Sector: Gestión aeroportuaria

Posible mejora en la política de remuneración al accionista

AENA

Precio Objetivo:	171,8 €
Recomendación:	Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	25.673 M€
Último:	171,15 €/acc.
Nº Acciones(M.):	150 M acc.
Min / Max (52 sem):	147,75€ / 183,70€
Cód. Reuters / Bloomberg:	AENA.MC / AENA SM
Accionariado:	51% Enaire

Ratios	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	22,1 x	20,8 x	18,0 x	17,2 x	16,9 x
Rent. dividendo*	2,3%	3,8%	4,4%	4,7%	4,7%
BPA (€/acc)	7,76	8,21	9,07	9,53	9,68
DPA (€/acc)	3,83	6,50	7,14	7,62	7,74
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%	23%	23%	22%

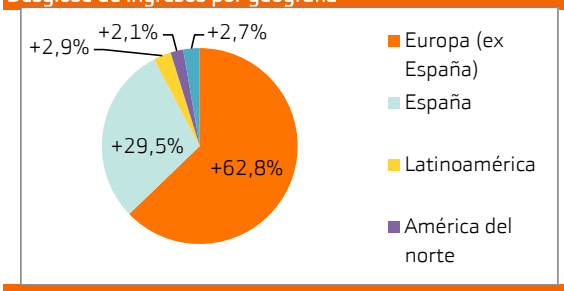
** Con última cotización*

Principales cifras*	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	4.028	4.305	4.420	4.475	*4%*
EBITDA	2.517	2.667	2.735	2.740	*3%*
Margen EBITDA	*62,5%*	*62,0%*	*61,9%*	*61,2%*	
EBIT	1.717	1.888	1.982	2.003	*5%*
Margen EBIT	*42,6%*	*43,9%*	*44,8%*	*44,7%*	
BNA	1.232	1.361	1.429	1.452	*6%*
% incremento BN	*6%*	*10%*	*5%*	*2%*	

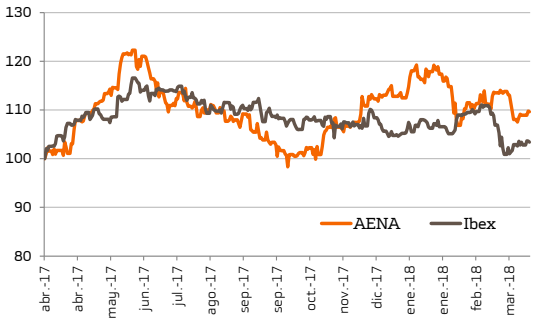
** Cifras en millones de euros*

**TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento*

Desglose de ingresos por geografía



Evolución AENA vs. Ibex



A pesar de que AENA ha publicado unos resultados del 1T18 muy positivos, apoyados por una favorable evolución del tráfico y los márgenes, seguimos pensando que el año irá de más a menos: (i) por la moderación en el crecimiento del tráfico, (ii) la erosión de márgenes, una vez se renegocien contratos, como el de seguridad y limpieza, que conllevarán incrementos significativos de costes, (iii) el mayor incremento de viajeros "low cost" que están reduciendo ligeramente los ingresos comerciales por pasajero.

Con todo, la generación de caja se mantiene robusta y la deuda financiera sigue disminuyendo. En el 1T18 el ratio DFN/EBITDA ha pasado de 2,8x a 2,6x. Para compensar la gradual disminución del negocio regulado en los próximos años hasta el próximo DORA 2022-2026, 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.

De no encontrar alternativas de inversión atractivas, la compañía se podría plantear elevar aún más el payout (porcentaje del beneficio que se reparte como dividendos) desde el 80% actual. De seguir reduciendo la deuda financiera AENA alcanzaría una estructura de capital ineficiente, que en palabras de su presidente ejecutivo, destruiría valor para la compañía. La futura política de dividendos se hará pública en un Plan Estratégico en mayo.

Con una rentabilidad por dividendo del 3,8%, 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 prevemos un moderado potencial de revalorización, la alta probabilidad de que la compañía mejore la política de remuneración al accionista nos lleva a recomendar Mantener el valor.

AENA ha publicado unos resultados del 1T18 muy positivos, apoyados por una favorable evolución del tráfico y los márgenes. Ingresos: 841,8 M€ (+6,0%). 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 +9,7% en los aeropuertos españoles hasta 49,9 M pasajeros. El tráfico en el aeropuerto de Luton ha crecido más moderadamente (+0,9%) hasta los 3,3 M pasajeros. El tráfico doméstico gana cuota de mercado al tráfico internacional (crecimiento de +14,6% vs +7,4%) 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%. El tráfico internacional también acusa el impacto del BREXIT con una disminución del -1,3% de los pasajeros procedentes del Reino Unido y por la recuperación de destinos alternativos en el Mediterráneo oriental. Así, el tráfico internacional pasa a representar el 65,8% del total frente al 67,2% en el 1T17.El EBITDA se sitúa en 364,2 M€ (+13,8%) mejorando el margen desde el 40,3% en 1T17 al 43,3% en 1T18. Los motivos son el significativo aumento del tráfico y la contención de costes, que todavía no reflejan las revisiones de costes pendientes y que tendrán lugar en los próximos meses. En el 1T18 los costes operativos crecen un +0,6%. El Beneficio Neto Atribuible alcanza los 111,1 M€, +37,4%. El flujo de caja operativo desciende un 12,1% hasta los 517,7 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 +8,2%.La deuda financiera neta ha disminuido hasta los 6.870,6 M€ frente a los 7.156,0 M€ a finales de 2017, reduciendo el ratio DFN/EBITDA desde 2,8x hasta 2,6x.**

