

Sector: Gestión aeroportuaria

Se modera el perfil de crecimiento  
Rent. por dividendo sostenible y atractiva

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 24.615 M€  
Último: 164,10 €/acc.  
Nº Acciones(M.): 150 M acc.  
Min / Max (52 sem): 130,00€ / 179,85€  
Cód. Reuters / Bloomberg: AENA.MC / AENA SM  
Accionariado: 51% Enaire

Ratios	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	21,1 x	20,0 x	18,5 x	18,3 x	17,6 x
Rent. dividendo*	2,5%	4,4%	4,3%	4,4%	4,6%
BPA (€/acc)	7,76	8,21	8,85	8,95	9,32
DPA (€/acc)	3,83	6,50	6,93	7,16	7,45
DN/FFPP	1,7x	1,4x	1,2x	1,2x	1,1x
DN/EBITDA	3,6x	2,8x	2,4x	2,7x	2,3x
ROE	23%	22%	22%	21%	21%

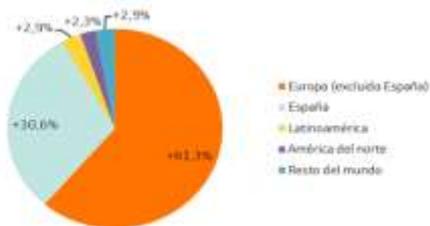
\* Con última cotización

Principales cifras	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	4.028	4.320	4.409	4.642	5%
EBITDA	2.517	2.657	2.636	2.868	4%
Margen EBITDA	62,5%	61,5%	59,8%	61,8%	
EBIT	1.717	1.850	1.835	2.083	7%
Margen EBIT	42,6%	42,8%	41,6%	44,9%	
BNA	1.232	1.328	1.343	1.397	4%
% incremento BN	6%	8%	1%	4%	

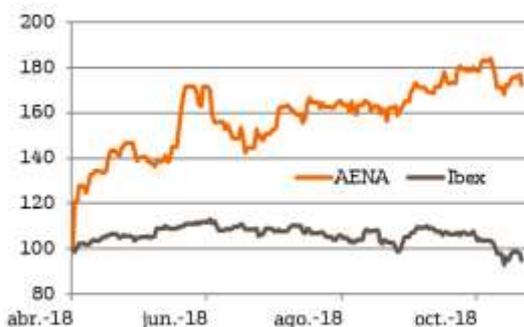
\* Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Desglose de ingresos por geografía



Evolución AENA vs. Ibex



## AENA

Precio Objetivo: 154,7 €  
Recomendación: Neutral

AENA ha publicado unos resultados 2018 que cumplen las guías del año y confirman la desaceleración en ingresos y EBITDA que preveíamos a comienzos del año. En anteriores notas avisamos que el año iría de más a menos: (i) por la moderación en el crecimiento del tráfico, (ii) la erosión de márgenes, por la renovación de contratos, como el de seguridad y limpieza, que están resultando en incrementos significativos de costes, (iii) el mayor incremento de viajeros "low cost" y nacionales que están reduciendo ligeramente los ingresos comerciales por pasajero. Con todo, la generación de caja se mantiene robusta y la deuda financiera sigue reduciéndose, con un ratio DFN/EBITDA de 2,5x (vs 2,8x a final de 2017). Esta tendencia se mantendrá en 2019. Para compensar la gradual disminución del negocio regulado en los próximos años hasta el próximo DORA 2022-2026 (Documento de Regulación Aeroportuaria), AENA buscará un mayor perfil inversor en actividades no reguladas: Oportunidades de M&A internacional y desarrollos inmobiliarios en los terrenos aledaños a los aeropuertos de Madrid y Barcelona. Recientemente, AENA ha obtenido la concesión de 6 aeropuertos en Brasil, que estimamos aumentarán el EBITDA del grupo en +2,0/2,5% a partir de 2020.

