

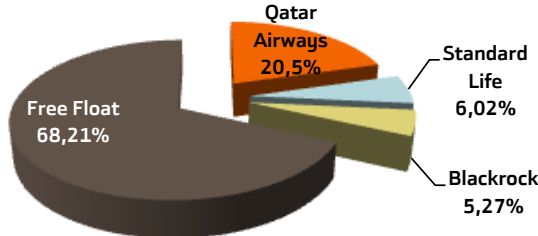
Sector: Aerolíneas

**El control de costes vuelve a ser la clave.**

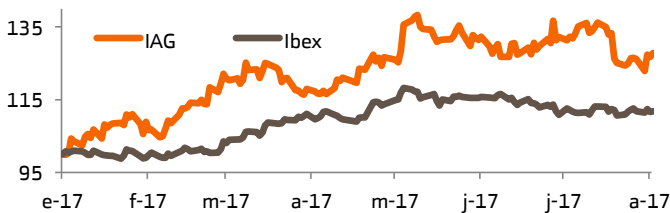
**Datos Básicos**

Capitalización (M €): 13.994 M€  
 Último: 6,72 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 2.083 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 7,315/3,95€/acc.,  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ICAG.MC/ IAG.SM

**Accionariado**



**Evolución bursátil vs IBEX (base 100)**



Resultados 1S'17 (M€)	1S2016	1S2017	%
Ingresos	10.786	10.888	0,9%
Costes Operativos	-9.002	-8.941	-0,7%
Personal	-2.416	-2.447	1,3%
Combustible	-2.437	-2.236	-8,2%
Otros (handling, catering, ect.)	-4.149	-4.258	2,6%
EBITDAR	1.784	1.947	9,1%
EBITDA	1.447	1.501	3,7%
EBIT	789	898	13,8%
Margen Ebit	7%	8%	
BAI	688	706	2,6%
BNA	544	567	4,2%
AKO (millones)	142.915	147.210	3,0%
Load factor (%)	80,0%	80,9%	+0,9 ptos.
PKT (millones)	114.295	119.093	4,2%
Ingr. Unit. pasaje (Ingresos/ AKO)	0,06675 €	0,06712 €	0,6%
Yield (Ingr. pasaje/PKT)	0,08346 €	0,08126 €	-2,6%
Coste Unitario Total (Costes/AKO)	0,06995 €	0,06599 €	-5,7%
Coste Unitario (ex combustible)	0,05290 €	0,05111 €	-3,4%

**Principales ratios**

	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e
BPA	0,92	0,91	0,97	0,99	1,02
DPA	0,235	0,254	0,271	0,279	0,287
Rent. Divid.	4,58%	3,77%	4,03%	4,15%	4,27%
PER	6,9 x	7,0 x	6,5 x	6,4 x	6,2 x
ROE	34%	27%	24%	21%	19%
DFN (aj. renting)	-8.159	-6.503	-6.456	-5.673	-5.144
DFN aj./EBITDAR	1,8 x	1,7 x	1,6 x	1,4 x	1,2 x
EV/Ebitda	4,3 x	3,7 x	3,5 x	3,1 x	2,8 x

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

**IAG**

Precio Objetivo: 7,7 €  
 Recomendación: Comprar

El segundo trimestre marca un cambio de tendencia. Supera previsiones en Ebit y se convierte, con holgada diferencia, en el mejor 2T de IAG. El impacto positivo de la Semana Santa, y el menor coste del combustible son los principales catalizadores. En el lado contrario, la disrupción del servicio de BA ha generado una pérdida de 65M€ pero con reducido impacto sobre las nuevas reservas. Así, los resultados del primer semestre recogen una mejora del Ebit con extraordinarios de +14% a/a y sin extraordinarios de +34%./a. La clave está en el control de costes. Los ingresos se recuperan del retroceso de comienzo de año y avanzan casi +1%; amplían márgenes (Margen Ebit 8% vs. 7% 1S'16) y mejoran previsiones para el conjunto del año: incremento de Ebit de doble dígito. Por todo ello, revisamos nuestro Precio Objetivo desde 7,2€/acc hasta 7,7€/acc. (potencial +14%) y mejoramos nuestra recomendación desde Vender hasta Comprar.

**La primera mitad del año muestra un cambio de rumbo...**

Los buenos resultados del 2T compensan un arranque de año que fue flojo. Se trata del mejor 2º trimestre de la historia de la Compañía en términos de Ebit 2T'17 (747M€) y supera al Ebit de todo el año 2013 (526M€). En el trimestre estanco los ingresos crecen +4,3% hasta 5.954M€, favorecidos por las buenas cifras de la Semana Santa. El BNA asciende a 540M€ (+48%) gracias, en parte, al ahorro en combustible después de coberturas, pero perjudicado por las pérdidas de 65M€ generadas por la caída del servicio de British Airways el último fin de semana de mayo. El impacto de este incidente en las reservas posteriores fue muy limitado (según datos IAG), por tanto, no debería afectar en el 2S'17.

