

Sector: Gestión aeroportuaria

Potencial de mejora limitado, pero rentabilidad por dividendo estable y

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 23.183 M€

Último: 154,55 €/acc.

Nº Acciones(M.): 150 M acc.

Min / Max (52 sem): 147,75€ / 179,50€

Cód. Reuters / Bloomberg: AENA.MC / AENA SM

Accionariado: 51% Enaire

Ratios	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	19,9 x	18,8 x	17,8 x	16,8 x	16,4 x
Rent. dividendo*	2,5%	4,2%	4,5%	4,7%	4,9%
BPA (€/acc)	7,76	8,21	8,69	9,17	9,43
DPA (€/acc)	3,83	6,50	6,95	7,34	7,54
DN/FFPP	1,7x	1,4x	1,3x	1,1x	1,0x
DN/EBITDA	3,6x	2,8x	2,5x	2,2x	2,0x
ROE	23%	22%	22%	22%	22%

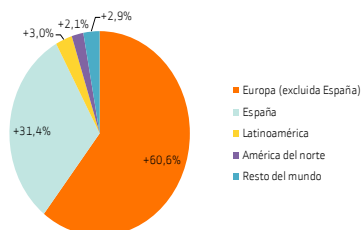
* Con última cotización

Principales cifras	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	4.028	4.258	4.372	4.426	3%
EBITDA	2.517	2.640	2.707	2.707	2%
Margen EBITDA	62,5%	62,0%	61,9%	61,2%	
EBIT	1.717	1.840	1.934	1.950	4%
Margen EBIT	42,6%	43,2%	44,2%	44,0%	
BNA	1.232	1.303	1.376	1.415	5%
% incremento BN	6%	6%	6%	3%	

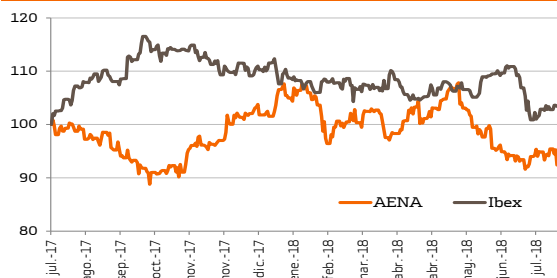
* Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Desglose de ingresos por geografía



Evolución AENA vs. Ibex



AENA

Precio Objetivo:

162,0 €

Recomendación:

Neutral

A pesar de que la tracción sigue siendo buena y los resultados del 1S18 han sido satisfactorios y han cumplido nuestras expectativas, AENA ha publicado unos resultados del 1S18 que muestran claramente la desaceleración que preveíamos a comienzos del año. En anteriores notas avisamos de que el año irá 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 sigue robusta y la deuda financiera se mantiene estable, con un ratio DFN/EBITDA de 2,8x (vs 2,6x a 1T18). Para compensar la gradual disminución del negocio regulado en los próximos años hasta el próximo DORA 2022-2026 (Documento de Regulación Aeroportuaria), AENA busca un mayor perfil inversor en actividades no reguladas: (a) Oportunidades de M&A internacional y (b) desarrollos inmobiliarios en los terrenos aledaños a los aeropuertos de Madrid y Barcelona.

Sin alternativas de inversión atractivas hasta el próximo DORA que comienza en 2022 (salvo que surja alguna operación de M&A significativa lo cual es imprevisible) y una generación de caja estable, la compañía ha aprobado mantener el payout (porcentaje del beneficio que se reparte como dividendos) en el 80% en el periodo 2018-2020. De seguir reduciendo la deuda financiera, AENA alcanzaría una estructura de capital ineficiente, que llegaría a destruir valor para la compañía porque el coste de capital sería más caro que el retorno que obtiene de sus activos.

Con una rentabilidad por dividendo media estimada del 4,7% en los próximos 3 años, un marco regulatorio estable y beneficios todavía crecientes, AENA es una alternativa de inversión defensiva. Aunque creemos que las buenas noticias ya están recogidas en precio y preveemos un moderado potencial de revalorización hasta nuestro precio Objetivo que revisamos a la baja hasta 162€/acción, fundamentalmente para reflejar una menor expectativa de crecimiento del tráfico en 2018. Mantenemos la recomendación de Neutral.

