



Sonia Ruiz de Garibay. *Analista*

Recomendar de forma simultánea el sector petróleo y las aerolíneas parece, sin duda, una contradicción. **El elemento que une a ambos sectores: el crudo. Éste actúa como motor de ingresos para el sector petróleo, mientras que es una de las principales partidas de costes para las aerolíneas, llegando a representar más del 20% del total de los costes.** Así que lo que es bueno para unos, no lo es tanto para otros; y en el entorno actual en que el precio del crudo no acaba de recoger una sólida revalorización, a lo que se une la actual tendencia de debilidad de dólar, parece que el favorito sería el sector de las aerolíneas frente al petróleo....Pero como casi siempre, excepciones las hay, y en este caso bastante claras.

Sin duda, son los momentos de debilidad en una industria cuando la línea de ingresos se ve afectada de forma más o menos significativa cuando afloran las necesidades de eficiencia en los procesos productivos, de recorte y variabilización de los costes operativos y de la concentración en los productos de mayor valor añadido y de mayor diferenciación frente a la competencia.

Es en este entorno donde se han enmarcado los planes estratégicos de muchas petroleras a ambos lados del Atlántico en los últimos años, unos con mayor grado de éxito que otros.

Un buen ejemplo del primer grupo lo tenemos muy cerca. **Repsol ha sido una de las petroleras que mayores avances en eficiencia operativa y reestructuración financiera ha mostrado desde los inicios del desplome del precio del crudo en el otoño de 2014.** También es cierto que ha sido una de las compañías dentro del sector que ha pasado por momentos financieros muy delicados que han llegado a ocasionar desplomes en su renta fija cotizada.

La compra de **Talisman** en diciembre de 2014 con precios del crudo en tendencia bajista (que se acentuaron hasta enero de 2016 en que el Brent perdió los \$30/b) deterioró fuertemente las expectativas de generación de caja y por tanto su situación financiera, poniendo en peligro el Investment Grade. Dicha delicada situación le llevó a poner en marcha medidas de urgencia en febrero de 2016 que pasaban por vender activos (hasta EUR 6.2bn), generar eficiencias en opex (EUR 2.1bn), recortar dividendo (desde EUR 1.0/acción hasta EUR 0.8/acción) y adelgazar capex (-40% hasta un rango normalizado EUR 3.3-3.6bn para estos entornos de precio del crudo).

Cumplido el primer aniversario desde su implementación, el grupo ha reducido su deuda neta desde EUR 11.9bn a cierre de 2015 hasta EUR 7.5bn 1H17, y el ratio Deuda Neta/EBITDA desde 2.4x hasta 1.17x, lo que ha permitido muy recientemente una mejora de perspectiva por parte de S&P's desde estable a positiva y le ha colocado a las puertas de lograr una merecida mejora de rating desde BBB- hasta BBB; y sin necesidad de volver a acudir al mercado de híbridos.

La trayectoria apunta hacia ello y una vez conseguido probablemente se inicie una nueva etapa en la petrolera donde el capex y el dividendo serán los pilares a tratar. El primero volverá a resurgir, de forma más o menos intensa en función del entorno de precios en las commodities, motivando el crecimiento en upstream; el segundo probablemente cambie desde un punto de vista tanto cualitativo (abandono de scrips) como cuantitativo (procurando en todo momento una rentabilidad por dividendo razonable).

En definitiva, Repsol cotizando a un EV/EBITDA < 4x para 2018e es un apuesta muy atractiva con un perfil más defensivo que otras en el sector gracias a su posición en refino (30% capital empleado) y con mucho apalancamiento operativo ganado en estos años de debilidad.

La otra cara de la moneda la representa **IAG, la aerolínea es una de las claras beneficiarias del actual precio del crudo y cotización del dólar.** En nuestra opinión eso es lo fácil. Con el actual entorno de commodities, el FASK (coste del combustible unitario por asiento ofertado) es el coste que más recorrido de ahorro presenta y más prolongado en el tiempo a medida que las aerolíneas trabajan sus coberturas, pero **la clave y el aspecto diferenciador está en el RASK (ingreso medio por asiento) y en el CASK ex fuel (coste medio por asiento ex fuel).** Lo deseable es ver el primero en ascenso y el segundo el descenso.

Es por ello que en un sector que ha corrido mucho en el año (Stoxx Europe TMI Airlines +33% ytd), nuestras exigencias para recomendar un valor son mayores e **IAG** las reúne. En primer lugar, el RASK tras tres años de declino en el 2Q17 ha logrado un +4.0% (a tipos constantes) y lo que es mejor la tendencia ha venido para quedarse (la recuperación de LatAm, el buen comportamiento del tráfico premium y los ajustes de capacidad en corto radio coincidiendo con la temporada estival lo van a hacer posible). En segundo lugar, el CASK ex fuel (ensombrecido en el 2Q17 por los incidentes eléctricos de mayo pasado en Heathrow) retomará la dirección correcta apoyado por la reestructuración de personal (a Iberia le ha seguido British Airways) y el rediseño de la política de mantenimiento del grupo (conjuntamente representando c. 33% del total de costes del grupo); y sin olvidar las bondades derivadas del actual tipo de cambio del dólar en fomentar el tráfico a

Norteamérica (25% total capacidad del grupo) y en el abaratamiento de los leasings operativos de aeronaves (5% total costes). **Todo ello llevará a un crecimiento en EBIT ajustado de doble dígito para 2017e (>15%) con la obtención de un ROIC cercano al objetivo del 15% y con mejora de márgenes operativos c. 2p.p.**

Así que como “growth stock” es un claro ejemplo en un sector donde varios operadores han guiado a la baja en RASK, pero también lo es de “value” cotizando a un EV/EBITDA <4x para 2018 (hasta en eso se asemeja a Repsol), cuando los operadores de bajo coste en Europa se acercan al doble dígito y las aerolíneas en EEUU se aproximan a 6x. En este entorno de sólido crecimiento es el dividendo un claro candidato a ser favorecido.

Estaremos atentos en el próximo Capital Markets Day en Noviembre.

Así que **Petróleo y Aerolíneas, sectores perfectamente compatibles siempre y cuando que llevemos a cabo una cuidada selección.**

Síguenos: