International Consolidated Airlines Group S.A.

BME:ICAG · Revisión v6 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 29/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 4.91 EUR

Publicación en la web: 04/11/2026 · Revisión editorial: 04/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	7.80/10
Oportunidad:	7.40/10
NOTA FINAL:	7.60/10

ESPERAR / VIGILAR para entrar; MANTENER con condiciones para titulares.

Riesgo: Alto

IAG — Nota Final 7,6/10; Empresa 7,8; Oportunidad 7,4. Riesgo alto. Tesis favorable con reservas. ESPERAR para entrar; MANTENER con condiciones para quien ya la tiene.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

Identidad y corte. International Consolidated Airlines Group, S.A., BME:ICAG, informe de 29/10/2026 y precio de referencia 4,91 EUR. Fecha editorial 04/11/2026. Es la acción española del grupo IAG; no se cambia por la cotización londinense ni por otra empresa llamada IAG. No se incorporan resultados posteriores al corte.

Negocio. British Airways, Iberia, Vueling, Aer Lingus y LEVEL combinan largo radio premium, red de conexiones y corto radio. Los hubs de Heathrow y Madrid, las franjas aeroportuarias, las alianzas y Avios aportan ventajas locales difíciles de replicar. No eliminan la competencia por precio ni los costes fijos, combustible, salarios y flota. IAG Loyalty añade una actividad menos intensiva en capital; su beneficio operativo semestral fue 239 MGBP frente a 191 MGBP, con efectos de calendario y crecimiento anual esperado más cercano al objetivo superior al 10% que al 25% semestral.

Resultados primarios. H1 2026: ingresos 16.064 MEUR frente a 15.906; beneficio operativo IFRS 1.608 frente a 1.878; antes de excepcionales 1.757 frente a 1.878. El margen ajustado cae de 11,8% a 10,9%. En Q2 el beneficio operativo ajustado cae 16,3% a 1.406 MEUR. La capacidad H1 cae 0,1%, mientras el ingreso por asiento-kilómetro sube 2,4% en EUR y 6,2% a divisa constante. El crecimiento de ingresos no es volumen ni adquisición; precio, mezcla y FX explican una parte importante.

Caja y remuneración. CFO H1 4.196 − capex 1.291 = FCF corporativo 2.905 MEUR. El CFO ya incluye intereses pagados 288 y cobros de intereses 123, por lo que no se restan intereses otra vez. El principal de leases 722 queda en financiación: después de ese principal y de 31 MEUR de SBC económica, quedan 2.152 MEUR; tras 172 de principal de financiación de activos quedan 1.980. Este segundo saldo es presupuesto después de servicio programado, no una definición universal de FCF operativo. Se trata la SBC como coste y no se vuelve a cobrar la misma remuneración mediante una hipótesis adicional de dilución.

La caja semestral no es anualizable. El circulante aporta 1.436 MEUR, principalmente anticipos de billetes antes del verano, frente a 1.839 el año anterior. Restarlo como sensibilidad deja 544 MEUR después de los servicios anteriores, sin afirmar que ese sea el beneficio sostenible. Solo se entregaron tres aviones frente a trece y el capex cayó 399 MEUR. Además, no se repitió el pago de 447 MEUR a HMRC realizado en H1 2025. El impuesto pagado H1, 116 MEUR, está por debajo del gasto de 384; no se convierte esa diferencia en ahorro fiscal permanente.

Puente comparable de doce meses a junio de 2026. Anual 2025 + H1 2026 − H1 2025: CFO 6.588 + 4.196 − 3.787 = 6.997 MEUR; capex 3.442 + 1.291 − 1.690 = 3.043; FCF corporativo 3.954. Leases: 1.344 + 722 − 682 = 1.384; SBC: 63 + 31 − 24 = 70. Caja tras leases y SBC: 2.500; tras principal de activos de 696 + 172 − 179 = 689, quedan 1.811. Al valor bursátil aproximado de 21.600 MEUR son 18,3%, 11,6% y 8,4%, respectivamente. La primera cifra no es caja libre íntegra del accionista y ninguna demuestra por sí sola recurrencia.