A pesar de unos resultados indudablemente positivos, seguimos pensando que el ejercicio 2018 irá de más a menos. (i) El tráfico de pasajeros que ha arrancado el año muy fuerte, se irá moderando en los próximos meses. Además de los factores ya mencionados en notas anteriores como 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 ya se está notando, hay que tener en cuenta que este año la operación salida de la Semana Santa ha caído en el 1T18 mientras que en 2017 cayó enteramente en abril, favoreciendo la comparativa de este año. La previsión de la compañía es de un crecimiento en el año de +5,5% (+/-1%). Nosotros prevemos un crecimiento algo superior del +6,5%.(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 26,2% de los ingresos totales del grupo, crecen con holgura un +7,5% pero el gasto por pasajero está disminuyendo debido a la tipología de pasajeros (más pasajeros de bajo coste con menor poder adquisitivo). (iv) La generación de caja se mantiene robusta y la deuda financiera sigue disminuyendo.

Equipo de Análisis de Bankinter: **Elena Fernández-Trapiella 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

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

bankinter.

02/04/2018

Análisis

Nota compañía: AENA

Conclusiones y valoración

De no encontrar alternativas de inversión atractivas, la compañía se plantearía elevar aún más el payout (porcentaje del beneficio que se reparte como dividendos) desde el 80% actual. De seguir reduciendo la deuda financiera AENA alcanzaría una estructura de capital ineficiente[1], que en palabras de su presidente ejecutivo, destruiría valor para la compañía. Es por ello que AENA 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 millones de pasajeros, capacidad muy superior al tráfico gestionado (249,2M pasajeros en 2017), lo cual permite anticipar que la necesidad de incrementar la capacidad en el corto y medio plazo es reducida, 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 a ejecutar 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. Recientemente, AENA ha declinado su derecho preferente de compra del 49% del capital del aeropuerto de Luton propiedad de Ardian. 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 incorporarán 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**. La alternativa será aumentar la remuneración a los accionistas ví dividendos o vía recompra de acciones.**

Nuestra visión:

Con una rentabilidad por dividendo del 3,8%, 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 prevemos un moderado potencial de revalorización, la alta probabilidad de que la compañía mejore la política de remuneración al accionista nos lleva a recomendar Mantener el valor.

Notas:

(1) Por estructura de capital ineficiente y cara, nos referimos a una estructura en la que el porcentaje de capital frente a deuda es muy elevado para el perfil de riego y capacidad de generación de caja de la compañía. El coste de capital es más caro que el de la deuda, con lo que el WACC (coste medio del capital) de la compañia se eleva.

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	4.305	4.420	4.475	4.525	*3%*
EBITDA	1.055	1.560	1.866	2.098	2.294	2.517	2.667	2.735	2.740	2.754	*2%*
Margen EBITDA	*39,5%*	*53,2%*	*59,0%*	*59,7%*	*60,8%*	*62,5%*	*62,0%*	*61,9%*	*61,2%*	*60,9%*	
EBIT	221	742	1.051	1.252	1.468	1.717	1.888	1.982	2.003	2.031	*4%*
Margen EBIT	*8,3%*	*25,3%*	*33,2%*	*35,6%*	*38,9%*	*42,6%*	*43,9%*	*44,8%*	*44,7%*	*44,9%*	
BAI	-92	497	672	1.041	1.516	1.597	1.773	1.861	1.892	1.929	*5%*
BNA	-63	597	478	834	1.164	1.232	1.361	1.429	1.452	1.481	*5%*
Tasa de variación interanual		*n.s.*	*-19,9%*	*74,4%*	*39,6%*	*5,8%*	*10,5%*	*5,0%*	*1,6%*	*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	13.704	13.453	13.252	13.050
Activo Circulante	443	623	803	1.088	1.011	1.213	1.276	1.328	1.370	1.414
Total Activo	16.717	16.445	17.417	17.023	15.514	15.307	14.980	14.781	14.622	14.463
FFPP	2.437	3.039	3.578	4.360	5.026	5.688	5.978	6.262	6.550	6.844
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	7.477	6.892	6.421	5.954
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	14.980	14.781	14.622	14.463

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

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

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

http://broker.bankinter.com/

http://www.bankinter.com/

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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.