Informe temático · Aerolíneas

Aerolíneas con el crudo a 100 US$: el combustible pesa el 31 % de los costes, 2027 está cubierto a medias y el precio ya paga un shock largo

Brent está en 110 US$ y el jet fuel en unos 190. IAG, Lufthansa y Air France-KLM cubren solo entre el 40 y el 50 % de 2027; Ryanair, el 15 % de FY28. Medimos cuánto cuesta +10 US$/bbl en el beneficio de siete aerolíneas y qué exige el precio de IAG y Ryanair.

SDN Research · Informe temático · Datos a cierre del 16-10-2026

PUNTOS CLAVE

- El crudo no ha vuelto a 100: está en **109,7 US$** y el jet fuel en unos **190 US$/bbl**, con un crack de refino récord. El combustible pesa el **31,4 %** de los costes del sector frente al 25,4 % de 2025 [S001][S002].
- Las coberturas deciden quién sufre: Ryanair (80 % de FY27 a 67 US$/bbl), Lufthansa (86 % de 2026) e IAG (70 % del resto de 2026) amortiguan este año, pero **el escalón está en 2027**: IAG y Air France-KLM solo tienen un 40 %, Ryanair un 15 % de FY28 [S013][S008][S007][S010]. Delta y United, sin coberturas declaradas, dependen de repercutir en tarifas.
- La bolsa ya descuenta mucho: IAG cotiza a 6,4x de beneficio de 2027E y el precio equivale a un margen operativo perpetuo de **8,0 %** frente al 10,9 % del primer semestre; Ryanair, a 13,7x, paga lo que consensúa el analista sin pedir nada más [S005][S006].

Pregunta central. ¿Cuánto del beneficio de las aerolíneas se pierde con el crudo a 100 US$ y cuánto de ese golpe ya está en el precio? El Brent cotiza a 110 US$ y el jet fuel a unos 190 US$/bbl [S004][S002]. Las coberturas aguantan 2026, pero cubren 2027 a medias y repercutir en tarifas funciona en largo radio, no en bajo coste [S007][S010][S013][S006]. **Cada +10 US$/bbl cuesta entre el 8 % (IAG) y el 30 % (easyJet) del beneficio neto de 2027E**, y el precio de IAG equivale a un margen perpetuo del 8,0 %. A 12 meses, el rango medio de las cinco cotizadas con escenarios va de −27 % a +28 %, sin dividendos.

DATOS CLAVE

Brent / WTI, 16-10-26
109,7 / 99,0 US$
+51 % desde el 27-02 (72,5); máximo de cierre 118,4 el 31-03

Jet fuel (IATA) **190 US$/bbl**
Gasóleo de calefacción equivale a 198; previsión IATA para 2026: 152

Sensibilidad a +10 US$/bbl
−7,5 % a −30,5 %
Del beneficio neto de 2027E: IAG (menos) a easyJet (más), sin repercusión · cálculo SDN

Retorno a 12 m, bear / base / bull
−27 % / +2 % / +28 %
Media de IAG, Lufthansa, Ryanair, Delta y United, sin dividendo · escenarios SDN, no precio objetivo

Nº 031 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Crudo	Brent 109,70 US$/bbl · WTI 99,03 · 16-10-2026 [S004]	+51 % desde el 27-02; el 1-07 llegó a 71,6
Jet fuel	IATA 190,18 US$/bbl, +1,5 % semanal [S002] · gasóleo de calefacción 198,5 US$/bbl [S004]	80 US$ por encima del Brent: el refino cobra un crack de unos 80 US$ (57 de media en 2026 según IATA) [S001]
Peso del combustible	31,4 % de los costes del sector en 2026 (25,4 % en 2025) [S001]	Entre 20 % (Lufthansa, Air France-KLM) y 44 % (Ryanair) en cada cuenta
Cobertura 2027	IAG 40 %, Air France-KLM 40 %, Lufthansa 40-50 % (SIN VERIFICAR), easyJet 37-62 %, Ryanair 15 % de FY28 [S007][S010][S009][S014][S013]	Las coberturas de 2026 compran tiempo; las de 2027 aún no cubren un crudo a 100
Repercusión en tarifas	IAG 60 %, Air France-KLM 85 %, Lufthansa ~60 % (secundaria), United 80-100 % entre T3 y T4 [S006] [S010][S021][S018]	Las de largo radio y premium repercuten; las de corto radio y bajo coste no
Demanda	RPK mundial de junio −1,7 % (Europa +0,8 %); previsión IATA 2026: +2,1 % [S003][S001]	La demanda aguanta mejor que la capacidad: factor de ocupación récord del 84 %
Operación corporativa	easyJet: oferta de Apollo de 715 p; cotiza a 683,4 p (4,6 % de margen) [S015][S004]	Su precio no mide el combustible: lo fija la oferta; queda fuera de la valoración

