

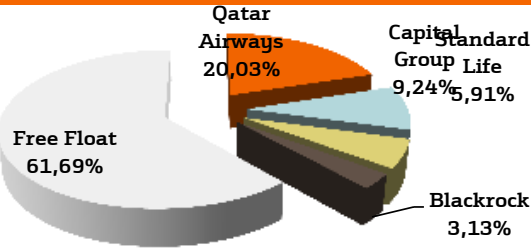
Sector: Aerolíneas

Pérdida de impulso en el 1T'17.

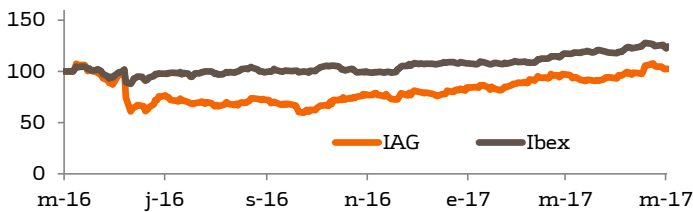
Datos Básicos

Capitalización (M €): 14.533 M€
 Último: 6,91 €/acc.
 N° Acciones (M.): 2.102 M acc.
 Max / Min (52 sem): 7,351/3,95€/acc.,
 Cód. Reuters / Bloomberg: ICAG.MC/ IAG.SM

Accionariado



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Evolución Bursátil

	2014	2015	2016	2017
AIR FRANCE-KLM	5%	-12%	-26%	80%
LUFTHANSA	-11%	6%	-16%	33%
EASYJET PLC	9%	4%	-42%	25%
RYANAIR	57%	49%	-3%	16%
AMERICAN AIRLINES	113%	-20%	10%	-4%
UNITED AIRLINES	77%	-14%	27%	4%
CATHAY AIRLINES	3%	-21%	-24%	11%
IAG	28%	34%	-38%	35%

PER

	2015r	2016r	2017e	2018e
AIR FRANCE-KLM	28,1 x	3,1 x	6,4 x	5,7 x
LUFTHANSA	4,0 x	3,2 x	7,1 x	7,4 x
EASYJET PLC	12,8 x	9,3 x	21,0 x	17,8 x
RYANAIR	17,8 x	12,2 x	17,6 x	15,7 x
AAL US Equity	4,6 x	8,2 x	9,4 x	8,8 x
UNITED AIRLINES	4,8 x	8,5 x	10,8 x	9,7 x
CATHAY AIRLINES	8,8 x	n.a.	n.a.	7,8 x
IAG	11,2 x	6,9 x	6,9 x	6,6 x

Principales ratios

	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e
BPA	0,92	0,92	0,95	0,97	0,99
DPA	0,235	0,236	0,244	0,248	0,253
Rent. Divid.	4,58%	3,41%	3,53%	3,59%	3,67%
PER	6,9 x	6,9 x	6,6 x	6,5 x	6,4 x
ROE	34%	27%	23%	20%	18%
DFN (aj. renting)	-8.159	-6.274	-5.971	-4.906	-4.108
DFN aj./EBITDAR	1,8 x	1,6 x	1,5 x	1,2 x	1,0 x
EV/Ebitda	3,3 x	3,6 x	3,6 x	3,9 x	4,1 x

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

IAG

Precio Objetivo: 7,3 €
 Recomendación: Vender

Los resultados del 1T'17 transmiten un comienzo de año poco lucido. Aparentemente distorsionados por el efecto calendario de la Semana Santa, por tanto, debería compensarse en el 2T'17. Por otra parte, apreciamos un incipiente riesgo de estrechamiento de márgenes aunque podría corregirse con el lanzamiento de Level (low-cost de largo radio) a partir del 3T'17. Destaca positivamente la nueva reducción del apalancamiento. Ajustamos el Precio Objetivo desde 7,1€/acc. hasta 7,3€/acc con un limitado potencial (+5%) que nos invita a pasar la recomendación desde Comprar hasta Vender. El valor acumula una revalorización de +35% este año.

VALORACIÓN: Según nuestras estimaciones para el conjunto del año, los ingresos estarán en línea con los de 2016 y los márgenes se ampliarán en torno a +100 p.b. Mantenemos nuestras previsiones porque durante los próximos trimestres los ingresos deberían mostrar una ligera recuperación (S. Santa en abril + Level). En marzo, se llevó a cabo el lanzamiento de LEVEL (marca de bajo coste de largo radio) que comenzará a volar en junio (desde Barcelona a Los Angeles, San Francisco, Punta Cana y Buenos Aires) y su impacto se recogerá en el 2S'17. Será determinante la capacidad para gestionar eficientemente tanto los costes como las sinergias de flotas entre las aerolíneas del grupo para frenar el estrechamiento de márgenes observado en el arranque de año. Hemos ajustado la tasa libre de riesgo (calculada con la media pondera del T-Note, Bono Español a 10 años y *Gilt*). El nuevo Precio Objetivo 7,3€ (vs. 7,1€ anterior) apenas ofrece potencial (+5%). Tras la fuerte revalorización (+35% *ytd.*), la acción ha alcanzado nuestra valoración y está en precio. Por ello bajamos la recomendación desde Comprar hasta Vender.

RESULTADOS 1T'17: Los ingresos retrocedieron -2,8% (hasta 4.934M€) principalmente por el efecto calendario de las fechas de la Semana Santa. Por el lado de los costes se redujeron prácticamente en la misma proporción (-2,9%) gracias el ahorro en combustible. Así, el Ebitda acusa un descenso casi en la misma línea (-2,5%, hasta 676M€). Los gastos de arrendamiento de flota aumentaron +19% (hasta 223M€), parcialmente compensados por las menores amortizaciones en el periodo (-11%). Con ello, el Ebitda y el Ebit empeoran -10% (hasta 453M€ y 151M€ respectivamente). Apreciamos una incipiente presión sobre márgenes. El Mg. Ebitdar se mantiene en 13,7%. Sin embargo, el Mg. Ebitda se estrecha hasta 9% desde 10% en 1T'16 y 17% en dic.16; y el Mg. Ebit pierde dos décimas acercándose a 3% y cuando venía de 11% a cierre de 2016. La parte baja de la cuenta de resultados está afectada por el incremento de los gastos no operativos (+164%) hasta 116M€ durante el trimestre. En concreto, corresponden a la variación de tipos de cambio (-32M€ por la conversión de los beneficios de libras a euros), a la reevaluación de derivados no clasificados como de cobertura (impacto puramente contable) y a una partida de gastos extraordinarios (-19M€) relacionada con el plan de transformación de British Airways.

Los indicadores operativos muestran cierta pérdida de impulso: los ingresos unitarios ceden -7% y los costes totales unitarios -6% (ayudado por la caída del precio del queroseno). Dicho esto, hay que tener en cuenta que el 1T es tradicionalmente débil por la estacionalidad del negocio y, además, se suma el efecto calendario (negativo) por la Semana Santa (abril 2017), que se debería compensar en el 2T'17.

Destacamos positivamente la Deuda Financiera Neta (ajustada al *renting*). Desciende -13% desde dic.16 hasta 7.098M€ y supone una reducción del apalancamiento (DFN ajustada/Ebitdar) al mejorar hasta 1,6x desde 1,8x en dic.16. (calculado con Ebitdar 12 meses: 4.513M€). Con ello, los costes financieros netos disminuyen (-17M€), amortiguando el deterioro del beneficio antes de impuestos (-72% hasta 35M€) y del BNA (-74%; hasta 27M€).

En cuanto al *guidance* para 2017, IAG no especifica cifras limitándose al mensaje de perspectivas de mejora (Ebit) si se mantienen los niveles actuales del precio del combustible. Para el 2T'17, espera un incremento de los ingresos unitarios de pasaje. Objetivo que nos parece razonable porque computará las vacaciones de Semana Santa.

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 Ana Achau (Asesoramiento)

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

Jesús Amador Ramón Carrasco Belén San José Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg. & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 1 de 2)