En 2019 preveimos (i) mayor moderación en el crecimiento del tráfico aéreo (+2% esperado vs +5,8% en 2018), (ii) mayor incremento de costes operativos en 2019 (la mayoría de los contratos se renovaron escalonadamente a partir de mayo 2018, con incrementos significativos, cuyo impacto completo se verá en 2019); (iii) un mayor esfuerzo inversor en 2019 (tras un CAPEX total de 371 M€ en 2017 y 525 M€ en 2018, el grupo prevé inversiones de ~430 M€ en 2019 y 614 M€ en 2020 (en rediseño de áreas comerciales, adecuación de las instalaciones para aviones más grandes (de largo radio), desarrollo de soluciones digitales, etc.) además de operaciones de M&A como la reciente en Brasil, lo que mermará la generación de cash flow libre en el corto plazo. En cualquier caso, la compañía seguirá reduciendo su deuda. Tras una reducción de 523 M€ en 2018, preveimos -767 M€ en 2019. Este nivel de deuda equivale a un ratio DFN/EBITDA de 2,4x en 2019.

Hemos revisado las previsiones con el cierre de 2018 y la incorporación de los aeropuertos brasileños y obtenemos una valoración de la compañía de 154,7€/acción (vs 146,9 €/acción anterior). Mantenemos la recomendación de Neutral. Con un payout (% del beneficio que se reparte como dividendo) del 80% en los próximos 2 años, ofrece una rentabilidad por dividendo del ~4,4% en 2019-2020.

Los resultados 4T18 muestran cierta recuperación en el ritmo de crecimiento de los ingresos, mientras los márgenes acusan la revisión de varias subcontratas.

**Resultados 2018: Ingresos: 4.320 M€ (+7,3%).** La compañía ha conseguido compensar el descenso del -2,2% en las tasas aeroportuarias desde el 1 de marzo de 2018 con un aumento del tráfico del +5,8% en los aeropuertos españoles hasta 263,8 M pasajeros. El crecimiento del tráfico se ralentiza desde ritmos de +8,2% en 2017 y +11,0% en 2016. El tráfico en el aeropuerto de Luton aumentó +5,0% hasta 16,6 M pasajeros, también ralentizándose desde +8,6% en 2017 y +18,5% en 2016. El EBITDA alcanzó 2.657 M€ (+5,5%), deslizando el margen desde el 62,5% en 2017 al 61,5% en 2018. Excluyendo el impacto extraordinario de -19,6 M€ por el cierre del aeropuerto de Murcia, el EBITDA aumentó +6,3% (margen 61,9%). El Beneficio Neto Atribuible alcanzó los 1.328 M€, +7,8%. El flujo de caja operativo descendió -3,3% hasta los 1.948 M€, debido a que en 2017 se produjo la devolución extraordinaria de 110,5 M€ del impuesto de sociedades del ejercicio 2015 y al cambio de cobro a una aerolínea desde prepagado a pago posterior garantizado por importe de 28,4 M€. Sin ambos efectos no recurrentes, la generación de caja habría aumentado un +3,8%. La deuda financiera neta se reduce hasta los 6.425 M€ frente a los 6.948 M€ en 2017, situando el ratio DFN/EBITDA en 2,5x.

**4T18 estanco:** Ingresos de 1.069 M€ (+14,9%) tras un aumento del tráfico de +6,9% en los aeropuertos españoles hasta 59,7 M pasajeros en el trimestre estanco. El crecimiento del tráfico se recupera tras dos trimestres de atonía (+3,7% en 3T18, +4,8% en 2T18, +9,7% en 1T18). El tráfico en el aeropuerto de Luton también se recupera con un crecimiento en el 4T18 de +12,5% hasta 3,9 M pasajeros vs +5,5% en 9M18. El EBITDA alcanzó 624 M€ (+9,8%); los costes operativos crecieron +22,8%, afectados por la revisión de varias subcontratas, que erosionaron el Margen EBITDA hasta 58,4% vs 61,0% en 4T17. Los resultados muestran cierta recuperación del tráfico de pasajeros. Por el contrario, los costes en el periodo se ven afectados por la renovación de varios servicios subcontratados que crecen por encima de los ingresos erosionando el margen.

En resumen, resultados en línea con las guías aportadas por la compañía para el año.