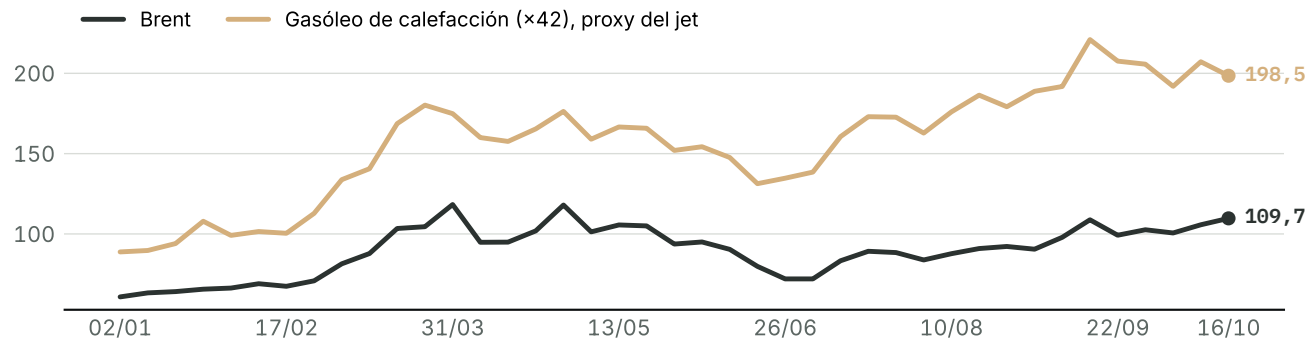
Fuente: IATA [S001][S002][S003]; compañías [S006]-[S018]; Yahoo Finance [S004][S005]. Cálculos SDN a 16-10-2026.

01 El crudo a 110 US$ pesa menos que el refino: el jet fuel se paga a unos 190 US$/bbl

COMBUSTIBLE

El shock de 2026 tiene dos patas. La primera es el crudo: Brent saltó de 72,5 US$ el 27 de febrero a un máximo de cierre de 118,4 el 31 de marzo en plena crisis de Ormuz, cuya reapertura sigue sin fecha [S012], cayó a 71,6 el 1 de julio y ha vuelto a 109,7 [S004]. La segunda es el refino: el crack del jet fuel pasó de 18,9 US$/bbl de media en el primer semestre de 2025 a 56,9 en el de 2026 [S008], y IATA lo llama récord histórico, con 57 US$ de media para el año [S001]. Hoy el jet cuesta unos 190 US$/bbl según IATA [S002] y el gasóleo de calefacción, su sustituto en los mercados de futuros, equivale a 198 [S004]; el máximo de marzo fue de unos 215 [S020].

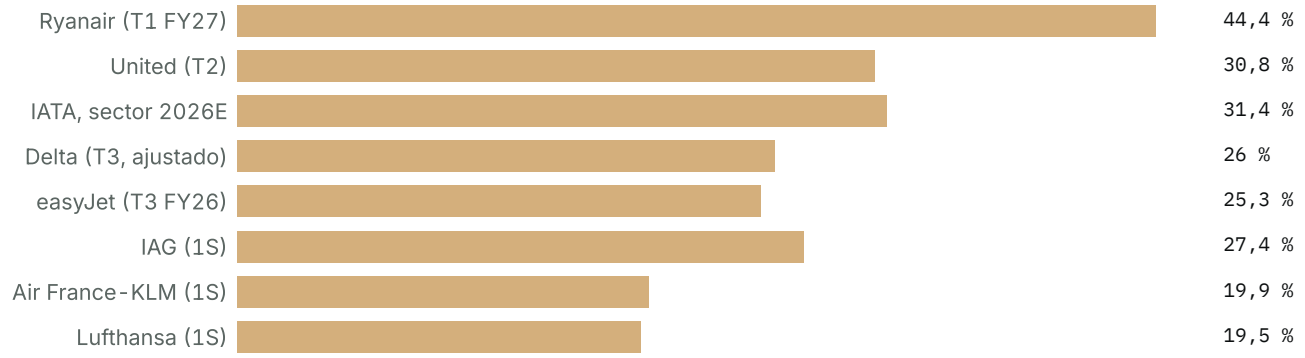
EXHIBIT 1 BRENT Y JET FUEL APROXIMADO POR EL GASÓLEO DE CALEFACCIÓN, SEMANAL (US$/BBL; ÚLTIMO DATO 16-10-2026)



Fuente: Yahoo Finance, contratos continuos BZ=F y HO=F [S004]. El gasóleo es un proxy: el jet pagado por cada aerolínea incluye costes de entrega y refinería (IATA publica 190 US$/bbl [S002]).

El combustible ya es la primera o la segunda partida de costes. En Ryanair es el 44 % de los gastos operativos del trimestre abril-junio [S013]; en United, el 31 % en el segundo trimestre [S017]; en IAG, el 27 % del primer semestre incluidas emisiones [S006]. En Lufthansa y Air France-KLM pesa cerca del 20 %, según sus cuentas del primer semestre [S008][S010]. Para el sector, IATA proyecta una factura de 350.000 M US$ en 2026, un 31,4 % de los costes, frente al 25,4 % del año pasado [S001].

EXHIBIT 2 PESO DEL COMBUSTIBLE EN LOS GASTOS OPERATIVOS, ÚLTIMO PERIODO PUBLICADO (%)



Fuente: Informes de las compañías [S006][S008][S010][S013][S014][S016][S017] e IATA [S001]. Cálculo SDN: combustible / gastos operativos del periodo; las bases difieren (con o sin emisiones, ajustado o reportado).

