

**Universidad Internacional de La Rioja
Facultad de Ciencias Jurídicas, Sociales y
Humanidades**

Análisis fundamental AENA SME, S.A.

Trabajo fin de máster presentado por:

Alberto Pozos Basterrica
Raúl Collados Catalán

Empresa analizada:

AENA SME, S.A.

Director/a:

José Antonio Clemente Almendros

Ciudad de la defensa:

Bilbao

Nombre miembro grupo:

Alberto Pozos Basterrica

Índice de contenidos

1	Introducción	10
1.1	Justificación	10
1.2	Objetivo general	10
1.3	Objetivos específicos	10
2	Presentación AENA	11
2.1	Visión general de la compañía	11
2.2	Historia, estructura societaria y gobierno corporativo	13
3	Ánalisis de variables significativas de negocio	14
4	Ánalisis económico financiero	18
4.1	Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias	18
4.2	Análisis del balance	24
4.3	Análisis del estado de flujos de efectivo	28
4.4	Análisis de los principales ratios económico financieros	30
4.5	Análisis de riesgos financieros	35
4.6	Z-Altman score y Piotroski F-score	36
4.7	Conclusiones del análisis económico financiero	38
5	Comparativa frente a referentes del sector	39
6	Cumplimiento del plan estratégico 2018 – 2021	42
6.1	Revisión de la estrategia de la actividad aeronáutica	42
6.2	Revisión de la estrategia de los servicios comerciales	44
6.3	Revisión de la estrategia de los servicios inmobiliarios	45
6.4	Revisión de la estrategia del área internacional	46
7	Diagnóstico integral	48
8	Propuestas de mejora	50
9	Estados financieros previsionales	54
9.1	Programas de ingresos y gastos OPEX	54
9.2	Programas de inversión y amortización	59
9.3	Programa de pago de deuda y nueva financiación	62
9.4	Cuenta de pérdidas y ganancias previsional	63
9.5	Balance previsional	64
9.6	Estado de flujos de efectivo previsional	65
9.7	Ánalisis de magnitudes y ratios previsionales	66
10	Plan de seguimiento a través de CMI	68
11	Valoración	71
12	Conclusiones	72
13	Bibliografía	74
14	Anexos	76

Índice de tablas

Tabla 1. Cuenta de pérdidas y ganancias.	19
Tabla 2. Aprovisionamientos, personal y otros gastos de explotación.	19
Tabla 3. Principales datos y magnitudes de la cuenta de pérdidas y ganancias....	20
Tabla 4. Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA por línea de negocio.	21
Tabla 5. Gastos de personal y otros gastos de explotación negocio aeronáutico.	22
Tabla 6. Aportación de las líneas de negocio al total de la compañía.....	23
Tabla 7. Activo del balance de situación.....	24
Tabla 8. Patrimonio neto y Pasivos del balance de situación.	26
Tabla 9. Magnitudes y estructura del balance.	28
Tabla 10. Estado de flujos de efectivo.	29
Tabla 11. Capacidad de generación de flujo de caja de explotación.	29
Tabla 12. Partidas agregadas de flujos de caja.....	30
Tabla 13. Ratios de rentabilidad y valor al accionista.	31
Tabla 14. Ratios de liquidez, tesorería y solvencia.	31
Tabla 15. Fondo de maniobra, NOF, PMC y PMP.....	32
Tabla 16. Ratios de análisis de la deuda.	33
Tabla 17. Apalancamiento financiero.....	34
Tabla 18. Instrumentos para la obtención de liquidez.....	36
Tabla 19. Altman Z-score.	37
Tabla 20. Piotroski F-Score.	37
Tabla 21. Comparativa empresas referentes del sector.	39
Tabla 22. Comparativa de aporte de líneas de negocio al mix general.....	40
Tabla 23. Inversiones reconocidas Plan DORA 2017 – 2021.	42
Tabla 24. Previsiones de tráfico de pasajeros en red aeropuertos AENA.....	42
Tabla 25. Evolución negocio aeronáutico.	43
Tabla 26. Evolución gastos de personal y otros gastos de explotación.	43
Tabla 27. Evolución negocio comercial.	44
Tabla 28. Evolución negocio inmobiliario.....	45
Tabla 29. Inversiones servicios inmobiliarios Adolfo Suarez Madrid Barajas.	45
Tabla 30. Inversiones servicios inmobiliarios Barcelona El Prat.	46
Tabla 31. Evolución negocio internacional.	47
Tabla 32. Puesta en equivalencia AMP, Aerocali y SACSA.....	47
Tabla 33. Diagnóstico DAFO, Debilidades.	48
Tabla 34. Diagnóstico DAFO, Amenazas.	48

Tabla 35. Diagnóstico DAFO, Fortalezas.	49
Tabla 36. Diagnóstico DAFO, Oportunidades.....	49
Tabla 37. Crecimiento de ingresos negocio aeronáutico.	55
Tabla 38. Crecimiento de ingresos negocio comercial.....	55
Tabla 39. Crecimiento histórico London Luton.....	56
Tabla 40. Crecimiento de ingresos negocio internacional.....	56
Tabla 41. Crecimiento de ingresos ANB.....	57
Tabla 42. Crecimiento de ingresos negocio inmobiliario.....	58
Tabla 43. Consolidación de ingresos y aporte de líneas al mix.	58
Tabla 44. Consolidación de gastos OPEX.....	58
Tabla 45. Inversiones estimadas.	60
Tabla 46. Tablas amortizaciones, deterioros y bajas activo no corriente.	61
Tabla 47. Programa de amortizaciones, deterioros y bajas activo no corriente.	62
Tabla 48. Programa de pago y obtención de deuda.	62
Tabla 49. Cuenta de pérdidas y ganancias previsional.....	63
Tabla 50. Balance previsional, total activo.....	64
Tabla 51. Balance previsional, total pasivo y patrimonio neto.....	65
Tabla 52. Variación ACN.	66
Tabla 53. Flujos de caja previsionales.....	66
Tabla 54. Análisis previsional económico financiero.....	67
Tabla 55. Cuadro de mando integral.	69
Tabla 56. Proyección de flujos de caja libre	71
Tabla 57. Valoración por DFC.	71

Índice de figuras

Figura 1. Evolución tráfico aéreo y PIB en Europa.	15
Figura 2. Liderazgo europeo de AENA por volumen de pasajeros.	17
Figura 3. Tarifa €/Pasajero, Costes €/Pasajero y Generación cash-flow año 2017. 17	17
Figura 4. Vencimiento y amortización deuda a largo plazo.....	34
Figura 5. Capacidad de mejora ingresos comerciales por pasajero.....	44

Resumen ejecutivo

AENA es el **gestor aeroportuario más grande del mundo por volumen de pasajeros**. Gestiona 46 aeropuertos y dos helipuertos en España de manera directa y participa en la gestión de 23 aeropuertos a nivel internacional tanto de forma directa como indirecta.

En conjunto, AENA dispone de **cuatro líneas de negocio**: La línea de negocio de gestión aeroportuaria (64% del total de ingresos), la línea de negocio de servicios comerciales (28% del total de ingresos), la línea de negocio de gestión aeroportuaria internacional (6% del total de ingresos) y la línea de negocio de arrendamiento inmobiliario (2% del total de ingresos).

El **51% de la propiedad de AENA pertenece al estado español** a través de su participación en la sociedad Enaire. El **49% restante es free float** cotizado en Bolsa.

AENA opera prácticamente como monopolio en España, gestionando +90% de los aeropuertos existentes. Siendo España el segundo país más visitado del mundo donde el 82% de los turistas accedieron vía aérea y en un entorno que prevé un crecimiento del tráfico aéreo mundial del 100% para los próximos 20 años, AENA presenta claras ventajas competitivas que la protegen y permitirán seguir creciendo.

En el año 2019 **AENA en su conjunto facturó 4.503,2 m€** (+4% sobre 2018) y obteniendo un **beneficio neto de 1.442 m€** (+8% sobre 2018), presentando un margen EBITDA del 61,4%, un margen EBIT del 44% y un margen sobre beneficio neto del 32%, **márgenes estables en los tres años analizados**.

AENA es una compañía con **gran capacidad de generación de caja**, gracias a su eficiencia en costes operativos por pasajero que son los más competitivos a nivel europeo. Esto se traduce en un **ratio flujos de caja de explotación sobre ingresos del 47%**, sostenido en los tres años analizados.

Por la naturaleza de su negocio, AENA necesita **elevadas inversiones en CAPEX**. Esto se traduce en un balance donde **el activo no corriente representa el 95% del total del activo**. Por el lado del pasivo, **el patrimonio neto representa un 43%** y **los pasivos no corrientes otro 43%**, siendo principalmente deuda a largo plazo. La compañía presenta una **estructura de capital acorde a su actividad**. Su **ratio de endeudamiento es alto**, pero con gran capacidad de atender sus pagos y con un competitivo precio de la deuda del 1,32%. Esto le aporta **un enorme margen financiero y apalancamiento positivo** que entrega **altas rentabilidades en**

términos de ROA (13%), ROE (23%) y ROCE (15%). El trato al accionista está muy cuidado con una política de dividendo con un pay-out del 80%. Esto se ha traducido en el año 2019 en una elevada **rentabilidad por dividendo del 4,45%**.

Uniendo todos esos factores, vemos una **compañía muy solvente**, con un **negocio sólido y rentable**, que **trata bien a sus accionistas** y con unas **altísimas barreras de entrada** frente a nuevos competidores que quisiesen entrar en el mercado.

Tras nuestro análisis, presentamos a AENA varios **retos y recomendaciones para el futuro** próximo. En su negocio de **gestión aeroportuaria nacional**, el principal reto es seguir creciendo a tasas objetivo del 3% mientras mantiene un control de costes operativos que protejan sus márgenes. En su negocio de **servicios comerciales** el principal reto es incrementar los ingresos comerciales por pasajero puesto que en comparación con sus competidores tiene capacidad de crecimiento. En su **negocio internacional** tiene un **verdadero reto y oportunidad de crecimiento y diversificación geográfica** que minimicen el riesgo país, hoy en día muy concentrado en España. La compañía está **muy bien posicionada** de cara a invertir en nuevas adjudicaciones internacionales y convertirse en un **operador global**. En su **negocio inmobiliario** AENA acometerá en 2020 un plan de inversión inmobiliaria para expandir y hacer crecer su negocio “real estate”, el cual proponemos acelerar dados los altos márgenes y rendimientos que genera en sus competidores.

Todo esto se traducirá, a futuro, en un **nuevo mix de ingresos donde los negocios internacional e inmobiliario aportarán mayor porcentaje al mix global** de la compañía dotándola de mayor diversificación y resiliencia.

Teniendo todas estas inversiones de crecimiento en consideración, **proyectamos unos ingresos por valor de +5.600 m€ en 2022**, manteniendo una correcta estructura de capital. Financiaremos inversiones no corrientes tanto con deuda a largo plazo así como **fortaleciendo año tras año los fondos propios de la compañía. Maximizaremos la capacidad de generación de caja**, con foco en **mejorar el ratio de tesorería** de la compañía, pasando del 0,36 en 2019 al 1,5 en 2022. Todo ello con el **objetivo de disponer efectivo por encima de los 2.000 m€** que capacite a la compañía en la realización de **inversiones internacionales que hagan crecer y diversificar geográficamente el negocio**.

Todo ello **cuidando el actual trato al accionista**, respetando su pay-out, pero con especial foco en el **aporte de valor a largo plazo** donde este crecimiento maximizará sus retornos tanto **en forma de dividendo** como en forma de **revalorización de la acción sujetada en el desempeño de los fundamentales** del negocio.

Organización del trabajo en grupo

En el momento de iniciar el desarrollo del presente TFM, los dos integrantes del equipo consideramos que el proceso que mayor riqueza y valor aportaría al mismo sería aquel que nos hiciera **pasar a ambos integrantes por un estudio completo e integral de la compañía**. Es decir, un **proceso de trabajo donde ambos integrantes estudiáramos y trabajáramos en todos los bloques de proyecto de manera independiente para después ponerlo en común, enriquecerlo, contrastar opiniones y obtener conclusiones**.

Así mismo, con el objetivo de **eficientar trabajos en la búsqueda y obtención de material de estudio** (memorias, noticias, informes, planes estratégicos, etc.) así como **garantizar el avance del TFM en plazo y forma**, cada uno de los bloques ha tenido **un líder**. En determinados bloques ha sido un **liderazgo conjunto** debido a sus características y/o puesta en común demandada por el mismo, donde enriquecer análisis y contrastar planteamientos.

La operativa de trabajo y sincronización ha sido principalmente a través de **emails a demanda** compartiendo información, documentación, avances intermedios y **videoconferencias con periodicidad quincenal** para la puesta en común de todo lo trabajado y planificar las tareas de la siguiente quincena.

Elaboramos de manera conjunta un programa de trabajo para recoger **todos los bloques demandados**, y una vez obtenido el marco general de trabajo lo planificamos para garantizar las entregas intermedias de manera satisfactoria.

Presentamos a continuación los bloques de trabajo seguidos y sus objetivos. Todos ellos tienen un líder que se ha encargado del avance en plazo y forma, si bien que a nivel operativo **han sido trabajados de manera independiente por ambos miembros del equipo para posteriormente ponerlos en común y enriquecerlos juntos**, consolidando en una versión unificada.

Bloque de trabajo	Líder	Objetivos	Coordinación
1. Lectura y conocimiento general de AENA.	Ambos integrantes.	Obtener un primer conocimiento 360º de AENA, sus líneas y modelo de negocio, historia y estructura societaria, primeras magnitudes financieras y competitivas.	Email. Videoconferencia.
2. Análisis del entorno y claves competitivas.	Alberto Pozos.	Obtener una visión panorámica acerca del entorno macro competitivo, drivers de crecimiento, posicionamiento en mercado, ventajas competitivas, amenazas y oportunidades.	Email. Videoconferencia.
3. Análisis económico financiero (I).	Raúl Collados.	Ánalisis de las principales magnitudes y evolución de los estados financieros para obtener una primera visión económico-financiera de la compañía y líneas de negocio.	Email. Videoconferencia.
Preparación y entrega Hito 1 (9 de abril de 2020)	Ambos integrantes.	Elaboración del documento de entrega para el Hito 1 con las tres primeras fases trabajadas.	Email. Videoconferencia.
Ajustes post revisión con tutor TFM	Raúl Collados.	Incorporación de ajustes y mejoras propuestas por el tutor TFM.	Email.
4. Análisis económico financiero (II)	Alberto Pozos.	Continuación del análisis económico financiero con la elaboración y análisis de ratios.	Email. Videoconferencia.
5. Análisis de principales competidores.	Alberto Pozos.	Conocimiento de las líneas de negocio, magnitudes financieras y objetivos estratégicos de los competidores para poner en contexto el posicionamiento y cifras de AENA.	Email. Videoconferencia.
6. Análisis del grado de cumplimiento del plan estratégico 2018 – 2021.	Raúl Collados.	Estudio del Plan Estratégico AENA 2018 – 2021 y evaluación del grado de cumplimiento.	Email. Videoconferencia.
7. Diagnóstico integral y elaboración de propuestas de mejora.	Liderazgo conjunto.	Elaboración conjunta de conclusiones y recomendaciones de mejora.	Videoconferencia específica.

8. Elaboración de estados financieros previsionales.	Liderazgo conjunto.	Elaboración conjunto de estados financieros previsionales	Email. Videoconferencia.
Preparación y entrega Hito 2 (14 de mayo de 2020)	Alberto Pozos.	Elaboración y consolidación del documento de entrega para el Hito 2, con los ajustes del Hito 1 más las nuevas fases.	Email. Videoconferencia.
Ajustes post revisión con tutor TFM	Raúl Collados.	Incorporación de ajustes y mejoras propuestas por el tutor TFM.	Email.
9. Conclusiones y valoración final	Liderazgo conjunto	Elaboración de la valoración de la compañía y conclusiones globales TFM.	Videoconferencia específica.
10. Elaboración del primer documento completo TFM.	Liderazgo conjunto.	Desarrollo del primer documento completo incluyendo índices, referencias, formatos, bibliografía, anexos, etc.	Email. Videoconferencia.
Preparación y entrega Hito 3 (25 de junio de 2020)	Raúl Collados	Elaboración y consolidación del documento de entrega para el Hito 3, con los ajustes del Hito 2.	Videoconferencia específica.
Ajustes post revisión con tutor TFM	Alberto Pozos.	Incorporación de ajustes y mejoras propuestas por tutor TFM.	Email.
Lectura, revisión completa y ajustes TFM. Entrega final ordinaria (16 de julio 2020)	Liderazgo conjunto.	Lectura detenida para ajustar contenidos y formatos y elaboración de documento final para la entrega ordinaria TFM.	Videoconferencia específica.

1 Introducción.

1.1 Justificación.

AENA SME, S.A., en adelante **AENA**, es el **primer operador aeroportuario por número de pasajeros**, cuya principal actividad es la **gestión y explotación de la red de aeropuertos nacionales**. Inició su cotización en bolsa el 11 de febrero de 2015 a un precio de 58€ por acción. A fecha de 31 de diciembre de 2019 dicho precio se situó en 170,50€ por acción. Esta **evolución del +194% del precio de la acción en apenas 5 años**, unida a un pago de **dividendo con un pay-out del 80%**, es la **motivación para analizar la compañía y valorar si sus fundamentales sujetan este desempeño bursátil y aporte de valor al accionista**.

1.2 Objetivo general.

El **objetivo general** del presente trabajo es realizar un **análisis fundamental de AENA**. Iniciaremos el análisis con una **presentación general de la compañía**. Continuaremos con un **análisis de las principales variables que impactan en su negocio**, entendiendo sus claves y palancas de valor. Posteriormente realizaremos un **análisis económico financiero de la compañía** estudiando sus estados financieros en los tres últimos ejercicios. **Continuaremos contrastando sus principales magnitudes con compañías competidoras** tanto en Europa como América, y finalizaremos el análisis evaluando el **grado de cumplimiento del plan estratégico 2018 – 2021**, el cual se encuentra en plena ejecución.

1.3 Objetivos específicos.

Tras el análisis, elaboraremos un **diagnóstico de situación 360º** que nos permita obtener **conclusiones acerca de la compañía y plantear recomendaciones orientadas a maximizar el valor para el accionista**. Considerando estas recomendaciones, **proyectaremos los estados financieros previsionales** de la compañía para posteriormente obtener **una valoración presente de la misma y obtener conclusiones fundamentadas en negocio acerca del aporte de valor a los accionistas**.

Siguiendo con las **directrices marcadas por la dirección académica del máster**, las recomendaciones y proyecciones de crecimiento futuro de la compañía **se realizarán sin tener en consideración el impacto negativo del COVID-19**.

2 Presentación AENA

2.1 Visión general de la compañía

AENA es la **sociedad mercantil estatal que da nombre al primer operador aeropuerto mundial por número de pasajeros**. Su actividad nuclear se centra en la **gestión y explotación aeroportuaria**, encargándose de gestionar los principales aeropuertos de España. Esto significa, a fecha 31 de diciembre de 2019, gestionar los **46 aeropuertos más importantes del país y 2 helipuertos** (Ceuta y Algeciras). Así mismo, a través de la filial **AENA Desarrollo Internacional SME S.A.**, en adelante AENA Internacional, de la cual posee el 100% de la propiedad, **participa en la gestión de 23 aeropuertos en diferentes países tanto de Europa como América**. Concretamente participa en la gestión de un aeropuerto en Europa (London Luton, del cual posee el 51% de capital), y 22 aeropuertos en América (6 en Brasil, 12 en México, 2 en Colombia y 2 en Jamaica).

En conjunto, **AENA dispone de cuatro líneas de actividad y negocio** que a continuación presentamos:

1. Actividad aeronáutica

Es la **actividad nuclear de la compañía**, es decir, la **gestión y explotación de las infraestructuras aeroportuarias** en España. Su modelo de negocio reside en las **tarifas aeroportuarias que AENA cobra a las diferentes compañías aéreas** por operar en los aeropuertos. Es un **negocio regulado por el Ministerio de Fomento** a través del **Plan DORA 2017 – 2021** (Documento de Regulación Aeroportuaria) y donde se definen las **tarifas máximas por pasajero** que AENA cobra a las compañías aéreas, calculadas de manera que AENA sea una compañía rentable teniendo en cuenta el coste de capital y gastos de operación. Por lo tanto, las **tres variables más influyentes** en este negocio son **1) Volumen de pasajeros** que viajan a través de los aeropuertos gestionados por AENA, **2) Tarifa por pasajero** que AENA cobra a cada aerolínea y **3) Coste por pasajero** que AENA soporta.

2. Servicios comerciales

Supone un **negocio no regulado**, cuyo modelo de negocio se centra en las **tarifas fijas y variables sobre ventas cobradas a las compañías que comercializan bienes y servicios** (tiendas retail y libres de impuestos, restauración, compañías de alquiler de vehículos, etc.) en los aeropuertos que gestiona AENA. En lo que respecta a la estructura de comisión tarifa fija, en el año 2019 representó un 13% del total de

ingresos siendo el 83% restante perteneciente a comisiones variables sobre ventas. Por lo tanto, las **tres variables más influyentes en este negocio** son **1) Volumen de pasajeros** que transitan por los aeropuertos y **2) Gasto comercial medio por pasajero** y **3) Comisión variable** aplicada.

3. Servicios inmobiliarios

Supone un **negocio no regulado** y cuyo modelo de negocio se centra en el **arrendamiento de oficinas, almacenes, hangares y naves de carga a compañías aéreas y operadores de carga**. Hoy en día representa un negocio pequeño para el total de la compañía, pero como más adelante veremos AENA ha diseñado un **programa de desarrollo inmobiliario** en los aeropuertos de Adolfo Suarez Madrid – Barajas y Barcelona – El Prat para urbanizar más de 2.000 hectáreas explotables en modelo arrendamiento (oficinas, almacenes, hoteles, hubs logísticos, etc.), con el objetivo de crear un negocio “Real Estate”. Después de destinar los años 2018 y 2019 al estudio, análisis y definición operativa (marco corporativo, legal y societario), **en 2020 están planificadas el inicio de las inversiones** (junto a diferentes fondos de inversión y Socimis) destinadas a la urbanización de suelos y construcción de primeros edificios.

4. Área Internacional

Supone una línea de **negocio no regulado** por Plan DORA que a través de su participación del 100% en la sociedad **AENA Internacional** se orienta a la **identificación, captación y gestión aeroportuaria a nivel internacional** con objeto de expansión y diversificación geográfica a largo plazo. Hasta el año 2019 gestionaba 17 aeropuertos: 1 aeropuerto en Londres (London Luton), 12 aeropuertos en México, 2 aeropuertos en Colombia y 2 aeropuertos en Jamaica. En el año 2019 AENA ganó la concesión a 30 años de 6 aeropuertos en Brasil (Aeropuertos del Nordeste de Brasil, ANB), cuya gestión y explotación se iniciará en 2020.

Del mismo modo que en el negocio aeroportuario nuclear, las tres variables que más influyen en este negocio son: **1) Volumen de pasajeros** que rotan en cada aeropuerto, **2) Tarifas por pasajero** que se cobren a las aerolíneas y **3) Costes por pasajero** que AENA sea capaz de desplegar gracias a su know-how y política de gestión. Societariamente, la actividad de AENA Internacional **se lleva a cabo a través de la participación en las sociedades encargadas de la concesión y explotación de los aeropuertos internacionales**. Estas participaciones, como veremos en la estructura societaria, pueden darse tanto de manera directa como indirecta, y con posiciones mayoritarias y/o minoritarias. Adicionalmente, **AENA**

Internacional también presta servicios de consultoría aeroportuaria donde participa como experto en operaciones aeroportuarias en proyectos internacionales.

2.2 Historia, estructura societaria y gobierno corporativo

AENA nace el 19 de junio 1991 dentro en un contexto de liberalización del transporte aéreo internacional europeo. En 1998 se crea **AENA Internacional**, sociedad 100% perteneciente a AENA, con la voluntad de desarrollar el negocio de gestión aeroportuaria a nivel internacional. A nivel societario, **en el año 2011 se crea AENA Aeropuertos S.A.** y por Orden Ministerial se le atribuyen el **conjunto de funciones y obligaciones que AENA ejercía hasta la fecha** en materia de gestión y explotación de servicios aeroportuarios. **En 2014 AENA Aeropuertos S.A. pasa a denominarse AENA S.A.** Posteriormente, **en 2017** y debido a su condición de sociedad mercantil estatal, **se adapta la denominación a AENA SME, S.A.** En paralelo, y de acuerdo con la misma norma legislativa, **la entidad original pública empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea, AENA, pasó a denominarse Enaire** (entidad pública empresarial perteneciente al Estado español).

En 2015 se realiza una privatización parcial de AENA SME, S.A., con una salida a bolsa del 49% de su capital, formando parte del índice IBEX-35 y cotizando desde febrero de 2011 en las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Por lo tanto, **hoy en día el accionariado de AENA (150.000.000 acciones)** está configurado como sigue:

- **51% propiedad de Enaire** (entidad pública empresarial dependiente del Ministerio de Fomento), con 76.500.000 acciones.
- **49% de free float cotizado**, con 73.500.000 acciones.

Así mismo, **esta sociedad matriz AENA SME S.A. dispone de participaciones, tanto mayoritarias como minoritarias, en diferentes sociedades** con diferentes objetivos:

- **AENA Desarrollo Internacional SME, S.A.**, con una participación del 100% y orientada al desarrollo del negocio internacional.
- **AENA Sociedad Concesionaria del Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia SME, S.A.**, con una participación del 100% y orientada a la gestión y explotación del Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia.

- **Aeroportos do Nordeste do Brasil S.A.**, con una participación directa del 100% (a través de AENA Internacional) y orientada a la gestión y explotación de los 6 aeropuertos del noreste de Brasil.
- **London Luton Airport Holdings III Limited**, con una participación directa del 51% (a través de AENA Internacional) y orientada a la gestión y explotación del aeropuerto de London-Luton.
- **AEROCALI**, con una participación directa del 50% (a través de AENA Internacional), siendo la sociedad que gestiona el aeropuerto de Cali en Colombia.
- **SACSA**, con una participación directa del 38% (a través de AENA Internacional), siendo la sociedad que gestiona el aeropuerto de Cartagena de Indias en Colombia.
- **Grupo Aeroportuario del Pacífico (GAP)**, con una participación indirecta del 5,8% (a través del 17,4% que AENA Internacional tiene en la sociedad **Aeropuertos Mexicanos del Pacífico**, AMP, que a su vez tiene el 33,3% de GAP), siendo la sociedad que gestiona 12 aeropuertos en México y uno en Jamaica.

Desde un punto de vista de Gobierno Corporativo, el **Comité de Dirección con 10 perfiles directivos organizados funcionalmente** lo dirige el presidente y consejero delegado de AENA Maurici Lucena Betriu. El **Consejo de Administración**, órgano final de administración, **se compone de 15 consejeros** incluyendo como consejero ejecutivo al actual presidente AENA. El Anexo I “Estructura de órganos de gobierno” detalla la estructura de ambos órganos de gobierno. Así mismo, AENA es una compañía sensible con el impacto medioambiental y dispone de su propio **programa de responsabilidad social corporativa y medio ambiente** cuyas claves se recogen en el Anexo II “Responsabilidad social corporativa y medio ambiente”.

3 Análisis de variables significativas de negocio

Los negocios nacionales de explotación aeroportuaria y servicios comerciales **representan más del 92% de los ingresos** de AENA. Como hemos apuntado, las claves para su desarrollo y rentabilidad son principalmente: 1) Crecimiento de número de pasajeros en los aeropuertos, 2) Evolución de las tarifas fijas y variables cobradas a aerolíneas y resto de compañías, y 3) Control de costes operativos de la compañía para generar la rentabilidad exigida.

En este capítulo analizamos cómo se encuentra AENA en lo que respecta a estas variables significativas de negocio.

Lo primero que tenemos que apuntar es que el desarrollo de AENA está ligado a la **evolución de las tasas del tráfico aéreo internacional** y el papel de **España como destino turístico mundial**, ya que desde ahí puede inferirse el crecimiento (o decrecimiento) de tráfico de pasajeros por la red de aeropuertos de AENA.

Según datos de ACI-Intervistas el **transporte aéreo representa para España el 5,9% de su PIB**, estando a su vez estrechamente ligado al **sector turismo cuya aportación al PIB nacional es del 11,8%**. La siguiente figura, elaborada por la Oficina Europea de Estadística (Eurostat), nos muestra la tendencia creciente de los últimos años del **tráfico aéreo en Europa, con una tasa de crecimiento superior al crecimiento del PIB europeo**.

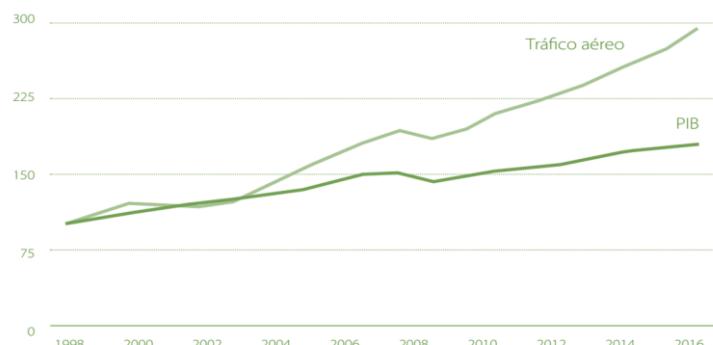


Figura 1. Evolución tráfico aéreo y PIB en Europa.
(Eurostat, 2017)

Según International de Transporte Aéreo (IATA), **se espera duplicar el tráfico aéreo en los próximos 20 años** con el siguiente crecimiento anual:

- Norteamérica, 2,3% de crecimiento anualizado a 20 años.
- Europa, 2,3% de crecimiento anualizado a 20 años.
- Asia Pacífico 4,7% de crecimiento anualizado a 20 años.
- África, 5,9% de crecimiento anualizado a 20 años.

Por otro lado, de acuerdo con los datos de la Organización Mundial del Turismo (OMT), **España es el segundo país del mundo más visitado** por detrás de Francia y por delante de Estados Unidos.

Según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), en **el año 2019 visitaron España 83,7 millones de turistas, un 1,1% más que en 2018**. A esto se suma que **el 82,1% de dichos turistas (68,7 millones) accedieron a España por aire** y a través de alguno de los aeropuertos gestionados por AENA. Por otro lado, y presumiblemente debido a vínculos culturales históricos, **España representa el 28% de la puerta de entrada/salida aérea entre Europa y Latinoamérica**.

Podemos resumir los principales indicadores del entorno del siguiente modo:

- España es el **segundo país** más visitado del mundo.
- España registró **87,3 millones de turistas** en el año 2019.
- El **82%** de los turistas accedieron a España por **vía aérea**.
- España representa el **28% de la puerta aérea entre Europa y Latinoamérica**.
- Es **sector turismo aporta un 11% al PIB** de España.
- Estimación de **crecimiento del tráfico aéreo mundial del 100%** para los próximos veinte años.

Estas tendencias macro impactan de manera positiva en el negocio de AENA puesto que se estima que el **número de pasajeros continúe creciendo de manera estable en los próximos años** y permitiendo a AENA proyectar flujos de caja futuro con alto grado de certeza. Sin embargo, y desde otro punto de vista, este escenario **también representa un riesgo para el negocio** entendido como amenaza externa del mercado, pues como vemos su crecimiento como compañía está íntimamente ligado al crecimiento de la economía global.

AENA gestiona los **46 principales aeropuertos nacionales y 2 helipuertos** (Ceuta y Algeciras), **circulando por sus instalaciones en el año 2019 más de 275 millones de pasajeros sobre una capacidad total de 335 millones**. Las tendencias alcistas, el posicionamiento de España como destino turístico y puerta de enlace aéreo principal entre Europa y Latinoamérica, hace que **AENA gestione dos de los aeropuertos situados en el TOP-10 de aeropuertos europeos por millones de pasajeros** como son Adolfo Suarez en Madrid y El Prat en Barcelona.

Las siguientes figuras muestran el **liderazgo de AENA en Europa frente a otros operadores en lo que respecta a volumen de pasajeros**, sumando las cifras de España y su filial London Luton con datos a cierre de 2019, así como el **posicionamiento de Adolfo Suarez Madrid – Barajas y Barcelona – El Prat en el TOP 10 de aeropuertos europeos por número de pasajeros**.

