Sector: Gestión aeroportuaria

La temporada turística como viento de cola, a la espera de la nueva regulación

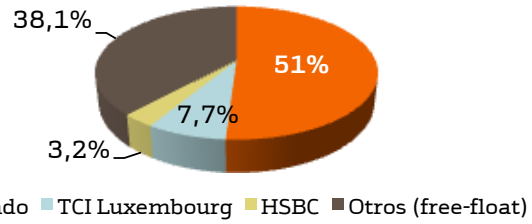
AENA

Precio Objetivo: 137,8 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €):	19.095 M€
Último:	127,3 €/acc.
Nº Acciones (Mill):	150 M acc.
Min / Max:	92,99 / 130,8 €/acc.

Accionariado



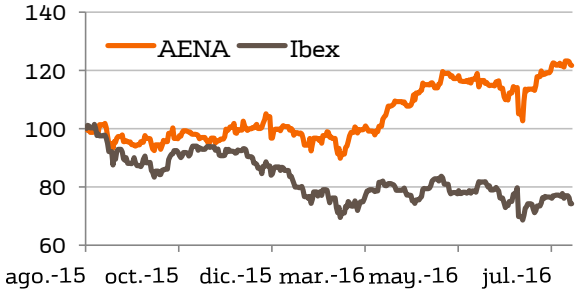
Ebitda 1S16	Mill.€	%	Var a/a
Aeronáutico	133	48%	33,1%
Comercial	117	42%	12,9%
Off-terminal	13	5%	2,2%
Internacional	13	5%	-20%
Total	**275**	**100%**	**21,6%**

Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	3.518	3.715	3.797	3.910	3,6%
Ebitda	2.098	2.225	2.278	2.345	3,8%
Ebit	1.252	1.442	1.557	1.642	9,4%
BNA	834	1.129	1.079	1.161	11,7%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	5,56	7,53	7,19	7,74
DPA (€/acc)	2,71	3,26	3,60	3,87
Dividend yield	2,1%	2,6%	2,8%	3,0%
ROE	19%	23%	19%	19%
Deuda neta / Ebitda	4,5 x	3,8 x	3,0 x	2,6 x
Deuda Neta/FFPP	2,2 x	1,7 x	1,3 x	1,0 x

Múltiplos comparables (P/E)	2014	2015r	2016e
Fraport	21,4x	20,9x	16,8x
Aeroports de Paris	29,1x	26,5x	20,8x
Flughafen Zurich	20,7x	25,0x	23,6x
Promedio sector	**23,7x**	**24,2x**	**20,4x**
AENA	**n.a.**	**19x**	**22,9x**

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Mejoramos nuestra recomendación de "Neutral" a "Comprar" y revisamos al alza el precio objetivo desde 129,4€ hasta 137,8 € (potencial +8,2%). Los resultados del 1S16 han confirmado la tendencia positiva de ingresos, márgenes y reducción de deuda. Aena continúa siendo una oportunidad de inversión por su carácter defensivo en un contexto de volatilidad y potencial limitado en el mercado español. Las perspectivas favorables de tráfico en el 3T16 y la hipótesis de un aumento del dividendo pesarán más que la indefinición acerca del nuevo marco tarifario para 2017-21.

Los resultados en 1S16 superan expectativas por crecimiento del tráfico, sólidos márgenes y extraordinarios.

Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 1.732 M€ (+8,4%) vs. 1.731,0 M€ estimado; **Ebitda 931,7 (+12,7%) frente a 925 M€ estimado;** BNA 492,3 (+78,7%). Los ingresos aumentan en los principales negocios: (i) Aeronáutico crece +6,9% gracias al incremento de +12,2% en el tráfico total. (ii) Comercial aumenta +12% por la mejora en las condiciones contractuales y el incremento de las rentas mínimas garantizadas. (iii) Los ingresos *Off-terminal* crecen +13,3% por mayor rendimiento de los aparcamientos. El **beneficio neto** se ha visto muy favorecido por la reducción de gastos financieros y la **reversión de provisiones** por sentencias favorables a Aena relacionadas con las expropiaciones de terrenos del aeropuerto A.S. Madrid-Barajas, con un **impacto neto de 153,7 M€**. Los resultados **destacan positivamente** en los siguientes aspectos: (i) Se mantiene la **tendencia alcista del tráfico** en la red española, (+11,7% anual acumulada.) (ii) El **margen Ebitda** se sitúa en 53,8% frente a 51,7% en 1S15, gracias a un aumento muy controlado en los gastos operativos (+3,7% con respecto a 1S15). (iii) El mayor flujo de caja operativo (+27%) ha **reducido la deuda financiera neta** hasta 8.486 M€ (-9,7% frente a Dic15) y el ratio DFN / Ebitda hasta 3,9x frente a 4,5x en 2015.

¿En qué se basa nuestra mejora de recomendación?

Consideramos que Aena continuará mostrando un mejor comportamiento que el mercado (+21% vs. -13% del Ibex-35 a lo largo de 2016) debido a:

(i) Tras una leve ralentización del **tráfico** en 2T16 (+9,8% frente a 14,4% en 1T16 por el calendario de Semana Santa), el número de pasajeros volverá a crecer a **tasas superiores a +10% en 3T16**, gracias a la afluencia récord de turistas en aeropuertos españoles en verano.

