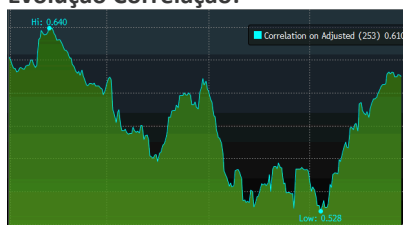


BUY	
Nome	IAG
Ticker (Bloomberg)	IAG SM
Preço Entrada	6,89
SELL	
Nome	Air France
Ticker (Bloomberg)	AF FP
Preço Entrada	8,11

Rácio de Preço	
Rácio de Entrada	0,8495
Stop Loss	0,8071

Fonte: Bloomberg

#### Evolução Correlação:



Fonte: Bloomberg

**Correlação Actual:** 0,61

#### Nota:

Todas as cotações foram actualizadas na Bloomberg com preços de fecho do dia 24 de Março

#### Informações relevantes

Para consultar as últimas recomendações consulte o nosso site em:

<https://www.big.pt/InformacaoMercados/AnalisesBig/PairTrades>

O histórico de recomendações dos últimos doze meses pode ser consultado em:

<https://www.big.pt/pdf/Newsletters/nld.pdf>

## IAG (Longo) vs Air France-KLM (Curto)

### ▲ IAG – International Consolidated Airlines

O consórcio IAG foi constituído em 2011 pela fusão entre a British Airways e a Iberia em 2011, tornando-se na 3ª maior transportadora aérea Europeia e 6ª no Mundo (receitas). Para além destas duas marcas icónicas, a IAG detém subsidiárias como a Aer Lingus e a Vueling que operam essencialmente no segmento de baixo custo. Com rotas aéreas que circulam praticamente em toda a área do globo, a IAG ostenta uma capitalização bolsista de EUR 14,1 mil mn e emprega mais de 60 mil colaboradores.

#### Triggers Longo:

1. O resultado operacional do Grupo em 2015 aumentou 68% para EUR 2,34 mil mn (vs EUR 2,30 mil mn esperados), beneficiando do incremento do tráfego de passageiros em 9,6% e do perfil resiliente das rotas Transatlânticas e Europeias. A generalidade das subsidiárias registaram um desempenho favorável, com a Iberia a quintuplicar os resultados operacionais, ao passo que a British Airways e a Vueling obtiveram crescimentos desta rubrica em 40% e 14% respectivamente.
2. O grupo IAG apresenta uma melhor protecção sobre o crescimento das concorrentes do Golfo, celebrando uma *joint venture* com a Qatar Airways (detém 10% do capital da IAG) no âmbito de acordos *code-share*, *leasing* de aviões e coordenação de unidades de carga. A posição dominante nos *slots* de Heathrow – 3º Aeroporto mais movimentado do Mundo – e a preponderância das rotas transatlânticas (35% das receitas) suporta o racional supra.
3. As subsidiárias Vueling e Aer Lingus têm contribuído para mitigar o efeito negativo induzido pela concorrência das *Low Cost* Europeias, sendo que a eficácia do plano de reestruturação em curso da Iberia demonstrou um grau de sucesso muito superior ao observado pelos *peers* Lufthansa e Air France-KLM.

### ▲ Air France-KLM

O Grupo Air France-KLM remonta da fusão em 2004 das transportadoras de Bandeira Franco-Holandesa que lhe confere o nome. Trata-se da 2ª maior Airline no espaço Europeu e 5ª a nível mundial - receitas de EUR 26 mil mn em 2015. Ainda que o bloco Europeu traduza mais de 50% das receitas, a empresa conta com uma posição relevante nas rotas da Ásia-Pacífico/Médio Oriente (25% do *topline*), operando nos segmentos de carga e de *low cost* – esta última sob a insígnia da Transavia. A capitalização bolsista é de apenas EUR 2,5 mil mn e emprega 95 mil trabalhadores.

#### Triggers Curto:

1. A Air France-KLM denota uma exposição relevante às rotas do eixo Ásia-Pacífico e Médio Oriente (25% *topline*), bloco que exhibe uma concorrência muito forte pelas companhias Asiáticas e do Golfo que exibem custos laborais significativamente inferiores (quase metade por unidade assento/milha).
2. Ainda que o título tenha encetado uma reacção interessante após números anuais, o *management* revelou cautela em relação à *guidance* sobre a redução do nível de endividamento. Refira-se que o esforço de reestruturação da AF-KLM tem-se provado insuficiente face aos constrangimentos de índole diversa que continuam a envolver o grupo.