Equipo de Análisis de Bankinter: Elena Fernández-Trajiella Janssen (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Juan Tuesta Rafael Alonso Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Aranda  
Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Luis Piñas

Consulte importantes advertencias legales en: [https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 14

28110 Alcobendas (Madrid)

**Plan estratégico 2018 – 2021:** Pretende consolidar el posicionamiento de AENA como primer y más eficiente operador aeroportuario mundial e incrementar y diversificar los ingresos no regulados.

**Principales líneas estratégicas:** (i) **Por el lado del negocio regulado o actividad aeronáutica**, que representó el **60,0% del EBITDA** en 2018, AENA pretende consolidar su liderazgo como primer operador del mundo por volumen de ingresos y mantener su alto nivel de eficiencia, como se refleja en los menores costes operativos por pasajero (4,6 € vs 8,8 € de media en el sector) y un margen EBITDA superior. (ii) **Por el lado del negocio no regulado**, AENA buscará optimizar y diversificar los ingresos. En el área comercial, **35,5% del EBITDA en 2018**, la compañía rediseñará y abrirá nuevas fuentes de ingresos a medio plazo vía desarrollos inmobiliarios en los terrenos adyacentes a los aeropuertos de Madrid y Barcelona, con gran valor logístico y buscará potenciar el área internacional (3,1% del EBITDA de 2018) con la compra de porcentajes de control en aeropuertos extranjeros, como ya hizo con la compra del 51% de Luton en 2013. Estos objetivos se llevarán a cabo a través de actuaciones entre las que destacan: (i) **ampliación de la capacidad de los aeropuertos españoles**, especialmente a partir de 2021, (ii) **rediseño y optimización de la oferta comercial** para aumentar los ingresos comerciales, especialmente en el segmento de tiendas especializadas, donde el nivel de penetración es menor que en los aeropuertos europeos comparables, (iii) **desarrollos inmobiliarios** para poner en rentabilidad terrenos de gran valor logístico, (iv) **impulso de la actividad internacional con operaciones de M&A** en proyectos de privatización. En esta línea, en marzo AENA obtuvo la concesión por un plazo de 30 años, extensible por 5 años adicionales, **del grupo aeroportuario del Nordeste de Brasil** por 2,389 MBRL (~544 M€). Este grupo se compone de 6 aeropuertos (Recife, Maceió, Joao Pessoa-Bayeux, Aracajú, Juazeiro do Norte y Campina Grande) que tuvo un tráfico de 13,7 M pasajeros en 2018, el 6,5% del total del tráfico brasileño y un 4,9% del tráfico total de AENA en 2018. Se prevé que estos aeropuertos empiecen a ser gestionados por AENA en 4T19 a través de una sociedad participada al 100%. Con un tráfico algo inferior al de Luton en 2018 (13,7 vs 16,6 M pasajeros), estimamos que los aeropuertos brasileños aportarán un EBITDA equivalente al 2,0%/2,5% del total en 2020 (comparado con el 3,1% que representa Luton).

**Perspectivas 2019:** (i) **AENA prevé un crecimiento del tráfico aéreo en 2019 de +2% (+/-0,5%)**. Este tráfico más moderado se verá compensado con la congelación de las tasas aeroportuarias a partir de marzo de 2019 (vs rebajas de -2,2% en marzo 2017 y 2018), (ii) **mayor incremento de costes operativos en 2019** (la mayoría de los contratos se renovaron a partir de mayo 2018, con incrementos de costes significativos, cuyo impacto completo se verá en 2019) y (iii) **mayor esfuerzo inversor a partir de 2019** (tras un CAPEX de 371 M€ en 2017 y 525 M€ en 2018, el grupo prevé inversiones de ~430 M€ en 2019 y 614 M€ en 2020 M€, además de acometer operaciones de M&A como la reciente en Brasil lo que mermará la generación de cash flow libre a corto plazo. Con todo, la compañía seguirá reduciendo su deuda. **En 2018-2019 AENA prevé reducir la deuda en 1.367 M€, un 17% de la deuda a final de 2017. Este nivel de deuda equivale a un ratio DFN/EBITDA de 2,4x en 2019.**

