciones	1.986,3 M acc.
Max / Min (52 sem):	8,02/1,726€
Cód. Reuters / Bloomberg:	IAG.MC / IAG SM

Ampliación de Capital: Cálculo de escenarios

	€/acc	Pre Ampliación	Post Ampliación	Resultado Accionista
2020				
Descuento @	15%	-1,24	-0,63	Relutivo
Descuento @	20%	-1,24	-0,61	Relutivo
Descuento @	50%	-1,24	-0,47	Relutivo
2021				
Descuento @	15%	0,20	0,12	Dilutivo
Descuento @	20%	0,20	0,11	Dilutivo
Descuento @	50%	0,20	0,09	Dilutivo

PyG 2T20	2T20	2T19	% Var.
Millones €			
Ingresos de Pasaje	160	5.963	-97,3%
Ingresos de Pasaje	369	281	31,3%
Ingresos Totales	174	487	-64,3%
TOTAL INGRESOS	703	6.731	-89,6%
Gastos de Personal	-656	-1.288	-49,1%
Gasto Combustible	-48	-1.570	-96,9%
Resto de Gastos	-888	-2.372	-62,6%
EBITDA	-889	1.501	n.a.
Amortizaciones	-1.288	-541	138,1%
EBIT	-2.177	960	n.a.
Resultado Financiero	-147	-39	276,9%
BAI	-2.324	921	n.a.
Impuestos	201	-185	n.a.
BENEFICIO NETO	-2.123	736	n.a.

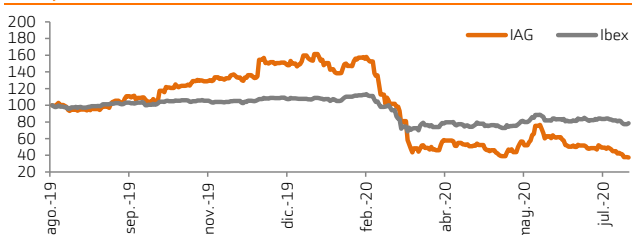
Principales Indicadores Operativos

	2S20	2S19	% Var.
Asientos Km Ofertados (AKO, Mill.)	4.103	75.423	-95%
Pasajeros Km Transportados (PKT, Mill.)	1.155	60.878	-98%
Coefficiente de Ocupación (%)	28,2	80,7	-65%
Cifras de Pasajeros (miles)	508	24.382	-98%
Ingreso Pasaje / AKO (céntimos de €)	5,85	6,13	-5%
Coste Combustible / AKO (ctmos. €)	1,79	1,81	-1%

Principales ratios

	2019r.	2020e.	2021e.
PER	8,39x	n.a.	10,71x
BPA (€/acc.)	0,86	-1,24	0,20
DPA (€/acc.)	0,32	0,00	0,00
Rent. Divid.	4,4%	0,0%	0,0%
DFN/EBITDA	0,93x	n.a.	2,81x
ROE	25,1%	n.a.	8,2%

Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

IAG realiza una ampliación de Capital de 2.750M€ que, con información preliminar, sería relativa este año y dilutiva en 2021 (nuestro escenario central). Importe muy elevado (4.000M€ de capitalización en el momento del anuncio) que será privado en su totalidad con el riesgo de que el descuento exigido por los inversores para acudir sea elevado. Además, resultados débiles, que incluyen un fuerte aumento del endeudamiento. Ello nos lleva a revisar nuestra recomendación a Neutral desde Comprar y Pº Objetivo a 2,0€/acc. desde 3,4€/acc. anterior (potencial +14%).

IAG anuncia una ampliación de capital por 2.750M€ (vs. 4.000M€ de capitalización bursátil en el momento del anuncio vs 3.516M€ actual) que deberá ser aprobada por los accionistas el próximo 8 de septiembre. El principal accionista, Qatar Airways (25,1% del capital), anuncia que acudirá a la ampliación. Los fondos irán destinados a sanear el balance y reducir endeudamiento (bien para solvencia). Se trataría solo de capital privado, y con este planteamiento descarta la entrada estatal, como ha sucedido con Lufthansa o KLM-AirFrance. Esto refuerza nuestra opinión de que el descuento exigido será elevado porque otras aerolíneas han requerido de ayudas públicas.