Balance y financiación. A 30/06/2026, deuda bruta 13.867 MEUR, incluidos leases 6.907 y financiación de activos 5.217; caja y depósitos 9.175, deuda neta 4.692 y liquidez total 11.873 que incluye líneas comprometidas no dispuestas. La deuda neta de diciembre era 5.948: la reducción de 1.256 no es caja adicional que pueda sumarse al FCF. Hay 1.928 MEUR de deuda corriente, pero también 10.098 de ingresos diferidos dentro de 19.715 de pasivos corrientes. El déficit circulante exige liquidez operativa; no equivale a una reclamación instantánea de todo ese importe en efectivo.

Reinversión y derechos. No se presume que los 9.175 MEUR de caja y depósitos sean excedentarios: financian estacionalidad, contingencias y flota. Los compromisos de capex contratados eran 21.357 MEUR a junio, repartidos en años futuros y principalmente en USD. La guía de capex 2026 es unos 3.400 MEUR y dieciséis entregas, no los 1.291 del semestre multiplicados por dos. El capex ya incluye intangibles y tecnología; no se añade otro coste de software sin conciliación ni se devuelve capex de crecimiento. No se dispone de desglose fiable mantenimiento/crecimiento ni de ROI marginal por avión. TAP era una oportunidad de inversión sujeta a condiciones en la comunicación anual, no una adquisición cerrada ni una fuente de crecimiento gratuita.

Contraste adicional de la caja. El circulante LTM es 550 + 1.436 − 1.839 = 147 MEUR: el gran anticipo semestral no implica que todo el FCF de doce meses esté inflado por la misma cifra. El pago neto de IVA del periodo LTM es una entrada de 5 MEUR: −442 + 0 − (−447). Por ello, tampoco se repite una devolución hipotética de 447 MEUR encima del CFO LTM. Esta evidencia refuerza la realidad de la caja anual y el argumento de conservar, aunque no transforma el FCF antes de leases en caja distribuible. El impuesto pagado LTM es 488 + 116 − 156 = 448 MEUR; la sensibilidad no presume que una tasa fiscal baja perdure.

Valoración y exigencias del precio

Bases contables y contradicciones. El ProResearch ofrece BPA 2026 de 0,65 EUR en portada, pero 0,72 en la tabla de analistas, cuyo PER de 7,6 no concilia: 4,91 / 0,72 = 6,82, mientras 4,91 / 0,65 = 7,55. Tampoco concilian los BPA 2027/2028 entre tabla y narrativa. Su beneficio operativo 2025 de 5.099 MEUR difiere del primario 5.024. No se elige la celda más favorable ni se certifica el EV/EBITDA 4,11. FY2025 primario: BPA diluido 0,695 EUR, PER histórico 7,06; H1 2026 BPA diluido 0,212 y ajustado 0,236. Restar y sumar BPA con denominadores variables no reconstruye un BPA LTM exacto.

Acciones y normalización. La primaria declara 4.611,67 millones de acciones emitidas y 185,9 millones propias a junio, unas 4.425,77 millones netas; la media diluida H1 fue 4.786 millones. El PDF mezcla una fila de 4.398 con un pie que dice miles y ratios por acción que no cuadran completamente. Se conserva la discrepancia: para yields se usa capitalización aproximada 21.600 MEUR del informe, y para escenarios por acción una base ilustrativa estable cercana a 4.400 millones, sin certificar un número exacto al 29 de octubre. Las recompras futuras no se cuentan como reducción gratuita de acciones y dividendo simultáneo.

