eDreams: multiplicadores atractivos y *momentum* para el turismo

Resumen y opinión.-

En nuestra opinión, eDreams es una oportunidad de inversión por tres motivos: (i) Cotiza a múltiplos sensiblemente más baratos (más de la mitad) que sus compañías comparables. Identificamos un rango de cotización aplicando múltiplos – que consideramos razonables - ligeramente superiores a los actuales pero mucho más bajos que los del sector y ofrecen un generoso potencial. Situamos nuestro rango de Precio Objetivo en 3,3/4,2€/acc. (potencial +13%/47%). (ii) El "momentum" para el turismo juega a favor de las compañías del sector, lo que podría inclinar la cotización hacia la parte alta del rango estimado. (iii) Posible objetivo de compra en operaciones corporativas en un sector en proceso de concentración.

1.- eDreams: ganando atractivo por precio.-

eDreams-Odigeo es una **agencia de viajes *on line*** (ofrece vuelos, hoteles, paquetes vacacionales, billetes, tren y alquiler de coches…) que opera bajo las marcas eDreams, Go Voyages, Opodo, Travellink y Liligo. **Creemos que presenta una oportunidad de inversión, más táctica que estratégica, ya que sus múltiplos son significativamente más bajos que el sector.** Como muestra el *Cuadro 1* cotiza a 6x Ebitda mientras que el sector lo hace a doble dígito (EV/Ebitda´16e. de 17,5x). Si nos fijamos en el PER el diferencial es considerablemente más amplio (PER´16e. de eDreams es 12x vs. 30,2x la mediana del sector).

Cuadro 1: Múltiplos de compañías comparables.

	Mkt Cap (EUR)	EV	Ingresos (último año)	Mkt. Cap. /Ingresos	PER e. FY´16 o año fiscal 17 (mar´17)	PER e. FY´17 o año fiscal 18 (mar´18)	EV/EBITDA e. FY´16 o año fiscal 17 (mar´17)	EV/EBITDA e. FY´17 o año fiscal 18 (mar´18)	P/FCF
EDREAMS ODIGEO	303	624	485	0,6x	12x	10x	6x	6x	16x
TRIPADVISOR	8.229	7.507	1.345	6,1x	40x	30x	21x	17x	26x
LASTMINUTE	192	123	250	0,8x	20x	13x	4x	4x	n/a
WEBJET	807	766	100	8,1x	30x	25x	19x	16x	22x
EXPEDIA	16.148	17.873	6.015	2,7x	24x	18x	12x	10x	28x
PRICELINE	64.718	67.322	8.315	7,8x	22x	18x	18x	15x	22x
CTRIP.COM	20.918	23.512	1.563	13,4x	156x	43x	n/a	48x	n/a
MAKEMYTRIP	812	798	304	2,7x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
OPEN DOOR	267	246	19	14,3x	42x	31x	n/a	n/a	55x
QUNAR CAYMAN	3.785	3.421	598	6,3x	n/a	73x	n/a	94x	n/a
Media	**12.875**	**13.508**	**2.057**	**6,9x**	**47,7x**	**31,4x**	**14,9x**	**12,3x**	**24,4x**
Mediana	**3.785**	**3.421**	**598,4x**	**6,3x**	**30,2x**	**27,8x**	**17,5x**	**15,0x**	**24,0x**

Por tanto, **identificamos una oportunidad por precio**: sus multiplicadores son muy inferiores a los del sector. El menor tamaño de la compañía justifica cierto descuento (¿-20%?), pero no el actual: -60% en PER´16e. (12x vs. 32,2x mediana sector) y -66% en EV/Ebitda´16e. (6x vs. 17,5x mediana sector). Entendemos que un rango de cotización EV/Ebitda razonable podría situarse entre 8x/9x, todavía lejos de sector (17,5x). A estos niveles el valor debería cotizar entre 4,7/5,7€/acc. (según cotización de cierre del 17/10/2016) con un potencial de revalorización que oscilaría entre 63%/97%. No obstante, desde un enfoque más conservador, aplicamos un multiplicador (EV/Ebitda) entre 6,5x/7,5x, obteniendo un **rango de Precio Objetivo entre 3,3/4,2€/acc.** (ver *Cuadro 4* de este informe), con un **potencial en la horquilla +13%/+47%**. Este rango de precio equivale a aceptar un PER implícito entre 14x y 18x.