AENA ha publicado unos resultados del 1S18 en línea con lo esperado, apoyados por una favorable evolución del tráfico y los márgenes, pero analizando el trimestre estanco 2T18 se aprecia claramente la desaceleración de ingresos y márgenes que preveíamos a comienzos de año que, aunque todavía se mantienen en niveles históricamente altos, creemos que tocaron techo en 2017, en paralelo a la actividad económica en la eurozona, de donde proviene el 92% de los pasajeros.

Resultados 1S18: Ingresos: 1.965,5 M€ (+5,6%). 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 +6,8% en los aeropuertos españoles hasta 121 M pasajeros frente a +9,7% en 1T18. El tráfico en el aeropuerto de Luton ha crecido más moderadamente, +2,5 hasta los 7,7 M pasajeros. El tráfico doméstico sigue ganando cuota de mercado al tráfico internacional (crecimiento de +11,8% vs +4,7%) espoleado por el incremento de la bonificación estatal al tráfico inter-islas, aplicable desde el 28 de junio de 2017, que pasó del 50% al 75% y que recientemente también se aplicará a los vuelos entre las islas y la península. El tráfico internacional también acusa el impacto del BREXIT con una disminución del -3,2% de los pasajeros procedentes del Reino Unido (-1,3% en 1T18) y por la recuperación de destinos alternativos en el Mediterráneo oriental. Así, el tráfico internacional pasa a representar el 68,6% del total frente al 70,0% en el 1S17. El EBITDA se sitúa en 1.126,7 M€ (+6,9%) mejorando el margen desde el 56,6% en 1S17 al 57,3% en 1S18. Los motivos son el aumento del tráfico y la contención de costes, que todavía no reflejan todas las renovaciones de subcontratas pendientes. En el 1S18 los costes operativos crecen un +6,9%. El Beneficio Neto Atribuible alcanza los 514,5 M€, +11,6%. El flujo de caja operativo desciende un 7,5% hasta los 1.009,8 M€, debido a que en 2017 se produjo la devolución extraordinaria del impuesto de sociedades correspondiente al ejercicio 2015. Sin este efecto no recurrente, la generación de caja habría aumentado un +6,7%. La deuda financiera neta aumenta hasta los 7.441 M€ frente a los 7.156,0 M€ a finales de 2017, manteniendo el ratio DFN/EBITDA en 2,8x. Hay que tener en cuenta que en abril la compañía pagó un dividendo de 6,5 €/acción (+70% frente a los 3,83 €/acción distribuidos en 2016) con un impacto en la caja de 975 M€.

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Aranda

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

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" 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

28108 Alcobendas (Madrid)

Conclusiones y valoración

Resultados 2T18 (trimestre estanco): Ingresos: 1.08,4 M€ (+5,8% frente a +6,4% en 1T18 y + 8,0% en 2T17). Gastos operativos: 61,2 M€ (+8,4% vs +0,7% en 1T17 y +0,4% en 2T18). EBITDA: 762,3 M€ (+3,8% frente a + 13,8% en 1T18 y + 12,0% en 2T17). BNA: 403,5 M€ (-6,0% frente a +37,4% en 1T18 y -7,3% en 2S17). El tráfico de pasajeros asciende a 75,8 M pasajeros en el trimestre estanco (+5,0% vs +9,0% en el 1T18 y + 13,3% en 2T17).

A pesar de que los resultados todavía mantienen tracción, **el 2T18 confirma que el ejercicio 2018 irá de más a menos.** (i) **El tráfico de pasajeros que arrancó el año muy fuerte, se ha moderado en el 2T18 y creemos que seguirá ralentizándose,** ya más moderadamente en los próximos meses, hasta alcanzar un crecimiento en el año en el entorno del +5,5% frente a +8,3% en 2017. Los motivos son la pérdida de tráfico de aerolíneas que han quebrado, la recuperación de destinos de sol y playa alternativos en el Mediterráneo y el impacto del BREXIT, que está agudizándose (-5% en 2T18 estanco, representando este país el 16,2% del tráfico total frente al 18,2% en 2017). La previsión de la compañía es de un crecimiento en el año de +5,5% (+/-1%). Nosotros preveíamos un crecimiento en el rango alto previsto por la compañía, pero dada la desaceleración experimentada en el 2T18 rebajamos nuestra expectativa al punto medio. (ii) **La compañía sigue negociando contratos de servicios críticos como el de limpieza y seguridad que comportarán aumentos de costes cercanos a doble dígito.** (iii) Los ingresos comerciales, que representan el 26,6% de los ingresos totales del grupo, crecen con holgura un +8,4% pero **el gasto por pasajero tiende a disminuir debido a la tipología de pasajeros (más pasajeros de bajo coste y nacionales, con menor poder adquisitivo).** En este segmento, la compañía reconoce que es difícil obtener más rendimiento por m2. (iv) La generación de caja se mantendrá robusta y la deuda financiera seguirá disminuyendo.

