

ANÁLISIS Y MERCADOS

AENA

Neutral

Buena alternativa de inversión, aunque sin potencial en valoración

Principales magnitudes (02/08/2019; 18:00)				
Precio (€)	167,45	Nº acciones (Mn)	150,0	
P. Objetivo (€)	162,40	Capitalización	25.117,5	
Potencial (%)	-3,0	Volumen día (Mn€)	50,8	
Ticker Bloomberg	AENA SM	Free-float (%)	32,0	
(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	1.328,0	1.333,6	1.333,1	1.363,4
% inc.	7,8	0,4	0,0	2,3
EBITDA	2.656,6	2.627,7	2.593,3	2.591,7
% inc.	5,5	-1,1	-1,3	-0,1
BPA (€)	8,85	8,89	8,89	9,09
% inc.	7,8	0,4	0,0	2,3
DPA (€)	7,06	7,09	7,09	7,25
% inc.	8,6	0,4	0,0	2,3
PER (x)	15,3	18,8	18,8	18,4
VE/EBITDA	10,1	11,9	11,9	11,6
Rentab. divdo. (%)	5,2	4,2	4,2	4,3
P/VIC (x)	3,4	4,0	3,8	3,7

Evolución bursátil (€)



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-5,0	1,3	8,7
Relativo	-2,4	5,3	16,4

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

Resultados 2Q19 sin sorpresas.

Los resultados de AENA continuaron creciendo en 2Q19 a tasas de entre el 4 y el 5% en ventas, EBITDA y Beneficio neto, gracias sobre todo a que el tráfico aeroportuario se incrementó un +5,5% en el trimestre. Tan solo cabe mencionar que los resultados estuvieron distorsionados en la parte baja de la cuenta de resultados por extraordinarios de -11Mn€ derivados del ajuste de valor de instrumentos de cobertura, el cual no tiene impacto en flujo de caja.

Mantenemos nuestras estimaciones.

La compañía ha propuesto a la CNMC una **rebaja de la tarifa aeroportuaria** del -1,17% en 2020, (frente al -2,2% BKTe), aunque esta tiene que ser revisada por la CNMC. En esta ocasión entrarán por primera vez en juego factores de ajuste (llamados B y P), con cierto componente de subjetividad. Si bien, teniendo en cuenta que el diferencial de tarifa aplicable a 2020 (0,19€) es inferior que el de 2019 (0,23€/acción), no descartamos que dicha rebaja sea finalmente próxima a nuestra estimación. Por ello, **mantenemos nuestras estimaciones para el periodo 2019e-2021e**, con un BPA creciendo a una TACC del +0,9%.

Activos en precio, con rentabilidad por dividendo superior al 4% anual. Neutral.

Aena presenta un **gran atractivo en un entorno de tipos bajos** que esperamos que se extienda al menos hasta mediados de 2020, debido a: 1) un perfil claramente defensivo con gran visibilidad de flujos de caja y cómoda situación financiera; y 2) una rentabilidad por dividendo superior al 4%, por encima de otras alternativas de inversión de bajo riesgo. Si bien, esperamos que el flujo de caja se reduzca al -3,3% TACC en el próximo periodo regulatorio (2022-2026) con tarifas aeroportuarias planas, menor crecimiento en el número de pasajeros, e inversiones que doblarán las actuales. Valoramos Aena en **162,4€/acción, que no ofrece potencial de revalorización** con respecto al precio actual de mercado. Por ello, mantenemos nuestra recomendación **Neutral**.

Juan Moreno

Valoración

Cuadro 1. Valoración DCF Aena

(M€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	VR
NOPAT	1.392,3	1.411,0	1.446,7	1.474,5	1.503,2	1.532,5	1.562,7	1.562,7	
A&D	771,6	745,5	733,0	734,0	735,0	735,9	736,7	736,7	
Capex	-350,0	-325,0	-750,0	-750,0	-750,0	-750,0	-750,0	-590,0	
Var. Capital Circulante	-44,5	-45,3	-46,8	-48,4	-49,9	-51,5	-53,1	-53,1	
Flujo de caja libre	1.769,5	1.786,2	1.382,9	1.410,2	1.438,3	1.466,9	1.496,3	1.656,3	35.239