> **DETALLE QUE IMPORTA**
>
> El peso del combustible no mide la exposición: Ryanair es la más intensiva en combustible y la menos expuesta este año porque lo tiene cubierto al 80 %. Lo que importa es **combustible × (1 – cobertura) × (1 – repercusión)**, y eso se calcula en las secciones 04 y 05.

02 Las coberturas protegen 2026, pero el escalón de 2027 deja a casi todas con más de la mitad al descubierto

COBERTURAS

Europa llegó mejor cubierta que EE. UU. IATA estima que el sector tenía cubierto un tercio del consumo de 2026 y Europa un 70 % antes de la crisis [S001]. Las ganancias han sido grandes: IAG anotó 769 M€ en el primer semestre [S006], Lufthansa 585 M€ [S008] y Air France-KLM calcula 1.600 M US$ para todo 2026 [S010]. Pero la protección se agota: IAG cubre alrededor del 70 % del resto de 2026 y un 40 % de 2027 [S007]; Air France-KLM, el 67 % de 2026 y el 40 % de 2027, y además suspendió su política de cobertura el 1 de abril y solo la retomó en parte en mayo [S010]. Lufthansa pausó coberturas en primavera por precios altos [S009]. Ryanair es la excepción: 80 % de FY27 (hasta marzo de 2027) a unos 668 US$/t, 67 US$/bbl, y solo un 15 % de FY28 a 848 US$/t [S013].

EXHIBIT B COBERTURA DECLARADA Y CONSUMO ESTIMADO POR COMPAÑÍA

COMPAÑÍA	RESTO DE 2026 / AÑO EN CURSO	2027 / AÑO SIGUIENTE	PRECIO CUBIERTO	CONSUMO ANUAL (M BBL)	VENTANA OCT-26/SEP-27
IAG	≈70 % [S007]	≈40 % [S007]	n/d	73	48 %
Lufthansa	86 % [S008]	40-50 % (SIN VERIFICAR) [S009]	n/d	75	59 %
Air France-KLM	67 % (T4: 61 %) [S010] [S011]	40 % [S010]	1.024 US$/t medio 2026 tras coberturas [S011]	68	45 %
Ryanair	FY27: 80 % [S013]	FY28: 15 % [S013]	668 y 848 US$/t [S013]	46	48 %
easyJet	T4 FY26: 79 % a 786 US$/t [S014]	FY27: 62 % (1S) y 37 % (2S) [S014]	754 y 777 US$/t [S014]	30	50 %
Delta / United	Sin cobertura declarada (SIN VERIFICAR); Delta tiene refinería propia [S016]	—	—	109 / 116	0 % (supuesto)

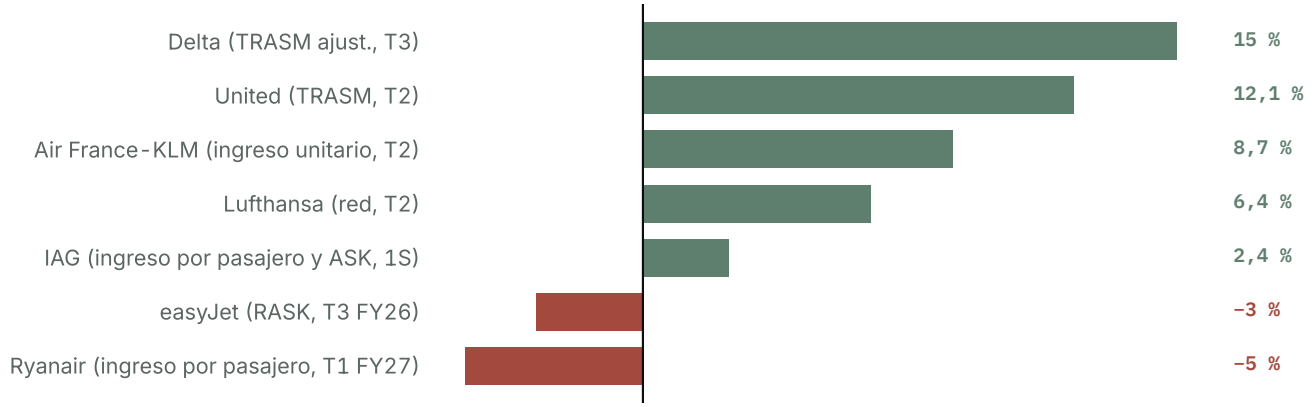
Fuente: Compañías [S006]-[S018]. Consumo: cálculo SDN con el método de la sección de metodología; la ventana pondera un cuarto del T4 de 2026 y tres cuartos de 2027 (Ryanair: mitad FY27 y mitad FY28; easyJet: su FY27).

> VARIABLE CLAVE
>
> La **cobertura de 2027** es la variable que más cambia entre compañías y la que menos mira el titular de resultados. Con un 40 %, IAG y Air France-KLM compran 2027 a un precio que solo está fijado para dos de cada cinco litros; Ryanair, en cambio, ha fijado el 80 % de FY27 a 67 US$/bbl frente a unos 190 del mercado, pero entra en FY28 prácticamente desprotegida.