Estas cifras explican la mejora de las cuentas del 1S'17: Ingresos 10.888M (+0,9% a/a); Ebitdar 2.024M€ (+13%); Ebit con partidas excepcionales 898M€ (+14%); Ebit sin excepcionales 975M€ (+3,7%); BNA con extraordinarios 567M€ (+4%) y BNA (sin extraordinarios) 629M€ (+28%).

Principales Indicadores Operativos 1ST 2017: Asientos por Km Ofertados (AKO) 147.210M (+3,0 %), Coeficiente de Ocupación 80,9% vs. 80% en 1S'16; Ingreso por asiento ofertado (Ingreso/AKO) 0,065€ (+2,6% a/a); Coste total/AKO 0,0673€ (-4,5%) y Coste Unitario excluido el combustible/AKO 0,0521€ (+2,1% a/a).

**...y explica la mejora de guidance de la Compañía:**

En contexto actual (precio del combustible y tipos de cambio estables), IAG estima un aumento de Ebit de doble dígito (+10% aproximadamente) cuando antes sólo esperaba que mejorase y los ingresos unitarios de pasaje (ingresos de pasaje/AKO) se incrementen respecto al año anterior en el segundo semestre.

La Deuda Neta Financiera (ajustada al renting) se redujo desde diciembre -16% hasta 7.024M€ y el ratio DFN ajustada/EBITDAR mejora hasta 1,5x desde 1,8x en diciembre.

En definitiva, **los resultados son buenos** y los indicadores operativos confirman un cambio de tendencia. **La clave es el control de coste y eficiencia.** Así, los ingresos unitarios del pasaje crece (+0,6%) y los costes unitarios desciende significativamente (-5,7%). Incluso, excluyendo el efecto positivo del ahorro en combustible, el coste unitario cae (-3,4%). Esto se traduce en **mejora de márgenes.** Por tanto, se mitiga uno de los riesgos que identificamos tras los resultados del 1T. El otro riesgo que nos preocupaba, era el coste reputacional por el incidente de BA, aspecto que también parece haber quedado diluido.

En consecuencia, **revisamos al alza nuestras previsiones.** Así, la Tasa Anual Media de Incremento (TAMI 2016/2021) de los de Ingresos pasa a +3,1% desde +1,9% en nuestra anterior estimación, para el Ebit +3,6% vs. +2,7% anterior y para BNA +3,0% vs. +2,0% anterior) y mejoramos nuestro **Precio Objetivo desde 7,2€/acc. hasta 7,7€/acc. con suficiente potencial (+14%) para cambiar la recomendación hasta Comprar desde Vender.**

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

Ana de Castro (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Eva del Barrio

Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

Jesús Amador

Ramón Carrasco

Belén San José Aránzazu Bueno

Joao Pisco

Susana André (Mktg. & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.

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

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

Avda. Bruselas 14

28108 Alcobendas, Madrid

PYG Resumida (M€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 16/21*
<b>Total Ingresos</b>	<b>20.170</b>	<b>22.858</b>	<b>22.567</b>	<b>22.931</b>	<b>23.676</b>	<b>24.458</b>	<b>25.314</b>	<b>26.326</b>	3,1%
Costes	-17.473	-18.574	-18.037	-18.307	-18.861	-19.470	-20.140	-20.935	
<b>EBITDAR</b>	<b>2.697</b>	<b>4.284</b>	<b>4.530</b>	<b>4.624</b>	<b>4.815</b>	<b>4.988</b>	<b>5.174</b>	<b>5.391</b>	3,5%
Margen Ebitdar	13,4%	18,7%	20,1%	20,2%	20,3%	20,4%	20,4%	20,5%	
<b>EBITDA</b>	<b>2.146</b>	<b>3.625</b>	<b>3.771</b>	<b>3.900</b>	<b>4.038</b>	<b>4.158</b>	<b>4.292</b>	<b>4.456</b>	3,4%
Margen Ebitda	10,6%	15,9%	16,7%	17,0%	17,1%	17,0%	17,0%	16,9%	
<b>EBIT</b>	<b>1.029</b>	<b>2.318</b>	<b>2.484</b>	<b>2.733</b>	<b>2.802</b>	<b>2.834</b>	<b>2.882</b>	<b>2.960</b>	3,6%
Margen Ebit	5,1%	10,1%	11,0%	11,9%	11,8%	11,6%	11,4%	11,2%	
<b>BAI</b>	<b>828</b>	<b>1.801</b>	<b>2.362</b>	<b>2.465</b>	<b>2.545</b>	<b>2.617</b>	<b>2.694</b>	<b>2.803</b>	3,5%
Margen BAI	4,1%	7,9%	10,5%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	
<b>BNA</b>	<b>982</b>	<b>1.495</b>	<b>1.931</b>	<b>1.905</b>	<b>2.034</b>	<b>2.093</b>	<b>2.154</b>	<b>2.243</b>	3,0%
BPA	0,484	0,737	0,918	0,905	0,967	0,995	1,024	1,066	
<b>DPA</b>	<b>0,0</b>	<b>0,205</b>	<b>0,235</b>	<b>0,254</b>	<b>0,271</b>	<b>0,279</b>	<b>0,287</b>	<b>0,299</b>	4,9%
Var. a/a			15%	8%	7%	3%	3%	4%	