Por otra parte, eDreams ha ido reduciendo su elevado **apalancamiento**. La Deuda financiera neta representa 0,9x sus fondos propios (mar.´16). El ratio Deuda Neta/Ebitda se situó en 3,4x (mar.´16) y debería encaminarse hacia 3,1x este ejercicio fiscal. Supone una notable mejora desde 3,9x en 2014, año desde su salida a bolsa.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ana de Castro. http://broker.bankinter.com/
Ramón Forcada Rafael Alonso Jesús Amador Esther G. de la Torre
Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)
Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas
(Madrid)

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&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.

Rango de Precio Objetivo estimado:

- La Deuda Financiera Neta es 321M€ con una posición de Caja (al cierre el ejercicio fiscal 2016) de 123M€.
- Ebitda´17 (estimado): 102M€
- EV/Ebitda'17 (estimado): 7x
- EV (estimado): 719M€
- PER (implícito): 16x
- Rango estimado Precio objetivo (17/10/2016): 3,3€/acc. y 4,2$/acc.

Cuadro 2: Múltiplos actuales de cotización con Ebitda y BNA (2017 e. y 2018 e.)

	2016	2017e	2018e
Año fiscal	*mar-16*	*mar-17*	*mar-18*
Ebitda	96M€	102M€	108M€
y/y (%)	*6%*	*6%*	*11%*
BPA	0,18	0,24	0,29
y/y (%)	*39%*	*33%*	*21%*
PER	16x	11,4x	9x
FFPP (mar´16)	374M€		
D.F. (mar´16)	453M€		
Caja (mar´16)	132M€		
DFN (mar´16)	321M€		
DFN/Ebitda	3,4x		
DFN/FFPP	0,9x		
EV	619M€		
EV/Ebitda	6,5x		

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Cuadro 3: Precio Objetivo estimado, aceptando EV/Ebitda 7x vs. 12,3x media del sector.

acc.#; M	104,88
Free float	51,2%
Cotización (última)	2,890 €
Mkt. Cap.	303M€
Beta	0,98

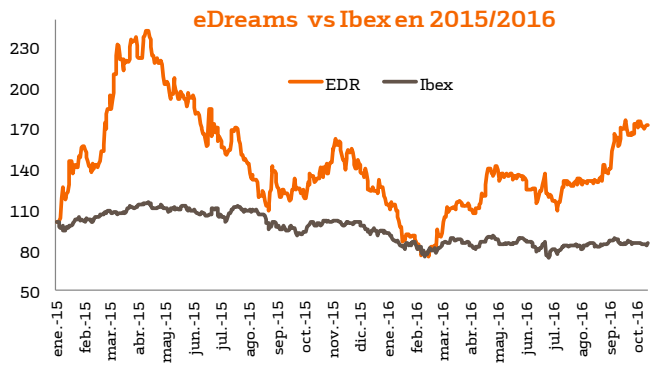
EV/Ebitda 2017 e	**7,0x**
EV estimado	717M€
Valor Equity 2017 e	393M€
Pr. Acc.	3,7 €/acc.
Potencial	30%
PER implícito	16x

Fuente: Análisis Bankinter.

2.- Momentum de negocio bueno.-

La **evolución bursátil** desde comienzo de año ha sido muy favorable (+52% ytd.), apoyada, en parte, por el *momentum* del turismo. Pensamos que seguirá siendo un viento de cola para el sector durante los próximos meses. El gráfico adjunto muestra como el *gap* con el Ibex se ha ido ampliando desde marzo´16, pero todavía con recorrido hasta el nivel de abril´15.

Como expusimos en nuestro informe de Estrategia Trimestral 4T, a pesar del *Brexit*, el flujo de turistas extranjeros sigue aumentando. Así, lo recogen las últimas estadísticas de Aena. El tráfico de pasajeros creció en el mes de septiembre +10,3% (a/a) y en términos acumulados de los 9 primeros meses del año, el número de pasajeros asciende a 178,6M (+10,8% a/a).



Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ana de Castro. http://broker.bankinter.com/
Ramón Forcada Rafael Alonso Jesús Amador Esther G. de la Torre
Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)
Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas
(Madrid)

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&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.