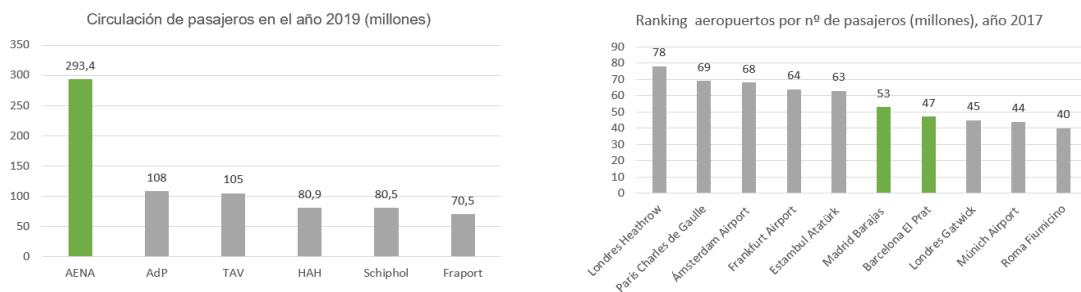


Figura 2. Liderazgo europeo de AENA por volumen de pasajeros.
(Informe de gestión AENA SME, S.A., 2019)

Gracias a esta volumetría, AENA puede disfrutar de una **economía de escala** que le dota de una **ventaja competitiva en costes**. Esto se traduce en las **tarifas aeropuarias y costes operativos por pasajero más competitivos de su entorno**, lo cual ofrece a AENA un **modelo de negocio con alta capacidad de generación de caja** como más adelante veremos. Las siguientes figuras obtenidas del Plan estratégico 2018 – 2021 de AENA, ilustran esta ventaja competitiva.

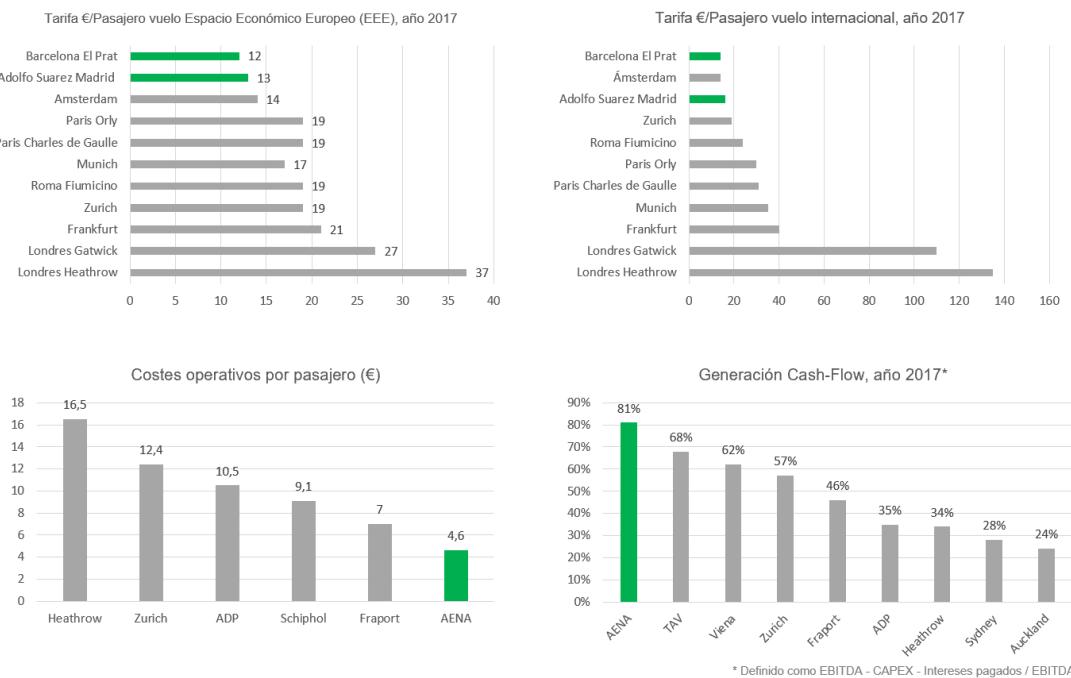


Figura 3. Tarifa €/Pasajero, Costes €/Pasajero y Generación cash-flow año 2017.
(Plan estratégico 2018 – 2021 AENA SME, S.A.)

Es importante recordar que **el negocio de gestión aeroportuaria está regulado por el Plan DORA 2017 – 2021**, encargado de fijar las tarifas máximas. En este sentido, este plan proyecta una **reducción paulatina del 11% de las tarifas aeroportuarias que AENA cobra a las aerolíneas durante el periodo 2017 – 2021**.

Así mismo, **AENA es una sociedad mercantil estatal con un 51% propiedad de Enaire**, que a su vez es una entidad pública empresarial adscrita al Ministerio de Fomento español. Por lo tanto, AENA opera en España prácticamente como **un negocio de carácter monopolístico**. Si bien su negocio core de actividad de gestión aeroportuaria **está regulado por el Ministerio de Fomento a través del Plan DORA**, disfruta de unas **enormes barreras de entrada hacia nuevos competidores**. No sólo desde el punto de vista de la dificultad de concesión para la explotación de aeropuertos a nuevos competidores, sino también desde un punto de vista de las **altas inversiones necesarias de acometer por terceros para entrar en el negocio de explotación aeroportuaria**.

En resumen, AENA tiene una **posición competitiva privilegiada**, con **altas barreras de entrada a su negocio que la protegen de competidores** y disfrutando de una **tendencia positiva en relación con las tasas de crecimiento de tráfico aéreo** estimadas para los próximos años, disfrutando a su vez de la ventaja competitiva que le otorga España como segundo país más visitado del mundo y principal puerta de enlace entre Europa y Latinoamérica.