Lo que exige el precio. A 4,91 EUR, múltiplos contemporáneos de 7, 8 y 9 veces requieren beneficio normalizado por acción de 0,701, 0,614 y 0,546 EUR. Son combinaciones de beneficio y valoración, no una tasa exigida universal ni un DCF. El BPA histórico 0,695 cabe en el primero, pero sostenerlo exige márgenes y reinversión rentables durante un ciclo menos favorable; el Q2 muestra que la recuperación de combustible es incompleta. Una normalización ilustrativa de 0,50–0,70 EUR y 7–9 veces produce 3,50–6,30 EUR, rango económico que contiene el precio y no acredita una entrada con gran margen.

Retorno fechado ilustrativo, no previsión. Compra teórica el 29/10/2026 a 4,91 EUR y venta terminal el 29/10/2031: adverso conjunto BPA terminal 0,45, PER 6 y dividendos acumulados 0,30 produce riqueza 3,00 EUR; central 0,65 × 8 + 0,60 = 5,80; favorable 0,80 × 9 + 1,00 = 8,20. CAGR de riqueza sin reinversión aproximado −9,4%, 3,4% y 10,8% anual; no es TIR de dividendos fechados ni rentabilidad esperada con probabilidades. La central no necesita recompras ni expansión perpetua de múltiplo. Los dividendos de 0,12 EUR/año centrales representan unos 528 MEUR/año con 4.400 millones de acciones, frente a 1.811 MEUR de presupuesto LTM después de leases, SBC y principal de activos: el resto queda para flexibilidad, capex futuro mayor y deuda. No se reparte todo el FCF ni se suma otra vez la caja inicial.

Sensibilidad y financiación. El caso adverso combina menor demanda, presión de combustible y margen, y menor múltiplo; no es una caída de BPA aislada con financiación perfecta. En mayo se emitieron 1.000 MEUR en bonos 2031/2034 al 3,875%/4,50%, frente a la recompra de casi todo el convertible con contraprestación 1.197 MEUR. El rollover no aporta 1.000 MEUR distribuibles; 25 MEUR de prima van a gasto financiero. Si refinanciar 1.000 MEUR costase 2 puntos más, serían 20 MEUR anuales antes de impuestos: manejable de forma aislada, pero la pérdida de acceso junto a caída operativa obligaría a retener caja y suspender recompras. No se atribuye una emisión futura comprometida ni se resta deuda neta otra vez del valor por PER.

Comparables y juicio. Lufthansa y Ryanair son referencias económicas naturales por red europea y bajo coste, pero difieren en premium, hubs, flota, leases y divisa. El PDF solo identifica códigos 0LN7 y 0RYA y mezcla monedas y perímetros; no permite una comparación homogénea defendible. No se usa su media de múltiplos como valor. La referencia verificable es la trayectoria primaria: FY2025 ingresos +3,5%, margen operativo 15,1% y FCF 3.146 MEUR, pero H1 2026 margen 10,9% y capex aplazado. Empresa 7,8/10 reconoce red y Loyalty rentables con balance fortalecido, limitadas por ciclo, capital y dependencia energética. Oportunidad 7,4/10 reconoce un PER bajo y caja real, pero el rango de normalización y el retorno central no ofrecen suficiente colchón. Nota Final 7,6/10 expresa ese juicio conjunto sin promediar ni aplicar pesos: negocio invertible, entrada a vigilar y no compra al precio de referencia.

Prueba conjunta de reinversión y caja. Sustituir capex LTM 3.043 por guía anual 3.400, manteniendo CFO 6.997, leases 1.384, SBC 70 y principal de activos 689, reduce el presupuesto de 1.811 a 1.454 MEUR. No es previsión 2026: mezcla deliberadamente una referencia LTM con hipótesis de inversión anual para probar sensibilidad. Un adverso de CFO 6.000 y capex 3.400, con leases 1.400, SBC 70 y principal de activos 700, deja solo 430 MEUR, inferior a los 528 de dividendo ilustrativo central; habría que reducir reparto o retener más caja. Con CFO 7.500 y los servicios LTM, quedarían 1.957. Son supuestos del analista sin probabilidades, no una reserva residual elegida para fabricar caja normalizada. La zona que cambiaría el juicio depende conjuntamente de margen, gasto de flota y financiación: una sola cifra de BPA no la certifica.