De seguir reduciendo la deuda financiera, AENA alcanzará una estructura de capital ineficiente. Es por ello que **ha aprobado un payout del 80% para los próximos 3 años y busca un mayor perfil inversor en actividades no reguladas para compensar la gradual disminución del negocio regulado.** La capacidad conjunta de los aeropuertos españoles supera actualmente los 335 M pasajeros, capacidad muy superior al tráfico gestionado (249,2M pasajeros en 2017), con lo que no hay necesidad de incrementar la capacidad en el corto y medio plazo, con algunas excepciones como las inversiones previstas en el aeropuerto de Barcelona-El Prat. Recientemente la compañía ha anunciado un plan de mejora del aeropuerto de Madrid en el periodo 2022-2026.

Para compensar la gradual disminución del negocio regulado, AENA va a acometer nuevas inversiones en negocios no regulados. Entre ellas: (a) Oportunidades de M&A internacional, probablemente a través de vehículos inversores compartidos con socios financieros. Actualmente, AENA está participando en la licitación de 7 aeropuertos en Hokkaido (segunda mayor isla de Japón) y sigue abierto a otras oportunidades. (b) Desarrollos inmobiliarios: AENA prevé desarrollar proyectos de logística, hoteles y oficinas en los terrenos de su propiedad en los aeropuertos de Barcelona-El Prat y Madrid-Barajas. La compañía ya ha presentado su plan inmobiliario para promover 226 ha junto al aeropuerto del Prat y 396 ha junto al de Madrid, con inversiones previstas de ~4.264 M€ en los próximos 30/40 años. AENA encargará a una consultora el desarrollo urbanístico con el objetivo de comenzar las obras en 2019. Estas inversiones que pondrán en valor los activos inmobiliarios del grupo requerirán inversiones muy limitadas por parte del mismo pues AENA incorporará iniciativa privada para financiar y gestionar el grueso de los proyectos. Así pues, hasta que no comience el próximo DORA 2022-2026, AENA no afronta inversiones que compensen la progresiva amortización de su base de activos regulada, y aunque no lo desea, seguirá reduciendo su nivel de apalancamiento hasta alcanzar una estructura de capital ineficiente.

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	4.258	4.372	4.426	4.475	3%
EBITDA	1.055	1.560	1.866	2.098	2.294	2.517	2.640	2.707	2.707	2.720	2%
Margen EBITDA	39,5%	53,2%	59,0%	59,7%	60,8%	62,5%	62,0%	61,9%	61,2%	60,8%	
EBIT	221	742	1.051	1.252	1.468	1.717	1.840	1.934	1.950	1.978	4%
Margen EBIT	8,3%	25,3%	33,2%	35,6%	38,9%	42,6%	43,2%	44,2%	44,0%	44,2%	
BAI	-92	497	672	1.041	1.516	1.597	1.697	1.792	1.843	1.881	4%
BNA	-63	597	478	834	1.164	1.232	1.303	1.376	1.415	1.444	4%
Tasa de variación interanual		n.s.	-19,9%	74,4%	39,6%	5,8%	5,8%	5,6%	2,8%	2,0%	

*: 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	13.683	13.412	13.191	12.970
Activo Circulante	443	623	803	1.088	1.011	1.213	1.271	1.320	1.363	1.406
Total Activo	16.717	16.445	17.417	17.023	15.514	15.307	14.954	14.733	14.554	14.376
FFPP	2.437	3.039	3.578	4.360	5.026	5.688	5.948	6.224	6.507	6.795
Pasivo no corriente	1.119	1.121	2.110	2.065	1.088	939	889	971	973	970
Deuda financiera	12.086	11.474	11.024	9.953	8.793	8.011	7.480	6.882	6.397	5.915
Pasivo Corriente	1.075	812	705	645	607	669	636	656	678	695
Total Pasivo	16.717	16.445	17.417	17.023	15.514	15.307	14.954	14.733	14.554	14.375

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

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Pilar Aranda Ana de Castro

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

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

Avenida de Bruselas, 14

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Alcobendas (Madrid)

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.