Avda. Bruselas 12

<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€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 16/21*
Total Ingresos	20.170	22.858	22.567	22.653	23.135	23.597	24.128	24.792	1,9%
Coste Ventas	-17.473	-18.574	-18.037	-18.025	-18.347	-18.714	-19.135	-19.662	
EBITDAR	2.697	4.284	4.530	4.628	4.787	4.883	4.993	5.130	2,5%
Margen Ebitdar	13,4%	18,7%	20,1%	20,4%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	
EBITDA	2.146	3.625	3.771	3.927	4.046	4.103	4.176	4.276	2,5%
Margen Ebitda	10,6%	15,9%	16,7%	17,3%	17,5%	17,4%	17,3%	17,2%	
EBIT	1.029	2.318	2.484	2.744	2.805	2.795	2.802	2.839	2,7%
Margen Ebit	5,1%	10,1%	11,0%	12,1%	12,1%	11,8%	11,6%	11,5%	
BAI	828	1.801	2.362	2.449	2.532	2.578	2.629	2.712	2,8%
Margen BAI	4,1%	7,9%	10,5%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	
BNA	982	1.495	1.931	1.938	2.005	2.042	2.082	2.148	2,2%
BPA	0,484	0,737	0,918	0,921	0,953	0,971	0,990	1,021	
DPA	0,0	0,205	0,235	0,236	0,244	0,248	0,253	0,261	2,2%
Var. a/a			15%	0%	3%	2%	2%	3%	

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

(*) TAMI (Tasa Anual Media de Incremento)

Balance Resumido (M€)	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado	16.225	19.147	17.588	18.106	18.830	19.526	20.202	20.871
Activo Corriente	2.483	3.233	3.357	3.286	3.324	3.361	3.403	3.455
Tesorería	4.944	5.856	6.428	6.053	6.170	6.301	6.449	6.631
TOTAL ACTIVO / PASIVO	23.652	28.236	27.373	27.444	28.324	29.188	30.054	30.957
Patrimonio Neto Total	3.793	5.534	5.664	7.106	8.597	10.116	11.666	13.264
Pasivo Corriente	8.584	9.629	7.639	8.310	8.122	8.626	8.810	9.041
Deuda Financiera	6.617	8.630	8.515	6.570	6.057	4.809	3.854	2.835
Pasivo No Corriente	4.658	4.443	5.555	5.458	5.548	5.636	5.725	5.817

Fuente: Análisis Bankinter y propia compañía.

Valoración DFC						Indicadores Operativos				
	2017	2018	2019	2020	2021	VR	2016r	2017e	2018e	
BNA	1.938	2.005	2.042	2.082	2.148	28.939	AKO(Asientos-Km ofertados)*	298.431	301.415	305.937
(+)Amortización	1.182	1.241	1.309	1.374	1.437		PKT(Pasajeros-Km transport.)*	243.520	244.448	249.644
CFN	3.120	3.246	3.350	3.456	3.586		Coefficiente de ocupación (%)	81,6%	81,1%	81,6%
(+)Financieros (1-T)	237	218	173	139	102		Ingreso Unit. (Ingresos/ AKT)	0,0668 €	0,0670 €	0,0676 €
(-)Inversiones	-1.700	-1.965	-2.005	-2.050	-2.106		Yield (Ingresos/PKT)	0,0818 €	0,0827 €	0,0828 €
+/- Var. F. M.	304	11	16	21	30		Coste Unit. (Costes/AKOs)	0,0673 €	0,0661 €	0,0665 €
CFLO	1.961	1.509	1.535	1.565	1.611		Coste Unit. (ex combustible)	0,0511 €	0,0501 €	0,0505 €

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%		
9,5%	6,9%	5,8 €	6,0 €	6,1 €	6,3 €	6,4 €	Coste de capital (Ke)	9,3%
9,0%	6,7%	6,2 €	6,3 €	6,5 €	6,7 €	6,8 €	Coste de la deuda (Kd)	4,5%
8,5%	6,5%	6,5 €	6,7 €	6,9 €	7,0 €	7,2 €	Prima de riesgo (Rp)	8,0%
8,0%	6,4%	6,9 €	7,1 €	7,3 €	7,5 €	7,7 €	Tasa libre de riesgo (RFR)	1,9%
7,5%	6,2%	7,3 €	7,5 €	7,7 €	7,9 €	8,1 €	Weighted Average Cost of Capital (WACC)	6,36%
7,0%	6,0%	7,7 €	7,9 €	8,2 €	8,4 €	8,6 €	Beta (5 años)	0,93
6,5%	5,8%	8,2 €	8,4 €	8,7 €	8,9 €	9,2 €	Precio objetivo (€/acc.)	7,3
							Cotización (€/acc.)	6,91
							Potencial de revalorización	5%

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 Aránzazu Bueno

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

Eva del Barrio Jesús Amador Esther Gutiérrez de la Torre Joao Pisco

Avda. Bruselas 12

Belén San José Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Susana André (Mktg. & Support) 28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Pág. 2 de 2)

<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.