Disciplina del valor terminal. El presupuesto que no se distribuye no se suma automáticamente al precio de salida: absorbe las necesidades de inversión y financiación que el modelo no puede fechar con precisión. Tampoco se vuelve a restar el principal ya pagado en el presupuesto de caja del valor por PER. Si esa caja resultase excedentaria y acumulable, el escenario omitiría un beneficio potencial; si el capex y combustible la consumiesen, no existe tal activo adicional. El modelo es una prueba conservadora de coherencia, no una conciliación completa de balance 2031 ni una promesa de retorno.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Riesgo: alto. El combustible, las interrupciones geopolíticas, la competencia de corto radio, los costes de emisiones y SAF, las averías de motores, salarios y entrega de aviones pueden coincidir. H1 recuperó alrededor del 60% del mayor combustible mediante ingresos e iniciativas de costes, según la dirección; la guía de coste de combustible de 8.300–8.600 MEUR y margen anual 12%–15% es previsión, no resultado. El informe primario mantiene la política de coberturas; no se adopta como hecho la afirmación del PDF de expiración progresiva sin conciliación.

Fiscalidad y extraordinarios. Los 149 MEUR de reestructuración H1 explican la diferencia de beneficio operativo IFRS/ajustado, con beneficio después de impuestos 1.033/1.146. No se recuperan automáticamente como ahorro recurrente ni se elimina su caja futura. La disputa de IVA Loyalty contiene un activo de 512 MEUR, cuya recuperación depende del litigio, y otros pagos 118 como activo contingente no reconocido; no se suman ambos como caja disponible. Las diferencias FX del beneficio operativo fueron adversas 52 MEUR H1; la variación del convertible y OCI se separa de operación. Ningún resultado judicial posterior se presume.

La mejor objeción a esperar es que los hubs, Loyalty y la disciplina de flota sostengan beneficios próximos a 2025, de modo que un PER cercano a siete veces infravalore una franquicia mejorada; además, la deuda neta/EBITDA de 0,6 veces da margen. La contraevidencia es concreta: caída de margen, Aer Lingus en pérdidas semestrales y caja favorecida por anticipos y entregas tardías. Persiste incertidumbre sobre caja normalizada durante el ciclo, no sobre si IAG genera caja hoy. No hay señal primaria suficiente de inviabilidad ni fundamento general para vender por el solo hecho de esperar para comprar.

Conclusión y justificación de las notas

Veredicto para nueva entrada: ESPERAR / VIGILAR a 4,91 EUR. Tesis 5–10 años: favorable con reservas. La red y Loyalty justifican seguimiento, pero el precio ya admite varios supuestos de beneficio normalizado razonables; la inversión en flota y la exposición al combustible hacen poco concluyente el aparente 18,3% de FCF. Una mejora sostenida de caja después de leases y reinversión, con margen resistente y financiación conservadora, permitiría reconsiderar la entrada. No se fija una zona de compra exacta con una normalización todavía incierta.

Por qué podemos estar equivocados: el descenso del semestre puede ser transitorio y el negocio recuperar margen de 2025 con menos deuda y menor dilución, acercándose al favorable sin requerir una expansión extrema de múltiplo. Qué dato nos haría cambiar de opinión: varios periodos comparables con margen y caja después de inversión total y leases resistentes, sin financiar distribuciones con deuda o anticipo estacional. Qué parte de la valoración tiene menos respaldo: el BPA y múltiplo de salida a cinco años, y el capex necesario para sostenerlos, no el precio o la caja histórica conciliada.

Titular actual — Mantener con condiciones: la caja después de leases y el balance permiten conservar exposición a la red y Loyalty; la recuperación y el valor residual compensan esperar, aunque el retorno central no justifica añadir a 4,91 EUR.

Condición para mantener: Mantener mientras la caja tras inversión total y leases cubra las distribuciones ordinarias sin aumentar estructuralmente la deuda.

