Sector: Gestión aeroportuaria

Potencial de mejora limitado

AENA

Precio Objetivo:	171,8 €
Recomendación:	Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	24.548 M€
Último:	163,65 €/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*	21,1 x	19,9 x	18,0 x	17,2 x	16,9 x
Rent. dividendo*	2,3%	4,0%	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%

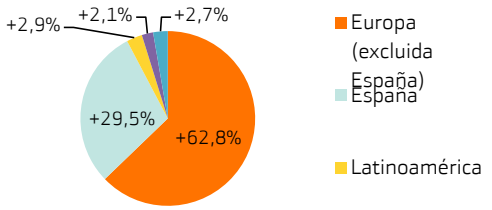
** Con última cotización*

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%*	

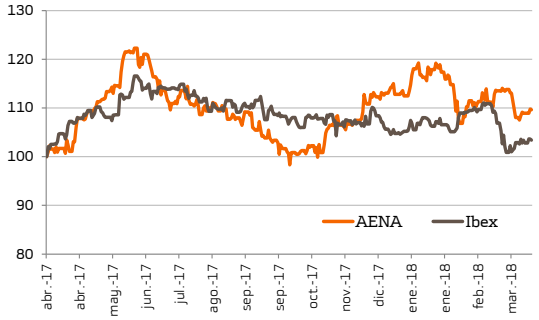
** Cifras en millones de euros*

**TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento*

Desglose de ingresos por geografía



Evolución AENA vs. Ibex



Tras un año 2017 estelar que se ha reflejado en unos resultados muy positivos y que han culminado con un aumento del 70% en el dividendo, creemos que el potencial de mejora de AENA es reducido: (i) Tras un crecimiento de tráfico del 8,2% en 2017 alcanzando un record de tráfico en los aeropuertos españoles, prevemos crecimientos más moderados en los próximos años. (ii) Mayores mejoras de eficiencia son difíciles, tras alcanzar también el margen EBITDA un máximo en 2017 en el 62,5%; AENA afronta en 2018 la renovación de algunos contratos de servicios externalizados que mostrarán aumentos significativos en el coste. (iii) Tras un proceso muy intenso de desapalancamiento (Deuda Financiera Neta /EBITDA de 2,8x en 2017 vs 14,0x en 2011) y una fuerte capacidad de generación de caja, AENA ha alcanzado una estructura de capital ineficiente y cara[1]. Si el grupo no encuentra alternativas de inversión atractivas, está dispuesto a elevar el "payout "[2] desde el 80% actual, pero reduciría su perfil de crecimiento; (iv) Ante la gradual disminución de la base de activos regulados (porque las amortizaciones exceden a las inversiones reguladas), AENA pretende abordar nuevas actividades no reguladas: proyectos inmobiliarios y M&A internacional. Estos nuevos proyectos no tendrán una contribución muy significativa en la cuenta de resultados a corto plazo, con la excepción de la posible compra del 49% del aeropuerto de Luton.

Con una rentabilidad por dividendo del 4,0%, un marco regulatorio estable y beneficios todavía crecientes, AENA es una alternativa de inversión defensiva. Sin embargo creemos que las buenas noticias ya están recogidas en precio y prevemos un moderado potencial de revalorización hasta nuestro P.O. de 171,8€/acción.

Los resultados 2017 han sido muy positivos, apoyados por la favorable evolución del tráfico y los márgenes.- Ingresos: 4.027,6 M€ (+6,8%); La compañía ha conseguido compensar el descenso de -2,2% en las tasas aeroportuarias desde el 1 de marzo de 2017 con un mayor número de pasajeros, que alcanza un nuevo record de tráfico en los aeropuertos españoles. EBITDA 2.517,4 M€ (+9,8%); El aumento del EBITDA se debe tanto al crecimiento de +8,3% en el número de pasajeros (265 M) como a la mejora del margen desde 60,8% en 2016 hasta 62,5%. Los 2 principales negocios de la compañía mantienen ritmos de crecimiento de doble dígito en términos de EBITDA (+10,4% en aeronáutico y +11,5% en comercial). BNA 1.232,0 M€ (+5,8); El incremento del BNA acusa el impacto extraordinario positivo de la reversión de provisiones por procedimientos judiciales contabilizadas en 2016. Excluyendo este efecto, el Beneficio Neto habría aumentado un 21,9%. **La generación de caja continúa permitiendo una sustancial reducción de la deuda neta y ha permitido un aumento en el payout** (% de los beneficios a distribuir como dividendos). AENA propondrá un dividendo de 6,5€/acción con cargo a los resultados de 2017, lo que supone un *payout*[2] del 80% frente a 50% en 2016. La deuda financiera neta se ha reducido hasta 7.156 M€ (-10,7% respecto a Dic 2016), equivalente a un ratio de Deuda Financiera Neta / EBITDA de 2,8x vs 3,6x en 2016 (14,0x en 2011, 5,8 x en 2014).

De cara a 2018 y próximos ejercicios, prevemos una evolución menos favorable: (i) moderación en el ritmo de crecimiento del tráfico. A pesar de que en enero y febrero se mantiene el fuerte crecimiento en el tráfico de pasajeros (+9,0%), para el conjunto del año la compañía estima un crecimiento del 5,5%. Nosotros prevemos un crecimiento algo mayor, del 6,5%. Hay factores que llaman a la prudencia: (a) La pérdida del tráfico aéreo de Air Berlin, Monarch y Niki, tras su quiebra, que tenían una actividad relevante en el aeropuerto de Mallorca. (b) El impacto del BREXIT y el consiguiente deterioro de las perspectivas económicas en Reino Unido (que representa ~18% del tráfico de AENA, incluyendo Luton) y (c) la menor inestabilidad política en destinos de sol y playa competidores del mercado español (Túnez, Turquía, Cabo Verde, etc.). No prevemos una quiebra en la tendencia de crecimiento de AENA, que lleva 52 meses (más de 4 años) encadenando crecimientos ininterrumpidos de tráfico aéreo, pero sí una moderación en el ritmo de crecimiento. (ii) Aunque AENA muestra una disciplina impecable en el control de costes, **no consideramos sostenible el nivel record de margen EBITDA del 62,5% en 2017** (que viene aumentando gradualmente desde el 59% en 2014). En 2018 se producirá la renovación de varias subcontratas (seguridad, limpieza, movilidad reducida) que conllevarán aumentos de precio (y prestaciones) significativos. (iii) **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.

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)

Conclusiones y valoración

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**. Entre otras, AENA está negociando la posible adquisición del 49% del aeropuerto del aeropuerto de Luton, del que ya es propietaria del 51% restante. El fondo de inversión Ardian, titular del 49% del aeropuerto de Luton, ha comunicado su intención de vender su participación. AENA tiene un derecho preferente de adquisición. Ardian y AENA adquirieron el 100% de este aeropuerto a Abertis en 2013 por 508 M€. Luton es el quinto mayor aeropuerto del Reino Unido. En 2017, Luton generó unos ingresos de 205 M€ y un EBITDA de 58,7 M€, que AENA pasaría a consolidar al 100%. Esto supondría unos ingresos adicionales de 100 M€ (un 2,5% de los ingresos totales del grupo) y un EBITDA adicional de 29 M€ (un 1,2% del total). Asumiendo el mismo múltiplo que Ardian y AENA pagaron por Luton, 11x EV/EBITDA, se trataría de una inversión de ~325 M€ por el 49% de Luton, aunque un alargamiento reciente de la concesión hasta 2031 y acuerdos con algunas aerolíneas, como Easyjet, podrían justificar un múltiplo algo más elevado. Como ésta, AENA buscará otras inversiones internacionales, probablemente a través de un vehículo inversor compartido con socios financieros, en los que AENA tendrá una participación minoritaria. Pero las oportunidades de inversión en el sector no abundan y el hecho de ser AENA una compañia participada mayoritariamente por el Estado español a través de Enaire, hace que estas potenciales inversiones sean estrechamente escrutadas por el Gobierno de España. **(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 un plan inmobiliario para promover 226ha junto al aeropuerto del Prat, que requerirán inversiones de 1.264 M€ en los próximos 20/30 años. AENA encargará a una consultora el desarrollo urbanístico con el objetivo de comenzar las obras en 2019. Próximamente, AENA presentará el plan inmobiliario para el aeropuerto de Madrid-Barajas. Estas inversiones, que pondrán en valor los activos inmobiliarios del grupo, requerirán inversiones muy limitadas 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 (Documento de Regulación Aeroportuaria), 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.

Nuestra visión:

En este contexto AENA está dispuesta a aumentar el payout desde el 80% actual pero su perfil de crecimiento se reduciría. Con una rentabilidad por dividendo del 4,0%, un marco regulatorio estable y beneficios todavía crecientes, AENA es una alternativa de inversión defensiva. Sin embargo creemos que las buenas noticias ya están recogidas en precio y prevemos un moderado potencial de revalorización hasta nuestro P.O. de 171,8€/acción.

Notas:

(1) Por estructura de capital ineficiente y cara, nos referimos a una estrucutra 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.

(2) Payout: porcentaje del Beneficio Neto que se distribuye como dividendos.

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.