Valor Empresa (M€)	31.086,6
DFN 2019e	-6.357,8
Minoritarios	-456,7
Puesta en equivalencia	88,7
Valor Equity	24.360,7
Precio objetivo (€/acción)	162,40

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 2. Análisis de sensibilidad (€/acción)

WACC/G	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
5,00%	164,6	181,2	202,0	228,7	264,3
5,50%	145,0	158,0	174,0	194,0	219,7
5,75%	136,4	148,1	162,4	179,8	201,9
6,00%	128,6	139,1	151,7	167,1	186,4
6,50%	114,8	123,4	133,5	145,6	160,5

Método de Valoración

Valoramos AENA a través de un descuento de flujos de caja. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2019.

Principales asunciones

En nuestro escenario base utilizamos una WACC del 5.75% y una G del 1% a partir del año 2027.

Cuadro 3. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cuenta de resultados						
Ventas	3.772,5	4.027,6	4.320,4	4.444,5	4.445,2	4.494,5
<i>% inc.</i>	7,3	6,8	7,3	2,9	0,0	1,1
Coste de las mercancías vendidas	-180,4	-174,2	-172,9	-188,8	-192,5	-197,7
Margen bruto	3.592,1	3.853,4	4.147,5	4.255,7	4.252,8	4.296,8
Costes de explotación	-1.298,5	-1.335,8	-1.490,8	-1.628,0	-1.659,5	-1.705,1
EBITDA	2.293,6	2.517,6	2.656,6	2.627,7	2.593,3	2.591,7
<i>% inc.</i>	13,0	9,8	5,5	-1,1	-1,3	-0,1
Amortización del inmovilizado	-825,8	-800,0	-806,4	-791,4	-771,6	-745,5
EBIT	1.467,8	1.717,6	1.850,2	1.836,3	1.821,7	1.846,2
<i>% inc.</i>	24,1	17,0	7,7	-0,8	-0,8	1,3
Resultado financiero	32,2	-139,6	-132,7	-122,1	-109,6	-96,4
Puesta en equivalencia	16,1	18,9	20,2	23,2	25,5	27,9
Otros resultados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	1.516,1	1.596,9	1.737,7	1.737,4	1.737,6	1.777,7
Impuesto de sociedades	-351,7	-374,7	-409,6	-409,5	-409,6	-419,0
Operaciones discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-0,2	10,0	-0,1	5,7	5,1	4,8
Beneficio neto atribuible	1.164,2	1.232,2	1.328,0	1.333,6	1.333,1	1.363,4
<i>% inc.</i>	52,3	5,8	7,8	0,4	0,0	2,3
BPA (€)	7,76	8,21	8,85	8,89	8,89	9,09
<i>% inc.</i>	52,3	5,8	7,8	0,4	0,0	2,3
DPA (€)	3,83	6,50	7,06	7,09	7,09	7,25
<i>% inc.</i>	41,3	69,7	8,6	0,4	0,0	2,3
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	1.990,0	2.032,2	2.134,4	2.125,0	2.104,8	2.108,9
<i>% inc.</i>	23,6	2,1	5,0	-0,4	-1,0	0,2
Variaciones de NOF	81,2	234,3	-57,9	-195,1	-44,5	-45,3
Capex	-305,4	-371,2	-524,6	-575,0	-350,0	-325,0
Cash flow libre	1.765,8	1.895,4	1.551,9	1.354,9	1.710,3	1.738,7
Remuneración al accionista	-406,5	-574,5	-975,0	-1.059,0	-1.063,4	-1.063,1
Otras variaciones	-185,6	-248,9	-75,0	-19,4	-19,0	-18,8
Variación de caja	1.173,7	1.072,0	501,9	276,5	627,9	656,8