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

(\*) TAMI (Tasa Anual Media de Incremento)

Balance Resumido (M€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Inmovilizado</b>	<b>16.225</b>	<b>19.147</b>	<b>17.588</b>	<b>18.121</b>	<b>19.066</b>	<b>19.995</b>	<b>20.917</b>	<b>21.846</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>2.483</b>	<b>3.233</b>	<b>3.357</b>	<b>3.326</b>	<b>3.378</b>	<b>3.433</b>	<b>3.494</b>	<b>3.566</b>
Tesorería	4.944	5.856	6.428	6.151	6.348	6.562	6.795	7.069
<b>TOTAL ACTIVO / PASIVO</b>	<b>23.652</b>	<b>28.236</b>	<b>27.373</b>	<b>27.598</b>	<b>28.792</b>	<b>29.990</b>	<b>31.206</b>	<b>32.481</b>
<b>Patrimonio Neto Total</b>	<b>3.793</b>	<b>5.534</b>	<b>5.664</b>	<b>7.035</b>	<b>8.500</b>	<b>10.006</b>	<b>11.558</b>	<b>13.172</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>8.584</b>	<b>9.629</b>	<b>7.639</b>	<b>8.375</b>	<b>8.273</b>	<b>8.845</b>	<b>9.109</b>	<b>9.426</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>6.617</b>	<b>8.630</b>	<b>8.515</b>	<b>6.713</b>	<b>6.423</b>	<b>5.421</b>	<b>4.696</b>	<b>3.909</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>4.658</b>	<b>4.443</b>	<b>5.555</b>	<b>5.474</b>	<b>5.596</b>	<b>5.718</b>	<b>5.843</b>	<b>5.973</b>

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC							Indicadores Operativos			
	2017	2018	2019	2020	2021	VR	2016r	2017e	2018e	
<b>BNA</b>	1.905	2.034	2.093	2.154	2.243	29.968	AKO(Asientos-Km ofertados)*	298.431	307.384	317.374
(+)Amortización	1.167	1.236	1.323	1.410	1.496		PKT(Pasajeros-Km transport.)*	243.520	249.212	257.311
<b>CFN</b>	<b>3.071</b>	<b>3.270</b>	<b>3.416</b>	<b>3.564</b>	<b>3.739</b>		Coefficiente de ocupación (%)	81,6%	81,1%	81,1%
(+)Financieros (1-T)	217	207	175	152	126		Ingreso Unit. (Ingresos/ AKT)	0,0668 €	0,0665 €	0,0667 €
(-)Inversiones	-1.700	-2.181	-2.253	-2.332	-2.425		Yield (Ingresos/PKT)	0,0818 €	0,0821 €	0,0823 €
+/- Var. F. M.	301	13	13	16	24		Coste Unit. (Costes/AKOs)	0,0673 €	0,0657 €	0,0658 €
<b>CFLO</b>	<b>1.889</b>	<b>1.310</b>	<b>1.352</b>	<b>1.400</b>	<b>1.464</b>		Coste Unit. (ex combustible)	0,0511 €	0,0509 €	0,0510 €

Fuente: Análisis Bankinter.

\* Millones

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCL							Valor más probable	
Rp	WACC	g					Crecimiento sostenible estimado (g)	0,75%
		0,55%	0,65%	0,75%	0,85%	0,95%		
7,0%	6,3%	5,9 €	6,1 €	6,3 €	6,4 €	6,6 €	Coste de capital (Ke)	8,3%
6,5%	6,1%	6,3 €	6,5 €	6,7 €	6,9 €	7,1 €	Coste de la deuda (Kd)	4,0%
6,0%	5,9%	6,8 €	7,0 €	7,2 €	7,4 €	7,6 €	Prima de riesgo (Rp)	5,5%
<b>5,5%</b>	<b>5,7%</b>	7,2 €	7,5 €	7,7 €	7,9 €	8,2 €	Tasa libre de riesgo (RFR)*	2,8%
5,0%	5,5%	7,8 €	8,0 €	8,2 €	8,5 €	8,8 €	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	5,67%
4,5%	5,3%	8,3 €	8,6 €	8,9 €	9,1 €	9,4 €	Beta (5 años)	1,006
4,0%	5,1%	8,9 €	9,2 €	9,5 €	9,8 €	10,2 €	<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>7,7</b>
							Cotización (€/acc.)	<b>6,72</b>
							<b>Potencial de revalorización</b>	<b>14%</b>

Fuente: Análisis Bankinter.

(\*) Media de la TIR del bono de EEUU, España, Reino Unido y resto del mundo ponderada por la exposición en cada área.

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

Ramón Forcada

Rafael Alonso

Aránzazu Bueno

Eva del Barrio

Jesús Amador

Esther Gutiérrez de la Torre

Joao Pisco

Avda. Bruselas 14

Belén San José

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

Susana André (Mktg. & Support)

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

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

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 2)

<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.