

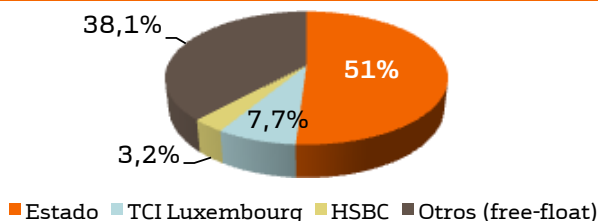
Sector: Gestión aeroportuaria

Tras el fuerte crecimiento de 2016, transición en espera de la nueva regulación

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.160 M€  
 Último: 134,4 €/acc.  
 N° Acciones (Mill): 150 M acc.  
 Min / Max: 92,99 / 137,2 €/acc.

### Accionariado



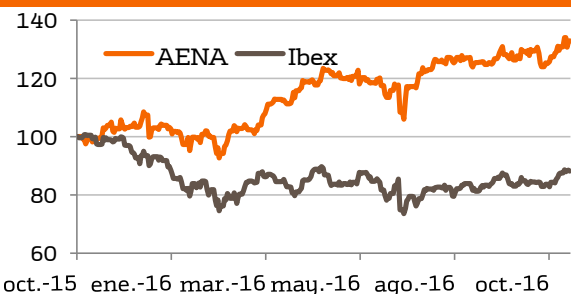
Ebitda 9M16	Mill.€	%	Var a/a
Aeronáutico	1.084	62%	10,1%
Comercial	533	30%	11,3%
Off-terminal	85	5%	16,1%
Internacional	58	3%	5%
<b>Total</b>	<b>1.760</b>	<b>100%</b>	<b>10,5%</b>

Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	3.518	3.738	3.835	3.939	3,8%
Ebitda	2.098	2.255	2.318	2.378	4,3%
Ebit	1.252	1.471	1.596	1.674	10,2%
BNA	834	1.150	1.107	1.185	12,5%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	5,56	7,67	7,38	7,90
DPA (€/acc)	2,71	3,33	3,69	3,95
Dividend yield	2,0%	2,5%	2,7%	2,9%
ROE	19%	23%	20%	19%
Deuda neta / Ebitda	4,5 x	3,7 x	3,0 x	2,6 x
Deuda Neta/FFPP	2,2 x	1,7 x	1,2 x	1,0 x

Múltiplos comparables (P/E)	2014	2015r	2016e
Fraport	21,4x	20,9x	17,5x
Aeroports de Paris	29,1x	26,5x	22,2x
Flughafen Zurich	20,7x	25,0x	23,6x
Promedio sector	<b>23,7x</b>	<b>24,2x</b>	<b>21,1x</b>
<b>AENA</b>	<b>n.a.</b>	<b>19x</b>	<b>19,4x</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

## AENA

Precio Objetivo: 139,0 €  
 Recomendación: Neutral

Revisamos levemente al alza nuestro precio objetivo desde 137,8 hasta 139,0 € y cambiamos nuestra recomendación de "Comprar" a "Neutral". Consideramos que el potencial de revalorización es más limitado (+3,4%), una vez que la cotización se ha acercado a nuestro precio objetivo gracias a la magnífica evolución del tráfico y los márgenes en el 3T16. El retraso en la negociación del Documento de Regulación Aérea (DORA) del período 2017-21 y la escasa visibilidad acerca de la política de crecimiento o aumento del dividendo puede frenar el avance de la cotización durante el próximo trimestre.

### Resultados 9M2016: Tráfico creciente y márgenes sólidos.

Las principales cifras operativas al cierre de 9M2016 han superado las expectativas del consenso: Ingresos 2.889 M€ (+7,4%) frente a 2.848 M€ estimado; Ebitda 1.760 M€ (+10,5%) frente a 1.746 M€ estimado; BNA 944,4 M€ (+47,8%) frente a 933,5 M€ estimado. El fuerte incremento del beneficio se debe al incremento de +11,2% en el tráfico de pasajeros y la reversión de intereses de demora por procedimientos judiciales en expropiaciones del aeropuerto A.S. Madrid Barajas por importe de 211,9 M€. Excluyendo este efecto no recurrente, el beneficio neto habría aumentado +23,7%. Valoramos de forma positiva los siguientes aspectos de los resultados: (i) Los incentivos por aumento de pasajeros y nuevas rutas están siendo efectivos para mantener el crecimiento del tráfico (+9,6% en la red española en 3T16 frente a +9,8% en 2T16) y permiten un **incremento de +6,6% en los ingresos aeronáuticos** a pesar de la rebaja de tarifas de -1,9% que entró en vigor en marzo. (ii) Los ingresos de los negocios no regulados continúan creciendo a doble dígito: **+10,3% en el segmento Comercial** por el aumento de las rentas mínimas garantizadas y la mejora en las condiciones contractuales de las tiendas, *duty-free* y restauración. Por su parte, los ingresos de la división *off-terminal* se incrementan +11,2%. (iii) La disciplina en el control de costes (más 2,8% con respecto a 9M2015) y la elevada rentabilidad del negocio Comercial (85% de margen bruto) permite que el **margen Ebitda se amplíe hasta 60,9%** frente a 59,2% en 9M15. (iv) El aumento de +22% en el flujo de caja operativo ha permitido **reducir la deuda financiera neta hasta 8.241 M€ (-12,3% con respecto a Dic15)**, y que el ratio DFN / Ebitda descienda hasta 3,7x frente a 4,5x en 2015.

### Perspectivas a corto plazo: visibilidad limitada acerca del marco tarifario y los planes de crecimiento.

Tras los magníficos resultados del 3T16, consideramos que la cotización entrará en una fase de estabilización. El aumento del tráfico se ralentizará gradualmente tras un período muy favorable por factores coyunturales como los bajos precios del petróleo y la inseguridad en destinos turísticos competidores. Por otra parte la compañía puede ver frenado su avance por la **incertidumbre regulatoria**. El largo proceso de formación de gobierno (el Estado es el principal accionista) retrasará la **negociación del nuevo DORA** que determinará las **tasas aeroportuarias** aplicables en el período 2017-21. Por otra parte, la ausencia de un interlocutor gubernamental no ha permitido a la compañía decantarse por alguna de sus **alternativas estratégicas**: aprovechar su generación de caja y cómodo perfil de vencimientos de deuda para crecer vía adquisición de aeropuertos en otros mercados o aumentar (aunque fuera de forma puntual) el *pay-out* por encima del 50% para ofrecer una rentabilidad por dividendo que, tras el *rally* de 2016, tiene ya un atractivo limitado (2,7% estimado en 2017).

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)  
 Belén San José Ana de Castro Ramón Carrasco

Ramón Forcada Eva del Barrio  
 Esther Gutiérrez de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Rafael Alonso <http://www.bankinter.com/>  
 Avda. Bruselas 12  
 28108 Alcobendas, Madrid

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)

PYG Resumida (M€)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2015/21 <sup>1</sup>
<b>Total Ingresos</b>	3.518	3.738	3.835	3.939	4.018	4.076	4.112	<b>2,6%</b>
Gastos de explotación	-1419	-1483	-1517	-1561	-1598	-1626	-1647	
<b>EBITDA</b>	2.098	2.255	2.318	2.378	2.420	2.449	2.465	<b>2,7%</b>
<i>Mg Ebitda</i>	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	
Amort. Depr. y deterioro	-846	-783	-721	-704	-689	-675	-663	
<b>EBIT</b>	1.252	1.471	1.596	1.674	1.732	1.774	1.802	<b>6,3%</b>
<b>Resultado Financiero</b>	-226	41	-143	-118	-104	-96	-87	
BAI	1.041	1.524	1.468	1.572	1.644	1.694	1.730	<b>10,2%</b>
<b>BNA</b>	834	1.150	1.107	1.185	1.240	1.277	1.304	<b>7,7%</b>
BPA	5,56	7,67	7,38	7,90	8,26	8,52	8,69	<b>8,9%</b>
<b>DPA</b>	<b>2,71</b>	<b>3,33</b>	<b>3,69</b>	<b>3,95</b>	<b>4,13</b>	<b>4,26</b>	<b>4,35</b>	

<sup>1</sup> Nuestras estimaciones contemplan un escenario prudente en el que las tarifas del año 2017 se reducen -1,5% (frente a la congelación propuesta por Aena y la reducción de -2,6% propuesta por las aerolíneas) y se mantienen estables en el periodo 2018-2021.