La Ampliación de Capital: tiene sentido desde el punto de vista estratégico y le permitirá mejorar la solvencia que se ha visto deteriorada por COVID-19. Como referencia, el apalancamiento del Grupo (deuda sobre Ebitda) ha aumentado hasta 4,2x desde 1,4x a diciembre 2019 y la DFN ha aumentado hasta 10.463M€ desde 7.508M€ en 1T20.

Sin detalles concretos sobre la ampliación, un cálculo preliminar de un análisis de escenarios nos lleva a estimar lo siguiente: en 2020, aplicando una Tasa de Descuento de 15%, 20% (descuento habitual en condiciones normales de mercado) y 50% (escenario COVID-19), el BPA post-ampliación se situaría en -0,63€, -0,61€ y -0,47€, niveles que comparan con -1,24€ estimado antes de la ampliación. **Otorgamos una elevada probabilidad a que el descuento exigido se sitúe en el rango alto por COVID-19 (>20%).** Con todo ello, **la operación en 2020 sería relativa para los accionistas.** Es así por el hipotético impacto positivo en coste de la deuda y porque las pérdidas serían repartidas entre un mayor número de acciones. Sin embargo, este mismo análisis **realizado en 2021**, derivaría en un BPA post-ampliación de 0,12€, 0,11€ y 0,09€ respectivamente, nivel que compara con 0,20€/acc. antes de la ampliación. Por lo tanto, **sería relutivo en 2020 y dilutivo en 2021.** Siendo lo más razonable analizar la operación en 2021 porque 2020 es un año perdido en términos de resultados.

Resultados 2T20: muy débiles, pero era lo esperado. La aerolíneas son uno de los sectores más afectados por COVID-19 e IAG es un buen ejemplo de ello. Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg). Ventas 703M€ vs 607M€; Ebitda -902M€; BNA -2.123M€ vs -1.327,6M€ estimado. Incurrir en extraordinarios que ascienden a 2.137M€, en parte por coberturas de combustible -1.269M€. El principal riesgo de cara a 2020 es el alza de los rebrotes, particularmente en España.

Compra de Air Europa: mantiene su interés en su adquisición por la generación de sinergias, si bien los obstáculos son ahora superiores que en noviembre cuando fue anunciada a un precio de 1.000M€. Confirma que renegociará las condiciones, particularmente en lo referente al precio y formas de pago.

¿Qué hacer en este contexto?

Con una información absolutamente preliminar, reducimos recomendación a Neutral. Nuestra anterior recomendación de Comprar tenía un enfoque oportunista, recalcábamos que implicaba asumir un riesgo elevado y se basaba en una rápida recuperación de la demanda embalsada y un nivel de caja elevado, superior a muchas de las compañías del sector, lo que le hacía resiliente ante un entorno de COVID-19. En este contexto, **reducimos recomendación a Neutral por:**

- Riesgo Ampliación de Capital.** Estimamos una Prima exigida a los accionistas elevada y operación dilutiva en 2021 (nuestro escenario central).
- Operación de M&A en escenario de COVID-19 (AirEuropa).**
- Riesgo de rebrotes,** particularmente en Europa.
- Resultados 2T20 débiles con fuerte deterioro de las cuentas y aumento de la deuda.** Todo ello nos lleva a adoptar una actitud más conservadora en la valoración. En coherencia, reducimos recomendación a Neutral desde Comprar y Pº Objetivo hasta 2,0€/acc. desde 3,4€/acc. anterior (potencial +14%). El 8 de septiembre conoceremos si será aprobada la operación y esperamos conocer más detalles sobre los términos y condiciones.

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 19/25
Importe neto de la cifra de negocio	24.258	25.506	12.025	17.114	19.766	21.795	23.987	26.149	0%
Gastos Personal	(4.352)	(5.634)	(5.292)	(4.787)	(5.428)	(6.099)	(6.724)	(7.343)	5%
Gasto Combustible	(5.283)	(6.021)	(2.646)	(3.765)	(4.349)	(4.795)	(5.277)	(5.753)	-1%
Resto Gastos	(9.691)	(9.127)	(4.329)	(5.990)	(6.918)	(7.628)	(8.395)	(8.629)	-1%
EBITDA	4.932	4.724	(241)	2.572	3.071	3.273	3.590	4.425	-1%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>20,3%</i>	<i>18,5%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,9%</i>	<i>-1%</i>
Amort. y prov.	(1.254)	(2.111)	(1.856)	(1.366)	(1.461)	(1.550)	(1.684)	(1.886)	-2%
Resultado de explotación	3.678	2.613	(2.097)	1.206	1.610	1.723	1.906	2.539	0%
Resultado financiero	(191)	(338)	(1.018)	(733)	(487)	(361)	(369)	(471)	6%
BAI	3.487	2.275	(3.116)	473	1.123	1.362	1.537	2.068	-2%
Impuestos	(590)	(560)	654	(80)	(226)	(274)	(310)	(417)	-5%
RESULTADO NETO	2.897	1.715	(2.461)	393	897	1.087	1.227	1.651	-1%
Beneficio por Acción	1,45	0,86	(1,24)	0,20	0,45	0,55	0,62	0,83	-1%