03 La repercusión en tarifas funciona en largo radio y premium, y falla en corto radio y bajo coste TARIFAS

Subir tarifas es la segunda cobertura, y es desigual. IAG recupera alrededor del 60 % del mayor coste con ingresos y ahorros, y espera seguir así; sus reservas del segundo semestre van al 57 %, en línea con el año pasado, con largo radio positivo y corto radio «competitivo» [S006][S007]. Air France-KLM recupera el 85 % gracias al premium y a Asia, y ha subido el recargo por billete [S010]. Lufthansa cifra su repercusión en torno al 60 % según prensa secundaria (SIN VERIFICAR en el documento primario) y mantiene la capacidad plana [S021][S022]. En Estados Unidos, United recuperó la mitad del aumento en el segundo trimestre y espera el 80-90 % en el tercero y el 100 % en el cuarto [S017][S018]; Delta cerró el tercero con el ingreso unitario ajustado +15 % y con más de 500 M US$ de combustible por encima de lo previsto en julio [S016].

EXHIBIT 3 VARIACIÓN INTERANUAL DEL INGRESO UNITARIO, ÚLTIMO DATO (%; DEFINICIONES DISTINTAS, VER FUENTE)



Fuente: Compañías [S006][S010][S013][S014][S016][S017][S022]. Air France-KLM a tipo de cambio constante; IAG sin ajuste por divisa (+6,2 % a tipo constante); Lufthansa: aerolíneas de red.

Los de bajo coste no repercuten porque no pueden. Ryanair cerró el primer trimestre con tarifa media −6 % y sin visibilidad del segundo semestre, y avisa de que los precios del segundo trimestre tienden a la baja [S013]. easyJet dejó el RASK del tercer trimestre en −3 % con el coste unitario de combustible +13 % y un T4 con yields planos, aunque las reservas de primavera de 2027 muestran yields al alza en un dígito medio [S014]. En ambas la protección es la cobertura, no el precio. Esta asimetría explica que la repercusión del largo radio y del premium sea una ventaja de IAG, Lufthansa y Air France-KLM frente a Ryanair y easyJet precisamente cuando el crudo está más caro.

> **LEYENDO AL MERCADO**
> El mercado premia la repercusión: Delta y United viven con el combustible a 3,6-4,2 US$ el galón y siguen ganando dinero (guía de 5,10-5,60 y 9-11 US$ de BPA) [S016][S018]. La pregunta no es si las tarifas suben, sino **cuánto tarda la demanda en cansarse**: IATA ya registra demanda mundial negativa en junio [S003].

04 La capacidad ha cedido primero: la demanda aguanta, pero ya no crece

DEMANDA Y CAPACIDAD

El sector recorta oferta antes que precio. IATA prevé para 2026 un aumento del 2,1 % de la demanda y un factor de ocupación récord del 84,0 %, con yields de pasaje +7 % [S001]; pero en junio la demanda mundial cayó un 1,7 % (−0,6 % sin Oriente Medio), la capacidad un 1,3 % y el mercado europeo creció un 0,8 % [S003]. IAG deja la capacidad de 2026 plana [S006]; Lufthansa recorta un 3 % en red y un 6 % en Eurowings [S022]; Air France-KLM baja a +2-3 % y reduce el corto y medio radio [S010]; Delta crecerá menos del 2 % en el cuarto trimestre [S016]. Solo Ryanair (+4 % hasta 216 millones de pasajeros) y easyJet (+3 % en asientos) siguen creciendo, con las tarifas bajo presión [S013][S014].

> **NO CONTAR DOS VECES**
> Capacidad recortada y yields más altos son **la misma palanca vista dos veces**: el aumento de ingresos unitarios se debe en parte a que hay menos asientos. Si el crudo baja, la capacidad volverá antes que el beneficio y las tarifas la seguirán a la baja. Por eso el escenario alcista de la sección 08 devuelve a la competencia al menos un 30 % del alivio.

05 Cada +10 US$/bbl cuesta entre un 8 % y un 30 % del beneficio neto de 2027E, antes de repercutir

SENSIBILIDAD

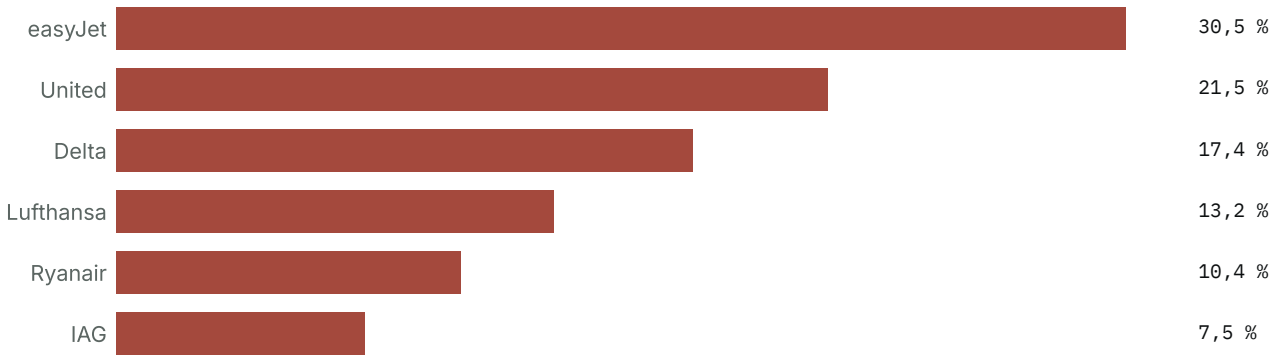
La sensibilidad es mecánica. Coste extra bruto = consumo × (1 − cobertura de la ventana oct-26/sep-27) × 10 US$ por barril; se convierte a moneda local y se resta el impuesto. Con IAG, que quema unos 73 millones de barriles al año con un 48 % cubierto, resultan 340 M€ antes de impuestos, el 7,5 % del beneficio neto esperado para 2027 [S005][S006][S007]. Lufthansa, más cubierta este año pero con peor posición de 2027, pierde 273 M€ (13,2 %). Air France-KLM pierde 330 M€; su peso sobre el beneficio queda sin verificar, porque no hemos localizado su número de acciones actual [S029]. En Estados Unidos, la falta de coberturas sube el coste a 1.093 M US$ en Delta y 1.162 M US$ en United, un 17 % y un 21 % del beneficio, aunque ambas repercuten entre el 80 y el 100 %.