Condición para mantener: Mantener mientras hubs, rentabilidad de largo radio y Loyalty conserven capacidad de compensar la competencia y el coste de flota.

Condición para reducir: Considerar reducir si varios periodos comparables muestran margen y caja deteriorándose, con recompras financiadas mediante deuda o reducción de liquidez necesaria.

Condición para vender: Considerar vender si una pérdida duradera de rentabilidad de la red o financiación accesible invalida la caja económica futura, tras contrastar efectos transitorios y el argumento de conservar.

Contraargumento de conservar: Conservar puede ser un error si los beneficios de 2025 eran un pico: el bajo PER no protege ante una combinación de combustible caro, caída de demanda y flota más costosa.

Incertidumbre: No se conoce la cartera, fiscalidad o liquidez personal del titular; este juicio trata la tesis empresarial.

Incertidumbre: Faltan separación de capex de mantenimiento, normalización fiscal y evidencia de recuperación de margen durante un ciclo adverso.

Las notas se mantienen tras contrastar el circulante anual y el servicio de financiación con las fuentes primarias. El soporte anual de caja es mejor que una lectura aislada del semestre, pero el aumento de inversión y la sensibilidad conjunta siguen dejando poco colchón para entrar. La diferencia entre esperar y mantener se apoya en esa combinación de negocio viable, valor recuperable y retorno de nueva entrada insuficientemente respaldado.

Qué vigilamos

- Caja tras inversión total, leases y remuneración
- Resistencia de margen y recuperación de combustible
- Compromisos de flota y acceso a financiación

Fuentes y alcance

original.pdf pp1–9; identity p1 | 2026-10-29 | Full authorized PDF; independently extracted full text

www.iairgroup.com · interim management report for the six months to 30 june 2026.pdf | 2026-07-31 | Full original PDF preserved; selected financial tables and notes read, not every narrative page

www.iairgroup.com · full year results release for the year to 31 december 2025.pdf | 2026-02-27 | Full original PDF preserved; selected financial tables and notes read

International Consolidated Airlines Group S.A.

BME:ICAG · v6 · Report 29/10/2026 · Reference 4.91 EUR

Company 7.80/10 | Opportunity 7.40/10 | Overall 7.60/10

WAIT / WATCH for a new entry; conditional HOLD for existing holders.

Risk: High

IAG — Overall 7.6/10; Company 7.8; Opportunity 7.4. High risk. Favourable thesis with reservations. WAIT for new entry; conditional HOLD for an existing holder.

Business, developments and cash

Identity and cutoff. International Consolidated Airlines Group, S.A., BME:ICAG, report dated 29 October 2026 and reference price EUR 4.91. Editorial date 4 November 2026. This is the Spanish IAG group share; neither the London quote nor another company called IAG replaces it. No subsequent results enter the cutoff judgment.

Business. British Airways, Iberia, Vueling, Aer Lingus and LEVEL combine premium long haul, connecting networks and short haul. Heathrow and Madrid hubs, airport slots, partnerships and Avios provide local advantages that are difficult to replicate. They do not remove price competition or fixed, fuel, labour and fleet costs. IAG Loyalty adds a less capital intensive business; half-year operating profit was GBP 239 million versus GBP 191 million, with timing benefits and expected full-year growth closer to the long-term target above 10% than the half-year 25%.

Primary results. H1 2026 revenue was EUR 16,064 million versus 15,906; IFRS operating profit 1,608 versus 1,878; before exceptionals 1,757 versus 1,878. Adjusted margin fell from 11.8% to 10.9%. Q2 adjusted operating profit fell 16.3% to 1,406. H1 capacity fell 0.1%, while passenger revenue per available seat kilometre rose 2.4% in EUR and 6.2% at constant currency. Revenue growth is not volume or acquisition growth; price, mix and FX matter.