Balance Resumido (M€)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado material	14.870	13.657	13.306	13.007	12.743	12.503	12.289
Inversión en participadas	78	106	108	115	120	125	125
Otro activo inmovilizado	987	1.007	1.027	1.048	1.069	1.090	1.112
<b>Total activo inmovilizado</b>	<b>15.935</b>	<b>14.770</b>	<b>14.441</b>	<b>14.170</b>	<b>13.932</b>	<b>13.718</b>	<b>13.526</b>
Deudores	523	573	588	604	616	625	631
Tesorería y equivalentes	557	800	610	634	660	686	714
Otro circulante	9	9	9	10	10	10	11
<b>Total activo circulante</b>	<b>1.088</b>	<b>1.382</b>	<b>1.208</b>	<b>1.248</b>	<b>1.286</b>	<b>1.322</b>	<b>1.355</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>17.023</b>	<b>16.152</b>	<b>15.648</b>	<b>15.418</b>	<b>15.218</b>	<b>15.040</b>	<b>14.882</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>4.360</b>	<b>5.010</b>	<b>5.564</b>	<b>6.157</b>	<b>6.777</b>	<b>7.415</b>	<b>8.067</b>
Pasivo a LP	919	956	994	1.034	1.075	1.118	1.163
Provisiones	1.146	250	900	850	800	800	800
<b>Deuda financiera</b>	<b>9.953</b>	<b>9.305</b>	<b>7.546</b>	<b>6.722</b>	<b>5.902</b>	<b>5.035</b>	<b>4.173</b>
Pasivo circulante	645	632	645	656	665	671	679
<b>TOTAL PASIVO Y PAT. NETO</b>	<b>17.023</b>	<b>16.152</b>	<b>15.648</b>	<b>15.418</b>	<b>15.218</b>	<b>15.040</b>	<b>14.882</b>

Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2016e	2017e	2018e	2019e	2020	2021	VR
<b>BNA</b>	<b>1.150</b>	<b>1.107</b>	<b>1.185</b>	<b>1.240</b>	<b>1.277</b>	<b>1.304</b>	
Amortiz. & Prov.	783	721	704	689	675	663	
+Intereses x (1-t)	123	107	88	78	72	66	
(-)Inversiones netas	-320	-370	-405	-425	-435	-450	
+/- Var. Fondo maniobra	-64	-2	-5	-3	-2	2	
<b>CFLO</b>	<b>1.672</b>	<b>1.564</b>	<b>1.568</b>	<b>1.578</b>	<b>1.587</b>	<b>1.585</b>	<b>28.468</b>

### Análisis de sensibilidad de la cotización según método DCF.

WACC / g	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%
4,6%	134,5	142,5	151,4	161,3	172,5
4,8%	125,7	132,8	140,8	149,6	159,4
5,0%	117,7	124,1	<b>139,0</b>	139,1	147,8
5,2%	110,4	116,2	122,6	129,7	137,4
5,4%	103,7	109,0	114,8	121,1	128,1

WACC	5,0%
g	1,0%
EV	29.150
-Deuda neta	-8.241
-Minoritarios	-62
Eq. Value	20.847
Nº accs. (mill.)	150
<b>Estimación DCF</b>	<b>139,0 €</b>

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

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José <http://broker.bankinter.com/>  
 Esther Gutiérrez de la Torre Rafael Alonso Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento) Avda. Bruselas 12

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)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"

28108 Alcobendas, Madrid