Resumen Balance de Situación

	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI (*) 19/25
TOTAL ACTIVO	28.034	35.661	30.567	31.889	33.598	34.919	36.626	39.148	2%
ACTIVO NO CORRIENTE	17.941	24.334	18.308	19.718	21.040	22.334	24.708	27.722	2%
Activo Material	12.437	19.168	14.580	15.781	16.692	17.757	19.671	22.231	3%
Activo Inmaterial	3.198	3.442	3.006	2.909	3.163	3.269	3.598	3.922	2%
Otros activos no corrientes	2.306	1.724	722	1.027	1.186	1.308	1.439	1.569	-2%
ACTIVO CORRIENTE	10.093	11.327	12.259	12.172	12.557	12.585	11.918	11.426	0%
Existencias	509	565	266	379	438	483	531	579	0%
Deudores comerciales	1.597	2.255	1.804	1.711	1.581	1.526	1.679	1.830	-3%
Otros activos corrientes	1.713	1.824	1.834	1.276	1.008	698	733	783	-13%
Efectivo + Activos Remunerados C/P	6.274	6.683	8.355	8.806	9.530	9.878	8.975	8.233	4%
PATRIMONIO NETO	6.720	6.829	4.368	4.760	5.657	6.744	7.333	8.346	3%
PASIVO NO CORRIENTE	3.631	3.673	1.875	2.669	3.083	3.399	3.741	4.078	2%
Provisiones L/P	2.268	2.416	1.203	1.711	1.977	2.180	2.399	2.615	1%
Resto pasivo L/P	1.363	1.257	673	958	1.106	1.220	1.342	1.463	3%
PASIVO CORRIENTE	10.174	10.905	7.091	10.092	8.499	9.372	9.548	10.409	-1%
Acreedores Comerciales	3.959	4.344	3.608	5.134	2.965	3.269	3.598	3.922	-2%
Ingresos diferidos por venta de billetes	4.835	5.486	2.766	3.936	4.546	5.013	4.797	5.230	-1%
Provisiones C/P	559	631	287	409	472	521	573	625	0%
Resto pasivo C/P	821	444	430	613	516	569	580	632	6%
Deuda Financiera	7.509	14.254	17.233	14.368	16.359	15.403	16.004	16.314	2%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	28.034	35.661	30.567	31.889	33.598	34.919	36.626	39.148	2%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Análisis y Mercados

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Noplat (Ebit *(1-T))	(1.657)	1.410	1.934	2.070	2.290	3.051
(+) Amortizaciones	1.856	1.366	1.461	1.550	1.684	1.886
(-) Inversiones	(2.646)	(2.567)	(2.372)	(2.615)	(3.598)	(4.445)
(+/-) Variación fondo de maniobra	13	1.506	(2.098)	315	127	125
Flujo de Caja Libre	(2.433)	1.715	(1.074)	1.320	503	616
Valor Residual						8.291
Valor Presente del Flujo	(2.433)	1.715	(1.074)	1.320	503	8.907

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **2,0€/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 +14%.

Hipótesis de Valoración

WACC	8,5%
Coste del Equity	20,0%
Tasa Libre de Riesgo	2,0%
Beta	1,2
Prima de Riesgo	15,0%
Coste de Deuda	3,0%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa

	14.476
Deuda Financiera Neta	10.463
Minoritarios en Balance	6
Valor Acciones	4.007
Nº Acciones	1.986
Valor Acción	2,0
Cotización	1,77
Potencial	14%

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)	8,2%	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6
	8,3%	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
	8,4%	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
	8,5%	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
	8,6%	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2
	8,7%	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
	8,8%	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

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

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

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