Cash and remuneration. H1 CFO 4,196 less capex 1,291 equals corporate FCF of EUR 2,905 million. CFO already includes paid interest 288 and received interest 123; interest is not deducted twice. Lease principal 722 sits in financing: after that principal and 31 of economic SBC, 2,152 remains; after asset financing principal 172, 1,980 remains. The latter is a budget after scheduled financing service, not a universal definition of operating FCF. SBC is treated as a cost; the same remuneration is not charged again through an additional dilution assumption.

Half-year cash cannot be annualised. Working capital contributes EUR 1,436 million, mainly advance ticket sales before summer, versus 1,839 a year earlier. Removing that contribution as a sensitivity leaves 544 after the above service payments, without claiming this is sustainable earnings. Only three aircraft arrived versus thirteen and capex fell 399. The EUR 447 million payment to HMRC in H1 2025 did not recur. H1 cash tax 116 is below tax expense 384; this gap is not permanent tax savings.

Comparable twelve-month bridge to June 2026. FY2025 plus H1 2026 minus H1 2025: CFO 6,588 + 4,196 − 3,787 = EUR 6,997 million; capex 3,442 + 1,291 − 1,690 = 3,043; corporate FCF 3,954. Lease principal 1,344 + 722 − 682 = 1,384; SBC 63 + 31 − 24 = 70. Cash after leases and SBC is 2,500; after asset financing principal 696 + 172 − 179 = 689, 1,811 remains. Against approximate equity capitalisation 21,600, the yields are 18.3%, 11.6% and 8.4%. The first is not wholly distributable shareholder cash and none alone establishes recurrence.

Balance sheet and financing. At 30 June 2026 gross debt was EUR 13,867 million, including lease liabilities 6,907 and asset financing 5,217; cash and deposits 9,175, net debt 4,692 and total liquidity 11,873 including committed undrawn facilities. December net debt was 5,948: the 1,256 reduction is not extra cash added to FCF. Current debt is 1,928, but deferred revenue of 10,098 is also within current liabilities of 19,715. The working capital deficit calls for operating liquidity; it is not an immediate cash claim for the entire amount.

Reinvestment and rights. Cash and deposits of EUR 9,175 million are not assumed surplus: they support seasonality, contingencies and fleet investment. Contracted capex commitments were 21,357 at June, spread over future years and largely USD denominated. FY2026 capex guidance is about 3,400 and sixteen deliveries, not half-year 1,291 multiplied by two. Capex already includes intangibles and technology; no extra software deduction or growth capex addback is made without reconciliation. Reliable maintenance/growth separation and marginal aircraft ROI remain unavailable. TAP was an investment opportunity subject to terms in the annual release, not an executed acquisition or free growth.

Additional cash cross-check. LTM working capital is 550 + 1,436 − 1,839 = EUR 147 million: the large half-year advance does not mean all twelve-month FCF is inflated by the same amount. Net LTM VAT appeal cash is an inflow of 5: −442 + 0 − (−447). An imagined 447 refund is therefore not added to LTM CFO again. This supports the reality of annual cash and the case to retain, but does not turn pre-lease FCF into distributable cash. LTM cash tax is 488 + 116 − 156 = 448; the sensitivity does not assume a low tax rate persists.

Valuation and price expectations

Accounting bases and contradictions. ProResearch gives FY2026 EPS of EUR 0.65 on its cover but 0.72 in the analyst table, where the 7.6 P/E does not reconcile: 4.91 / 0.72 = 6.82, versus 4.91 / 0.65 = 7.55. FY2027/2028 EPS also differs between table and narrative. Its FY2025 operating profit 5,099 differs from primary 5,024. We neither select the most favourable cell nor certify EV/EBITDA of 4.11. Primary FY2025 diluted EPS was 0.695, implying historical P/E 7.06; H1 2026 diluted EPS 0.212 and adjusted 0.236. Adding and subtracting EPS with changing share denominators does not reconstruct exact LTM EPS.

Shares and normalisation. The primary report gives 4,611.67 million issued shares and 185.9 million treasury shares at June, about 4,425.77 million net; H1 weighted diluted shares were 4,786 million. The PDF mixes a 4,398 share row with a thousands footnote and per-share ratios that do not fully reconcile. The discrepancy remains: yields use approximate reported equity capitalisation of EUR 21,600 million; per-share scenarios use an illustrative stable base near 4,400 million, not a certified exact 29 October count. Future buybacks are not counted as both free share reduction and a dividend.