EXHIBIT C QUÉ PASA CON EL BENEFICIO SI EL CRUDO SUBE 10 US$/BBL DURANTE 12 MESES (VENTANA OCT-26/SEP-27)

COMPAÑÍA	CONSUMO (M BBL)	SIN CUBRIR	COSTE EXTRA BRUTO (M)	NETO DE IMPUESTOS (M)	% DEL BENEFICIO NETO 27E	REPERCUSIÓN DECLARADA
IAG	73	52 %	340 €	255 €	7,5 %	≈60 %
Lufthansa	75	41 %	273 €	191 €	13,2 %	≈60 % (secundaria)
Air France-KLM	68	55 %	330 €	248 €	sin verificar	≈85 %
Ryanair	46	52 %	213 €	181 €	10,4 %	no declarada
easyJet	30	50 %	115 £	86 £	30,5 %	no declarada
Delta	109	100 %	1.093 US$	842 US$	17,4 %	80-100 % (supuesto)
United	116	100 %	1.162 US$	895 US$	21,5 %	80-100 %

Fuente: Cálculo SDN con consumo y coberturas de la sección 02 [S006]-[S018]; beneficio neto 2027E = BPA de consenso [S005] × acciones de fuentes oficiales [S023]-[S028] (Ryanair: media de FY27 y FY28; easyJet: FY27). Impuestos: IAG, Air France-KLM y easyJet 25 %, Lufthansa 30 %, Ryanair 15 %, EE. UU. 23 % (supuestos SDN).

EXHIBIT 4 SENSIBILIDAD A +10 US$/BBL: EFECTO EN EL BENEFICIO NETO DE 2027E ANTES DE REPERCUSIÓN (%)



Fuente: Cálculo SDN [S005]-[S018][S023]-[S028]. Air France-KLM, sin verificar [S029]. Bruto de repercusión; Delta además tiene una refinería (Trainer) que gana cuando el crack sube y no está en este cálculo [S016].

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Tres supuestos mueven la tabla: el **consumo anual** (estimado con ±15-20 % de error en IAG, Lufthansa y Ryanair), la **cobertura de 2027** de Lufthansa (40-50 %, SIN VERIFICAR) y que el **crack** del jet no se mueva con el Brent. Si el crack sube a la vez que el crudo, la sensibilidad real es mayor que el 1 a 1 que aquí se aplica.