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

#### Analista:

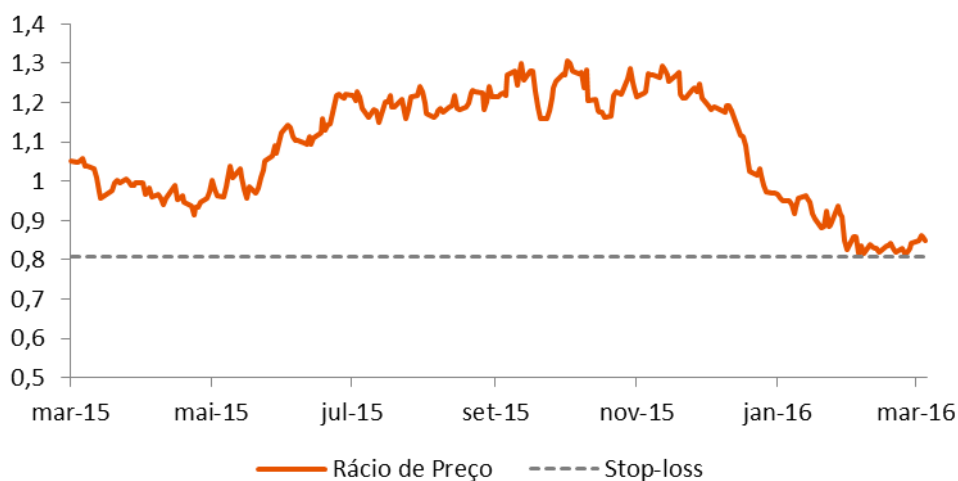
João Lampreia

#### Research:

research@big.pt

## ▲ Evolução do Rácio

**Evolução do Rácio de Entrada**



## ▲ Análise Comparativa

	Pass./ Activo	D/E	MKT CAP (mn)	P/E 2016E	P/BV	Margem EBITDA	ROE (%)	YTD %
<b>AIR FRANCE-KLM</b>	99%	4035,6	2.434	5,04	10,82	11%	-	15,50
<b>IAG</b>	80%	165,1	10.965	6,21	2,67	16%	34,32	-11,22

Fonte: Bloomberg

O consórcio IAG transacciona com um ligeiro prémio na métrica do P/E 2016E face à rival Air France-KLM, ainda assim um diferencial inferior em relação à média histórica e que pode facilmente ser explicado pela superior rendibilidade da empresa – quer ao nível do ROE, quer ao nível da Margem Ebitda (+16% vs 11% do grupo Franco-Holandês). O alcance mais eficaz do plano de reestruturação em curso da IAG em relação a idêntico processo realizado pela AF-KLM – claramente mais turbulento – cristaliza o racional supra.

Os níveis de endividamento da Air France-KLM são os mais elevados da indústria, pelo que os rácios Passivo/Activo e D/E atingem valores perigosamente elevados (99% e 4.035x), o que compara com os números mais benignos da IAG que se fixam nos 80% e 165,1x respectivamente. A fragilidade de Balanço da transportadora Franco-Holandesa também contribui para explicar o rácio extraordinariamente elevado ao nível do P/BV (10,82x), o que contrasta com o valor substancialmente mais reduzido da IAG (2,67x).

A performance dos títulos em bolsa mostra-se diametralmente assimétrica no período desde o início do ano - Air France-KLM acumula valorizações de 15 p.p., ao passo que o consórcio IAG regista uma desvalorização acima de 11%. O desempenho bastante distinto entre os títulos colide frontalmente com os fundamentais – operacionais, financeiros e métricas de avaliação - mais sólidos exibidos pela IAG em relação à AF-KLM. Estamos em crer que a *underperformance* da IAG vs AF-KLM poderá advir dos riscos relacionados com um eventual Brexit, bem como de expectativas muito deprimidas que incidiam sobre a última e que favoreceram um movimento de *short squeeze* realizado pela Air France-KLM. Não obstante, acreditamos que este diferencial mostra-se amplamente extremado, pelo que antecipamos uma convergência entre os títulos no médio prazo.

## DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
  - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
  - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
  - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
  - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
  - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BIG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	71,4%
Manter/Neutral	2	28,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	7	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2015

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	37,5%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	1	25,0%
Stop Loss	2	50,0%
Em Vigor	1	25,0%
Total	4	100,0%

## DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

### Analista:

João Lampreia

### Research:

research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.