Aunque la compañía destaca que el tráfico aéreo global se duplicará en los próximos 20 años y España ocupa un lugar destacado como nexo entre Europa y Latinoamérica y como 2º receptor mundial de turistas, en el corto plazo AENA va a acusar (i) la desaceleración económica en Europa, de donde proviene el 92% de los pasajeros del grupo, (ii) el Brexit y su impacto en el tráfico de pasajeros británicos, que representan el 21,7% de los pasajeros de AENA en los aeropuertos españoles y Luton; aunque hay que señalar que en los últimos meses de 2018 y principios de 2019 el tráfico británico está mostrando mejoría, y (iii) la mayor competencia de otros destinos de "sol y playa" hasta ahora penalizados por su inestabilidad política (Turquía, muy competitiva tras la fuerte depreciación de la lira, Túnez, Cabo Verde, etc.). Por otro lado, la gradual reducción del negocio regulado porque las amortizaciones de la Base de Activos Regulada supera a las inversiones fuerzan a AENA a acometer una revisión de su oferta comercial que en el corto plazo conllevará mayores costes e inversiones. **Disminuye pues el perfil de crecimiento del grupo y disminuyen los márgenes.**

Hemos revisado las previsiones y valoración de la compañía con un Precio Objetivo de 154,7 €/acción (vs 146,9 €/acción anterior). Mantenemos la recomendación de Neutral. Con un payout del 80% los próximos 3 años, ofrece una rentabilidad por dividendo del ~4,4% en 2019-2020.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'18-'21
Ingresos	2.672	2.932	3.165	3.518	3.773	4.028	4.320	4.409	4.642	4.695	4%
EBITDA	1.055	1.560	1.866	2.098	2.294	2.517	2.657	2.636	2.868	2.885	3%
Margen EBITDA	39,5%	53,2%	59,0%	59,7%	60,8%	62,5%	61,5%	59,8%	61,8%	61,4%	
EBIT	221	742	1.051	1.252	1.468	1.717	1.850	1.835	2.083	2.115	5%
Margen EBIT	8,3%	25,3%	33,2%	35,6%	38,9%	42,6%	42,8%	41,6%	44,9%	45,0%	
BAI	-92	497	672	1.041	1.516	1.597	1.737	1.738	1.825	1.825	3%
BNA	-63	597	478	834	1.164	1.232	1.328	1.343	1.397	1.397	3%
Tasa de variación interanual		n.s.	-19,9%	74,4%	39,6%	5,8%	7,8%	1,1%	4,1%	0,0%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo No Corriente	16.274	15.823	16.614	15.935	14.503	14.094	13.786	14.479	14.243	13.792
Activo Circulante	443	623	803	1.088	1.011	1.213	1.114	820	857	880
<b>Total Activo</b>	<b>16.717</b>	<b>16.445</b>	<b>17.417</b>	<b>17.023</b>	<b>15.514</b>	<b>15.307</b>	<b>14.899</b>	<b>15.298</b>	<b>15.100</b>	<b>14.672</b>
FFPP	2.437	3.039	3.578	4.360	5.026	5.688	6.024	6.292	6.572	6.851
Pasivo no corriente	1.119	1.121	2.110	2.065	1.088	939	804	844	815	1.281
Deuda financiera	12.086	11.474	11.024	9.953	8.793	8.011	7.306	7.439	6.969	5.790
Pasivo Corriente	1.075	812	705	645	607	669	766	723	744	750
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.717</b>	<b>16.445</b>	<b>17.417</b>	<b>17.023</b>	<b>15.514</b>	<b>15.307</b>	<b>14.899</b>	<b>15.298</b>	<b>15.100</b>	<b>14.672</b>

Equipo de Análisis de Bankinter:

Elena Fdez-Trapiella Janssen (analista principal de este informe)

<http://broker.bankinter.com/>

Ramón Forcada Juan Tuesta Rafael Alonso Eva del Barrio Pilar Aranda Ana de Castro

<http://www.bankinter.com/>

Esther Gutiérrez de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Luis Piñas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

Avenida de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas (Madrid)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.