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 4. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Balance						
Activo fijo neto	14.089,6	13.697,1	13.379,8	13.163,4	12.741,7	12.321,2
Inmovilizado financiero	135,7	135,1	138,2	115,0	89,6	61,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-32,2	-266,5	-208,6	-13,5	30,9	76,2
Otros activos/(pasivos) neto	-939,3	-721,8	-631,4	-602,6	-571,5	-538,0
Capital empleado	13.253,8	12.843,9	12.677,9	12.662,2	12.290,7	11.921,2
Recursos propios	4.993,3	5.682,5	6.034,9	6.309,4	6.579,1	6.879,5
Minoritarios	32,4	5,4	-11,1	-24,8	-38,2	-51,3
Deuda financiera neta	8.228,0	7.156,0	6.654,1	6.377,6	5.749,8	5.093,0
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	95,2	95,7	96,0	95,8	95,7	95,6
EBITDA/Ventas	60,8	62,5	61,5	59,1	58,3	57,7
EBIT/Ventas	38,9	42,6	42,8	41,3	41,0	41,1
Ventas/Capital empleado	28,5	31,4	34,1	35,1	36,2	37,7
EBITDA/Capital empleado	17,3	19,6	21,0	20,8	21,1	21,7
ROCE	11,1	13,4	14,6	14,5	14,8	15,5
ROE	23,3	21,7	22,0	21,1	20,3	19,8
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Deuda financiera neta/EBITDA	3,6	2,8	2,5	2,4	2,2	2,0
EBIT/Resultado financiero	-45,6	12,3	13,9	15,0	16,6	19,1

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 5. Accionistas principales

Spanish Government	51,0%
TCI	8,3%
Deutsche Bank	4,4%
Capital Research & Management	3,2%
Blackrock	3,1%
Treasury stock	0,0%

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 6. Información de la compañía

Dirección:	Arturo Soria, 109 28043 Madrid España
Página Web:	www.aena.es
Presidente	Maurici Lucena
Consejero delegado:	José Leo Vizcaino
IR:	Silvia López Fernández

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 7. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	7,76	8,21	8,85	8,89	8,89	9,09
% inc.	52,3	5,8	7,8	0,4	0,0	2,3
CFPA (€)	13,27	13,55	14,23	14,17	14,03	14,06
% inc.	23,6	2,1	5,0	-0,4	-1,0	0,2
DPA (€)	3,83	6,50	7,06	7,09	7,09	7,25
% inc.	41,3	69,7	8,6	0,4	0,0	2,3
VC/acción (€)	33,29	37,88	40,23	42,06	43,86	45,86
% inc.	16,0	13,8	6,2	4,5	4,3	4,6
ROE (%)	23,3	21,7	22,0	21,1	20,3	19,8
Precio (€)						
Máximo	136,00	183,70	179,50	n.a.	-	-
Mínimo	94,07	129,65	132,95	n.a.	-	-
Último	129,65	169,00	135,75	167,45	167,45	167,45
PER (x)						
Máximo	17,5	22,4	20,3	-	-	-
Mínimo	12,1	15,8	15,0	-	-	-
Último	16,7	20,6	15,3	18,8	18,8	18,4
Relativo	1,0	1,2	0,9	1,1	1,1	1,1
P/CF (x)						
Máximo	10,3	13,6	12,6	-	-	-
Mínimo	7,1	9,6	9,3	-	-	-
Último	9,8	12,5	9,5	11,8	11,9	11,9
Relativo	1,1	1,4	1,1	1,3	1,4	1,4
Rent. Dividendo (%)						
Máxima	4,1	5,0	5,3	-	-	-
Mínima	2,8	3,5	3,9	-	-	-
Última	3,0	3,8	5,2	4,2	4,2	4,3
Relativo	0,9	1,2	1,6	1,3	1,3	1,3
P/VC (x)						
Máximo	4,1	4,8	4,5	-	-	-
Mínimo	2,8	3,4	3,3	-	-	-
Último	3,9	4,5	3,4	4,0	3,8	3,7
Relativo	1,1	1,3	1,0	1,2	1,1	1,1

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis> de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico,

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías](#),

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Marisa Mazo – Bancos	Pedro Echeguren – Farma & Salud
Javier Hombria – <i>Telecos</i>	Ana de Castro – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Pilar Aranda – Petróleo	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fernández – Trapiella – Consumo
Juan Moreno – Inmobiliarias	Luis Piñas – Consumo		

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

Macroeconomía

Estrategia de Inversión

Bonos

Divisas

Fondos de Inversión

ETFs

Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.