La inestabilidad económica y política de algunos destinos turísticos (Grecia, Egipto, Túnez y Turquía) favorece la demanda hacia España y EE.UU. Por su parte el sector hotelero mejora en ocupación (79% este verano, la mejor desde 1999) y el alza de los precios auguran un buen cierre de año (incrementos de RevPar). **El sector mantendrá el *momentum* de cara a 2017** impulsado por la reactivación del consumo, el menor desempleo, la mejora de las condiciones financieras, la finalización de los planes de desinversión para reducción del endeudamiento y la revalorización de los inmuebles. En definitiva, en un entorno favorable para las agencias de viajes *on line*, eDreams ofrece un amplio atractivo por valoración, cotizando a precios más baratos que sus competidores.

3.- Posible objetivo de compra.-El menor tamaño relativo de eDreams (Mkt. Cap. 303M vs. 3.785M mediana sector) y sus bajos multiplicadores aumentan el atractivo de la compañía de cara a una posible operación corporativa. De producirse ésta, pensamos que tendría lugar con una prima de relevante respecto su cotización actual. Esta posibilidad aumenta el atractivo del valor.

Cuadro 4: Análisis de sensibilidades a EV/ Ebitda´17

Mkt. Cap. (M€)

Ebitda'17e	EV/Ebitda 17e						
	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
99	174M€	273M€	372M€	471M€	570M€	669M€	768M€
100	179M€	279M€	379M€	479M€	579M€	679M€	779M€
101	184M€	285M€	386M€	487M€	588M€	689M€	790M€
102	189M€	291M€	393M€	**495M€**	597M€	699M€	801M€
103	194M€	297M€	400M€	503M€	606M€	709M€	812M€
104	199M€	303M€	407M€	511M€	615M€	719M€	823M€
105	204M€	309M€	414M€	519M€	624M€	729M€	834M€

Pr.Obj./acc.

Ebitda'17e	EV/Ebitda 17e						
	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
99	1,7 €/acc.	2,6 €/acc.	3,5 €/acc.	4,5 €/acc.	5,4 €/acc.	6,4 €/acc.	7,3 €/acc.
100	1,7 €/acc.	2,7 €/acc.	3,6 €/acc.	4,6 €/acc.	5,5 €/acc.	6,5 €/acc.	7,4 €/acc.
101	1,8 €/acc.	2,7 €/acc.	3,7 €/acc.	4,6 €/acc.	5,6 €/acc.	6,6 €/acc.	7,5 €/acc.
102	1,8 €/acc.	2,8 €/acc.	3,7 €/acc.	**4,7 €/acc.**	5,7 €/acc.	6,7 €/acc.	7,6 €/acc.
103	1,8 €/acc.	2,8 €/acc.	3,8 €/acc.	4,8 €/acc.	5,8 €/acc.	6,8 €/acc.	7,7 €/acc.
104	1,9 €/acc.	2,9 €/acc.	3,9 €/acc.	4,9 €/acc.	5,9 €/acc.	6,9 €/acc.	7,8 €/acc.
105	1,9 €/acc.	2,9 €/acc.	3,9 €/acc.	4,9 €/acc.	5,9 €/acc.	7,0 €/acc.	8,0 €/acc.

POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN

Ebitda'17e	EV/Ebitda 17e						
	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
99	-42,6%	-9,9%	22,7%	55,4%	88,1%	120,7%	153,4%
100	-40,9%	-8,0%	25,0%	58,0%	91,0%	124,0%	157,0%
101	-39,3%	-6,0%	27,3%	60,7%	94,0%	127,3%	160,6%
102	-37,6%	-4,0%	29,7%	**63,3%**	97,0%	130,6%	164,3%
103	-36,0%	-2,0%	32,0%	66,0%	99,9%	133,9%	167,9%
104	-34,3%	0,0%	34,3%	68,6%	102,9%	137,2%	171,5%
105	-32,7%	1,9%	36,6%	71,2%	105,9%	140,5%	175,2%

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ana de Castro. http://broker.bankinter.com/
Ramón Forcada Rafael Alonso Jesús Amador Esther G. de la Torre
Eva del Barrio Ramón Carrasco Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)
Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas
(Madrid)

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&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.