06 Las tres grandes europeas cotizan a 2,5-6,4x beneficio y 4-5x EBITDA: el mercado descuenta un shock largo

VALORACIÓN

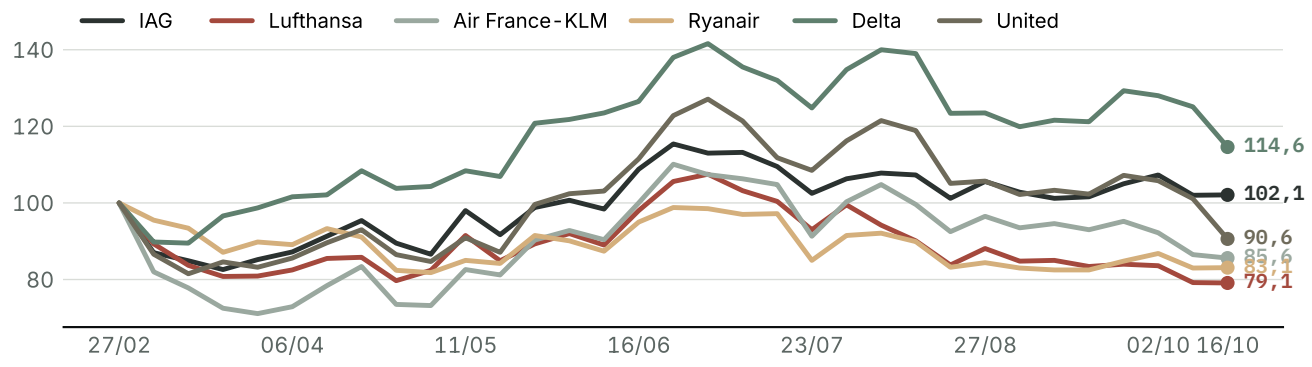
EXHIBIT D MÚLTIPLOS A 16-10-2026 (CIERRE) CON CONSENSO DE AGREGADOR

COMPAÑÍA	PRECIO	PER AÑO EN CURSO	PER 2027E	NOTA
IAG	4,93 €	7,5x	6,4x	Deuda neta con arrendamientos [S006]
Lufthansa	7,19 €	7,7x	6,0x	Huelgas y combustible lastran 2026 [S022]
Air France-KLM	10,53 €	3,3x	2,5x	Acciones sin verificar [S029]
Ryanair	22,78 €	13,7x	13,7x	PER sobre FY27 y media FY27-28
easyJet	683,40 p	56,2x	18,3x	Anclada por la oferta de Apollo
Delta	75,28 US$	13,9x	10,3x	Con refinería propia
United	96,28 US$	12,2x	7,5x	Sin dividendo; resultados el 20-10

Fuente: Yahoo Finance, cierres y consenso de agregador a 16-10-2026 [S004][S005]. PER 2027E = precio / BPA de consenso del año siguiente (Ryanair: media de FY27 y FY28; easyJet: FY27). PER = precio / consenso: cálculo SDN. EV/EBITDA y dividendo del agregador quedan fuera (sin verificar).

Los múltiplos cuentan una historia de ciclo, no de crisis. IAG, Lufthansa y Air France-KLM cotizan a 6,4x, 6,0x y 2,5x el BPA de 2027; Ryanair, a 13,7x. En EE. UU., Delta cotiza a 10,3x y United a 7,5x [S005]. Los mercados han separado a las compañías: desde el 27 de febrero IAG sube un 2 %, Delta un 15 %, mientras Lufthansa cae un 21 %, Ryanair un 17 % y Air France-KLM un 14 % [S004]. El mercado pone el castigo donde menos repercusión y más deuda hay, no donde más combustible se consume.

EXHIBIT 5 COTIZACIÓN RELATIVA DESDE EL INICIO DE LA GUERRA (27-02-2026 = 100; ÚLTIMO DATO 16-10-2026)



Fuente: Yahoo Finance, cierres diarios en moneda local, muestra semanal [S004]. easyJet (+47 %) no se dibuja: su precio refleja la oferta de Apollo [S015].

07 IAG paga un margen perpetuo de 8,0 %; Ryanair, el beneficio que ya consensúa el analista

LO QUE PIDE EL PRECIO

IAG: el precio descuenta que el shock es permanente. Con una capitalización de 21,6 mm€ (precio × acciones [S023]) y una deuda neta de 4,7 mm€ a 30 de junio (incluye arrendamientos) [S006], el valor de empresa es de 26,3 mm€. Con un coste de capital del 9 %, un crecimiento perpetuo del 2 % y un retorno sobre capital invertido del 13 % (el suelo de su objetivo del 13-16 % [S006]), esa cifra exige un beneficio operativo de **2.897 M€ al año**, un margen del **8,0 %** sobre unos ingresos de 36.124 M€ [S005]. El primer semestre dio un 10,9 % y el objetivo es 12-15 % [S006]: la diferencia son 1.054 M€, unas **3,1 veces** el coste bruto de +10 US$/bbl (sección 05). En otras palabras: el precio equivale a unos 31 US$/bbl más que las condiciones del primer semestre, sostenidos y sin repercusión (cálculo SDN: 3,1 × 10 US$).

Ryanair: el precio paga lo esperado, nada más. Con 23,8 mm€ de capitalización (precio × acciones [S025]) y 2,7 mm€ de caja neta [S013], el valor de empresa es de 21,1 mm€. Con el mismo 9 % y 2 %, y un retorno sobre capital del 15 % (supuesto SDN), exige 2.003 M€ de beneficio operativo anual, un margen del 11,5 % sobre ingresos de 17.385 M€ [S005]. FY26 dejó 2.450 M€ (15,8 %) [S012] y el consenso de FY27 equivale a unos 2.044 M€ [S005]: **el precio capitaliza el beneficio de FY27 a perpetuidad y no paga el crecimiento**. El riesgo es FY28: con solo un 15 % cubierto, cada +10 US$/bbl cuestan unos 346 M€ al año antes de impuestos (cálculo SDN), y el consenso de FY28 es casi igual al de FY27 [S005].

EXHIBIT E **DCF INVERSO: BENEFICIO OPERATIVO QUE EXIGE EL PRECIO SEGÚN EL COSTE DE CAPITAL**

COMPAÑÍA	COSTE DE CAPITAL	EBIT EXIGIDO (M€)	MARGEN EXIGIDO	REFERENCIA OBSERVADA
IAG	8 %	2.483	6,9 %	Margen 1S26: 10,9 % · objetivo 12-15 % [S006]
IAG	9 % (base)	2.897	8,0 %	
IAG	10 %	3.311	9,2 %	
Ryanair	8 %	1.717	9,9 %	EBIT FY26: 2.450 M€ (15,8 %) [S012]
Ryanair	9 % (base)	2.003	11,5 %	Consenso FY27 ≈ 2.044 M€ [S005][S025]
Ryanair	10 %	2.289	13,2 %	

Fuente: Cálculo SDN: EBIT = EV × (WACC − g) / (1 − g/ROIC) / (1 − impuesto), con g = 2 %, ROIC IAG 13 % y Ryanair 15 %, impuesto 25 % y 15 %. EV: capitalización + deuda neta de IAG 4.692 M€ [S006]; capitalización − caja neta de Ryanair 2.700 M€ [S013]. Ingresos 2027E de consenso [S005].

> CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN
>
> Los dos casos son opuestos. **IAG se paga como si el crudo caro fuese permanente** y le basta con que no lo sea para tener recorrido; **Ryanair se paga como si FY27 fuese el techo** y la discusión es cuánto de FY28 queda protegido. Ninguna de las dos es una recomendación: es el nivel de exigencia que hoy tiene cada precio.

08 A 12 meses, el rango va de −20 % a −32 % si el crudo sube a 125 US$ y de +21 % a +37 % si baja a 80

ESCENARIOS

Mecánica. Para cada compañía: ΔBPA = [−consumo × (1 − cobertura) × (Brent del escenario − 109,7) / cambio × (1 − repercusión) + ingresos 2027E × Δdemanda × 60 %] × (1 − impuesto) / acciones. Valor a 12 meses = (BPA de consenso + ΔBPA) × PER del escenario; el retorno es de precio, sin dividendo (su rentabilidad queda sin verificar). La referencia de partida es el consenso de BPA (cuyo supuesto de crudo no se publica, SIN VERIFICAR). Son escenarios y el resultado no es un precio objetivo.

EXHIBIT F SUPUESTOS Y QUÉ INVALIDARÍA CADA ESCENARIO

ESCENARIO	BRENT MEDIO 12 M	REPERCUSIÓN	DEMANDA	PER	LO QUE LO INVALIDARÍA
Bear: escalada	125 US$	−20 puntos sobre la declarada	−1 % de ingresos, con 60 % de caída a resultado	−10 %	Un acuerdo de paz o la reapertura de Ormuz que devuelva el Brent por debajo de 100; o tarifas que aguanten con ocupación estable
Base: meseta	105 US$	La declarada (IAG 60 %, AF 85 %, Delta 85 %, United 90 %, Ryanair/Lufthansa ver nota)	Sin cambio	Sin cambio	Brent >120 dos meses (pasa a bear) o <90 con ingresos unitarios aún al alza (pasa a bull)
Bull: normalización	80 US$	La declarada, con un mínimo del 30 % devuelto a la competencia	+0,5 % de ingresos	+10 %	Un cuarto trimestre con ocupación a la baja o un crack del jet que no baje con el crudo

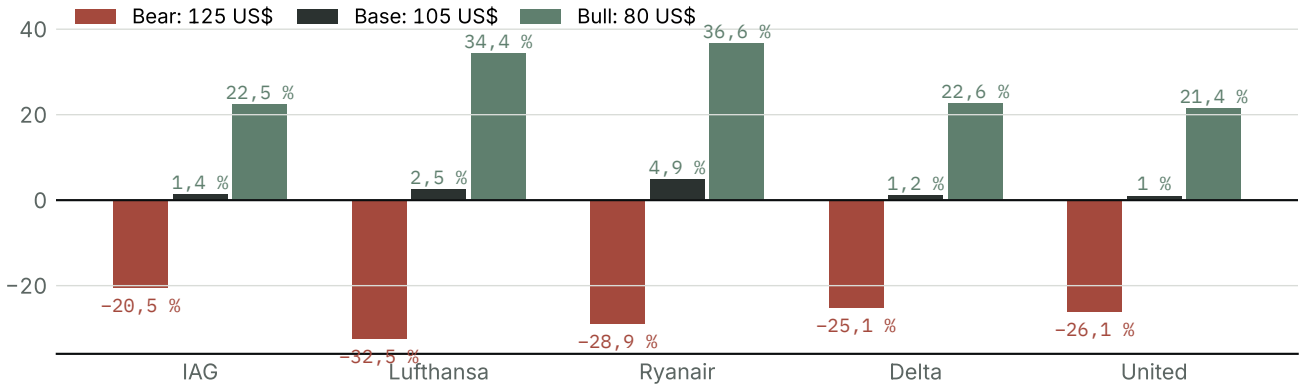
Fuente: Cálculo SDN. Repercusión base: IAG [S006], Air France-KLM [S010], United [S018], Lufthansa [S021] (secundaria); Delta 85 % y Ryanair 0 % son supuestos SDN. Nota: la repercusión del bull es la base con un mínimo del 30 %.

EXHIBIT G RESULTADO POR COMPAÑÍA: Δ BPA 2027E · VALOR POR ACCIÓN (MONEDA LOCAL) · RETORNO DE PRECIO A 12 M

COMPAÑÍA	BEAR (125 US$)	BASE (105 US$)	BULL (80 US$)
IAG	−12 % · 3,92 · −20 %	+1 % · 5,00 · +1 %	+11 % · 6,03 · +22 %
Lufthansa	−25 % · 4,85 · −32 %	+2 % · 7,36 · +2 %	+22 % · 9,66 · +34 %
Ryanair	−21 % · 16,19 · −29 %	+5 % · 23,90 · +5 %	+24 % · 31,12 · +37 %
Delta	−17 % · 56,41 · −25 %	+1 % · 76,21 · +1 %	+12 % · 92,32 · +23 %
United	−18 % · 71,16 · −26 %	+1 % · 97,25 · +1 %	+10 % · 116,91 · +21 %

Fuente: Cálculo SDN con consenso [S005] y datos de compañías [S006]-[S018]. Valor = (BPA de consenso + ΔBPA) × PER del escenario; moneda local (€ para las europeas, US$ para Delta y United). easyJet queda fuera: su precio lo fija la oferta de Apollo de 715 p [S015]. Air France-KLM, también: sus acciones quedan sin verificar [S029].