(ii) Una mayor volatilidad y aversión al riesgo durante los meses de verano debería favorecer a compañías como Aena por la **elevada visibilidad** de **ingresos y márgenes** y un nivel de apalancamiento muy asumible.

(iii) El aumento del BNA puede contribuir a aumentar el **dividendo**. Aunque la reversión de provisiones (153,7 M€) es un efecto no recurrente y no tiene efecto en el flujo de caja, existe la posibilidad de que la compañía eleve el dividendo hasta niveles superiores a 550 M€ (*pay-out* del 50% sobre nuestro BNA 16e), equivalente a un DPA de 3,65€ y un ***dividend yield* de 2,85% frente a 2,6%** estimado *ceteris paribus*.

Existen factores de riesgo, pero pesan menos que los catalizadores.

El principal factor que podría frenar el repunte de la cotización es la incertidumbre acerca de las tasas aeroportuarias que se aplicarán en el nuevo **Documento de Regulación Aérea 2017-21**. En nuestra opinión, dicho riesgo es limitado en el corto plazo porque las nuevas tasas podrían no aprobarse hasta el 4T16 debido a un posible retraso en la formación de gobierno y nuestro precio objetivo ya asume la **hipótesis conservadora de una reducción de -1,5% en las tarifas reguladas**. Por otra parte, el *Brexit* puede reducir levemente los ingresos generados por los pasajeros británicos (17% del total), aunque no consideramos que este factor tenga un impacto material en los resultados del 3T16. En resumen, los catalizadores tienen más relevancia que los riesgos y la compañía tiene los motores preparados para mantener su velocidad de crucero.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso
Belén San José Ana de Castro Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
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

bankinter. 3-ago.-16 16:30h

Nota Compañía: AENA

PYG Resumida (M€)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2015/21[1]
Total Ingresos	3.518	3.715	3.797	3.910	4.019	4.090	4.135	**2,7%**
Gastos de explotación	-1419	-1490	-1519	-1564	-1610	-1640	-1658	
EBITDA	2.098	2.225	2.278	2.345	2.409	2.451	2.477	**2,8%**
Mg Ebitda	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	
Amtz. Depr. y deterioro	-846	-783	-721	-704	-688	-675	-663	
EBIT	1.252	1.442	1.557	1.642	1.720	1.776	1.814	**6,4%**
Resultado Financiero	-226	43	-141	-118	-104	-96	-87	
BAI	1.041	1.497	1.429	1.539	1.632	1.696	1.742	**10,3%**
BNA	834	1.129	1.079	1.161	1.231	1.279	1.314	**7,9%**
BPA	5,56	7,53	7,19	7,74	8,21	8,53	8,76	**8,9%**
DPA	**2,71**	**3,26**	**3,60**	**3,87**	**4,10**	**4,26**	**4,38**	

[1] *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 período 2018-2021.*

Balance Resumido (M€)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado material	14.870	13.657	13.306	13.002	12.733	12.494	12.281
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
Total activo inmovilizado	15.935	14.770	14.441	14.165	13.922	13.709	13.518
Deudores	523	562	574	591	608	618	625
Tesorería y equivalentes	557	590	614	638	664	690	718
Otro circulante	9	9	9	10	10	10	11
Total activo circulante	1.088	1.161	1.197	1.239	1.281	1.319	1.353
TOTAL ACTIVO	**17.023**	**15.931**	**15.638**	**15.404**	**15.204**	**15.027**	**14.871**
Patrimonio neto	**4.360**	**5.000**	**5.539**	**6.120**	**6.735**	**7.375**	**8.032**
Pasivo a LP	919	956	994	1.034	1.075	1.118	1.163
Provisiones	1.146	250	900	850	800	800	800
Deuda financiera	**9.953**	**9.085**	**7.549**	**6.727**	**5.902**	**5.030**	**4.158**
Pasivo circulante	645	640	656	673	692	705	719
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	**17.023**	**15.931**	**15.638**	**15.404**	**15.204**	**15.027**	**14.871**

Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2016e	2017e	2018e	2019e	2020	2021	VR
BNA	**1.129**	**1.079**	**1.161**	**1.231**	**1.279**	**1.314**	
Amortiz. & Prov.	783	721	704	688	675	663	
+Intereses x (1-t)	-32	106	88	78	72	65	
(-)Inversiones netas	-320	-370	-400	-420	-435	-450	
+/- Var. Fondo maniobra	-78	-20	-25	-24	-24	-21	
CFLO	**1.482**	**1.516**	**1.528**	**1.553**	**1.567**	**1.571**	**28.651**

Análisis de sensibilidad de la cotización según método DCF.

WACC / g	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
4,5%	140,4	144,9	149,5	154,5	159,7
4,7%	130,7	134,6	138,7	143,1	147,7
4,9%	121,8	125,3	**137,8**	132,9	137,1
5,1%	113,8	117,0	120,3	123,8	127,5
5,3%	106,5	109,3	112,3	115,5	118,8

WACC	5,1%
g	1,0%
EV	29.214
-Deuda neta	-8.485
-Minoritarios	-62
Eq. Value	20.667
Nº accs. (mill.)	150
Estimación DCF	**137,8 €**

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

Equipo de Análisis de Bankinter: http://broker.bankinter.com/
Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José http://www.bankinter.com/
Esther Gutiérrez de la Torre Rafael Alonso Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento) 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
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"*