What the price requires. At EUR 4.91, contemporary multiples of 7, 8 and 9 require normalised EPS of 0.701, 0.614 and 0.546. These are earnings and valuation combinations, not a universal required return or DCF. Historical EPS 0.695 fits the first, but sustaining it requires margins and profitable reinvestment through a less favourable cycle; Q2 shows incomplete fuel recovery. Illustrative contemporary normalisation of EPS 0.50–0.70 and 7–9 times gives EUR 3.50–6.30, an economic range containing the price rather than establishing a large entry cushion.

Illustrative dated return, not a forecast. Theoretical purchase on 29 October 2026 at EUR 4.91 and terminal sale on 29 October 2031: joint adverse terminal EPS 0.45, P/E 6 and accumulated dividends 0.30 gives wealth 3.00; central 0.65 × 8 + 0.60 = 5.80; favourable 0.80 × 9 + 1.00 = 8.20. Approximate wealth CAGR without reinvestment is −9.4%, 3.4% and 10.8% annually; this is neither IRR on dated dividends nor probability-weighted expected return. Central requires neither buybacks nor perpetual multiple expansion. Central dividends of EUR 0.12 per year imply about EUR 528 million annually at 4,400 million shares, against the LTM 1,811 budget after leases, SBC and asset principal: remaining cash supports flexibility, higher future capex and debt. We do not distribute all FCF or add opening cash again.

Sensitivity and financing. The joint adverse combines weaker demand, fuel and margin pressure, and a lower multiple; it is not an isolated EPS decline with perfect funding. May issuance of EUR 1,000 million bonds due 2031/2034 at 3.875%/4.50% accompanied repurchase of nearly all the convertible for consideration 1,197. Rollover does not create 1,000 of distributable cash; the 25 premium is a finance charge. A two percentage point higher refinancing cost on 1,000 would be 20 annually pretax: manageable alone, but lost access alongside weaker operations would require cash retention and paused buybacks. Future issuance is not committed and net debt is not subtracted again from a P/E equity value.

Comparables and judgment. Lufthansa and Ryanair are natural economic references for European networks and low cost, but differ in premium mix, hubs, fleet, leases and currency. The PDF identifies only codes 0LN7 and 0RYA and mixes currencies and scopes, preventing defensible homogeneous comparison. Their average multiple is not used as value. The verifiable reference is primary operating history: FY2025 revenue grew 3.5%, operating margin was 15.1% and FCF 3,146, but H1 2026 margin was 10.9% with deferred capex. Company 7.8/10 recognises profitable networks and Loyalty with an improved balance sheet, constrained by cyclicality, capital and energy dependence. Opportunity 7.4/10 recognises low P/E and real cash but insufficient cushion in normalisation and central returns. Overall 7.6/10 expresses that joint judgment without averaging or weights: investable business, entry to watch and no buy at the reference price.

Joint reinvestment and cash test. Replacing LTM capex 3,043 with annual guidance 3,400 while keeping CFO 6,997, leases 1,384, SBC 70 and asset principal 689 reduces the budget from EUR 1,811 to 1,454 million. This is not a FY2026 forecast: it deliberately combines an LTM reference and an annual investment assumption for sensitivity. An adverse CFO 6,000 and capex 3,400, with leases 1,400, SBC 70 and asset principal 700, leaves only 430, below the illustrative central dividend 528; distributions would have to fall or more cash be retained. With CFO 7,500 and LTM service payments, 1,957 remains. These are analyst assumptions without probabilities, not a residual reserve chosen to manufacture normalised cash. The zone that changes the judgment jointly depends on margin, fleet spending and funding; one EPS number does not certify it.