EXHIBIT 6 RETORNO DE PRECIO A 12 MESES POR ESCENARIO, SIN DIVIDENDO (%)



Fuente: Cálculo SDN [S004]-[S018]. Escenarios con la mecánica de la tabla F; no son precios objetivo.

ASIMETRÍA

Con el Brent en 110, el reparto no es simétrico. Para IAG (−20 % / +22 %), Lufthansa (−32 % / +34 %) y Ryanair (−29 % / +37 %) lo que ganan en el bull supera lo que pierden en el bear. Para United (−26 % / +21 %) y Delta (−25 % / +23 %) ocurre lo contrario, porque su balance o su falta de coberturas amplifican la caída. Es la lectura mecánica del modelo, no una previsión.

09 Los datos que mueven el escenario llegan en las próximas tres semanas

CATALIZADORES Y RIESGOS

EXHIBIT H CATALIZADORES PRÓXIMOS

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAMOS
20-10-2026	Resultados del 3T de United [S019]	Ingreso unitario frente a combustible, recuperación (80-90 % prometida) y guía del 4T con el crudo a 110
03-11-2026	Tercer informe trimestral de Lufthansa [S008]	Cobertura de 2027 (la cifra de «algo más del 50 %» sigue sin documento primario) y guía de 1.700-2.200 M€
Finales de oct./principios de nov. (SIN VERIFICAR)	Resultados del primer semestre de Ryanair, trimestrales de IAG y Air France-KLM	Cobertura de FY28 (hoy 15 %), tarifas del 2S y repercusión
Continuo	Apertura de Ormuz, crack del jet y oferta de Apollo por easyJet [S015]	Precio del jet frente al Brent y trámite regulatorio de la oferta

Fuente: Compañías [S008][S015][S019]. Las fechas no confirmadas por la compañía se marcan SIN VERIFICAR.

Riesgos. (1) Escalada: un crudo por encima de 120 durante dos meses deja la repercusión por debajo de lo prometido; (2) demanda: IATA ya registra caída del tráfico mundial en junio [S003]; (3) coberturas: las que expiran en 2027 se rehacen a precios altos, y Air France-KLM suspendió su política en abril [S010]; (4) concentración: Delta y United dependen de que el cuarto trimestre cumpla; (5) oferta de Apollo: si no se completa, easyJet pierde su ancla [S015].

- **Brent y crack del jet.** Brent >120 dos meses o el jet por encima de 215 US$/bbl, el máximo de marzo, activan el bear; Brent <90 con el crack normalizado, el bull [S004][S020].
- **Cobertura de 2027.** Si IAG o Air France-KLM suben del 40 % a más del 55 % sin pagar un precio mayor, el escalón se suaviza [S007][S010].
- **Ingreso unitario.** Si el ingreso unitario del largo radio de IAG y Air France-KLM cae por debajo de los costes de combustible por unidad, la repercusión del 60-85 % se rompe [S006][S010].
- **Tráfico mundial.** Dos meses seguidos de RPK negativo en Europa llevan a la capacidad a recortar de nuevo [S003].

10 Qué es dato, qué es cálculo y qué no hemos podido verificar

METODOLOGÍA Y LÍMITES

DATO: cierres de Yahoo Finance a 16-10-2026, previsiones de IATA de junio y cifras de las compañías, con su fuente. **CÁLCULO:** consumo de combustible (IAG: gasto del 1S más coberturas ÷ 1.133,90 US$/t [S008], por dos; Lufthansa: media de ese método y del CO2 de 2025 [S023]; Air France-KLM: publicado [S011]; easyJet: su sensibilidad por trimestre, anualizada; Ryanair: estimación SDN, ±20 %; Delta y United: gasto del último trimestre ÷ precio del galón × 4), sensibilidades, DCF inverso y escenarios (secciones 05, 07 y 08). **LIMITACIÓN:** (1) el jet de 190 US$/bbl sale de una página de IATA sin fecha exacta; (2) el supuesto de crudo del consenso de BPA no se publica (SIN VERIFICAR); (3) la cobertura de Lufthansa en 2027 (40 % en marzo, «algo más del 50 %» en agosto; con el 40 % su sensibilidad sería un 18 % mayor) y su repercusión del 60 % vienen de prensa; (4) Delta y United no declaran coberturas y se modelan a cero; (5) la guía de United [S018] se leyó a través de resúmenes; (6) United publica el 20-10; (7) fechas de resultados de Ryanair, IAG y Air France-KLM sin confirmar; (8) el carácter firme de la oferta por easyJet no consta y queda fuera de los escenarios; (9) el crack del jet se mantiene constante; (10) impuestos del 25 % y ROIC del 13 % y 15 % son supuestos SDN.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.