Terminal value discipline. Undistributed budget is not automatically added to the exit price: it absorbs investment and financing needs whose timing the model cannot specify. Principal already paid in the cash budget is not subtracted again from P/E value. If this cash proves surplus and accumulates, the scenario omits a potential benefit; if capex and fuel absorb it, no such additional asset exists. The model is a conservative coherence test, not a complete 2031 balance sheet reconciliation or a promised return.

Risks and monitoring

Risk: high. Fuel, geopolitical disruption, short-haul competition, emissions and SAF costs, engine issues, wages and aircraft delivery can coincide. Management says H1 recovered around 60% of higher fuel through revenue and cost initiatives; annual fuel guidance EUR 8,300–8,600 million and 12%–15% margin are forecasts. The primary report maintains hedging policy; the PDF claim of progressive hedge expiry is not adopted as fact without reconciliation.

Tax and exceptionals. H1 restructuring of EUR 149 million explains the IFRS/adjusted operating difference, with after-tax profit 1,033/1,146. These costs are not automatically recurring savings and future cash obligations are not removed. The Loyalty VAT dispute includes an asset of 512 dependent on litigation and further payments of 118 disclosed as an unrecognised contingent asset; both are not added as available cash. H1 operating FX impact was adverse 52. Convertible valuation and OCI movements are separated from operations. No subsequent court outcome is assumed.

The strongest objection to waiting is that hubs, Loyalty and fleet discipline could sustain earnings near 2025, making a P/E near seven undervalue an improved franchise; net debt/EBITDA of 0.6 provides capacity. Concrete counterevidence is margin decline, Aer Lingus half-year losses and cash aided by advance bookings and delayed deliveries. The unresolved question concerns cash normalisation through the cycle, not whether IAG generates cash now. Primary evidence does not establish unviability or a general reason to sell solely because new purchases should wait.

Conclusion and independent score judgments

New entry verdict: WAIT / WATCH at EUR 4.91. Five-to-ten-year thesis: favourable with reservations. Network and Loyalty justify monitoring, but the price already accommodates several reasonable normalised earnings combinations; fleet investment and fuel exposure weaken the apparent 18.3% FCF signal. Sustained cash after leases and full reinvestment, resilient margins and conservative financing would allow entry reconsideration. An exact buy zone is not set while normalisation remains uncertain.

Why we could be wrong: half-year weakness may be temporary and the business could recover 2025 margins with lower debt and dilution, approaching the favourable case without extreme multiple expansion. What would change our view: several comparable periods of resilient margin and cash after full investment and leases, without debt-funded distributions or reliance on seasonal advances. The least supported valuation component is terminal five-year EPS and multiple, and capex required to sustain them, rather than reference price or reconciled historical cash.

Existing holder — Hold conditionally: cash after leases and the balance sheet support retaining network and Loyalty exposure; recovery potential and residual value support patience, although central returns do not justify adding at EUR 4.91.

Hold condition: Hold while cash after full investment and leases covers ordinary distributions without a structural increase in debt.

Hold condition: Hold while hubs, long-haul profitability and Loyalty can offset competition and fleet costs.

Reduce condition: Consider reducing if several comparable periods show deteriorating margin and cash alongside buybacks financed with debt or depletion of necessary liquidity.

Sell condition: Consider selling if a lasting loss of network profitability or accessible funding invalidates future economic cash, after testing temporary effects and the case for retaining.

Case against retention: Retaining may be wrong if 2025 earnings were a peak: low P/E offers no protection against simultaneous expensive fuel, weaker demand and a more costly fleet.

Uncertainty: The holder's portfolio, tax and personal liquidity are unknown; this judgment addresses the business thesis.

Uncertainty: Maintenance capex separation, normalised tax and margin recovery evidence through an adverse cycle remain incomplete.

Scores are maintained after checking annual working capital and financing service against primary sources. Annual cash support is stronger than an isolated reading of the half year, but higher investment and joint sensitivity still leave limited entry cushion. Waiting versus holding rests on that combination of a viable business, recoverable value and insufficiently supported new-entry return.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.