4 Análisis económico financiero

4.1 Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

AENA cierra el ejercicio 2019 con un **total de ingresos de 4.503 M€ (+4,2% sobre 2018)**, un **EBITDA de 2.766 M€ (+4,1% sobre 2018)**, un **margin EBITDA del 61,4%** y un **beneficio neto de 1.442 M€ (+8,6% sobre 2018)**. Todo esto con un **crecimiento en el año 2019 del +4,6% en volumen de pasajeros gestionados**.

Analizaremos la consistencia y evolución de los resultados **profundizando en la cuenta de pérdidas y ganancias para los años 2017, 2018 y 2019**, tal y como se presenta en la siguiente tabla con datos en millones de euros.

Tabla 1. Cuenta de pérdidas y ganancias.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS AÑOS 2019, 2018 Y 2017 M€ (Millones de euros)								
Concepto	2019		Evol 18/19		2018		Evol 17/18	
	4.443,50 €	99%	5,8%		4.201,40 €	97%	6,1%	3.960,60 €
Ingresos ordinarios	4.443,50 €	99%	5,8%		4.201,40 €	97%	6,1%	3.960,60 €
Aeropuertos: Aeronáutico	2.843,90 €	63,2%	3,3%		2.754,20 €	63,8%	4,4%	2.638,60 €
Aeropuertos: Comercial	1.236,90 €	27,5%	8,1%		1.144,20 €	26,5%	9,1%	1.049,20 €
Servicios inmobiliarios	78,70 €	1,7%	17,1%		67,20 €	1,6%	12,6%	59,70 €
Aeropuerto Internacional Región Murcia	15,20 €	0,3%	-		- €	0,0%	0,0%	- €
Internacional	270,20 €	6,0%	13,6%		237,90 €	5,5%	11,6%	213,10 €
Ajustes	- 1,40 €	0,0%	-33,3%		- 2,10 €	0,0%	-	- €
Otros ingresos de explotación	59,70 €	1,3%	-49,7%		118,80 €	2,7%	77,3%	67,00 €
Total ingresos	4.503,20 €	100%	4,2%		4.320,20 €	100%	7,3%	4.027,60 €
Aprovisionamientos	- 170,50 €	3,8%	-1,4%		- 172,90 €	4,0%	-0,7%	- 174,20 €
Gastos de personal	- 456,20 €	10,1%	7,7%		- 423,70 €	9,8%	1,6%	- 417,00 €
Otros gastos de explotación	- 1.075,30 €	23,9%	6,6%		- 1.008,30 €	23,3%	10,7%	- 911,10 €
Pérdidas, deterioro y variación provisiones por operaciones comerciales	- 13,80 €	0,3%	-866,7%		1,80 €	0,0%	-	- €
Resultados por enajenación del resultado	- 9,40 €	0,2%	-41,6%		- 16,10 €	0,4%	47,6%	- 10,91 €
Deterioro del inmovilizado	- €	0,0%	-100,0%		- 46,20 €	1,1%	-	- €
Otros resultados	- 11,80 €	0,3%	-755,6%		1,80 €	0,0%	-39,2%	2,96 €
Amortización del inmovilizado	- 789,00 €	17,5%	-2,2%		- 806,40 €	18,7%	0,8%	- 800,03 €
Total gastos de explotación	- 2.526,00 €	56%	2,3%		- 2.470,00 €	57%	6,9%	- 2.310,28 €
EBITDA reportado	2.766,20 €	61%	4,1%		2.656,60 €	61%	5,5%	2.517,35 €
% de Margen (sobre ingresos totales)	61,4%				61,5%			62,5%
EBIT	1.977,20 €	44%	6,9%		1.850,20 €	43%	7,7%	1.717,32 €
% de Margen (sobre ingresos totales)	43,9%				42,8%			42,6%
Ingresos financieros	4,60 €				3,00 €			6,89 €
Gastos financieros	- 124,85 €				- 135,20 €			- 142,13 €
Otros ingresos / (gastos) financieros netos	3,30 €				- 0,70 €			- 4,37 €
Participación en resultados en asociadas	22,40 €				20,20 €			18,92 €
Resultado antes de impuestos	1.882,65 €	42%	8%		1.737,50 €	40%	8,8%	1.596,63 €
Impuestos sobre las ganancias	- 437,20 €				- 409,6			- 374,73
Resultado del periodo consolidado	1.445,45 €	32%	9%		1.327,90 €	31%	8,7%	1.221,90 €
Resultado del periodo atribuible a participaciones no dominantes	3,70 €				- 0,10 €			- 10,10 €
Beneficio Neto. Resultado del periodo atribuible a los accionistas de la dominante	1.441,75 €	32%	9%		1.328,00 €	31%	7,8%	1.232,00 €

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias auditadas de los años 2019 y 2018.

Vemos que a nivel agregado la **cifra total de ingresos crece de manera sostenida** en los tres ejercicios analizados.

El conjunto de **gastos de explotación** ha pasado de 2.470 millones en 2018 a 2.526 millones en 2019 (+2,3%), habiendo crecido a una **tasa menor que el crecimiento de los ingresos**. Si analizamos los **gastos OPEX** (Aprovisionamientos + gastos de personal + otros gastos de explotación) sí vemos que **han crecido a un ritmo mayor que los ingresos** pero no que el beneficio neto.

Tabla 2. Aprovisionamientos, personal y otros gastos de explotación.

OPEX 2019, 2018 y 2017 en M€					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
OPEX (Aprov.+Personal+Otros gastos explot.)	- 1.702,00 €	6,1%	- 1.604,90 €	6,8%	- 1.502,30 €

Fuente: Elaboración propia

El **EBITDA de 2.766,20 M€ de 2019** nos entrega un margen EBITDA **del 61,4%**. Este es un margen muy relevante y sostenido a pesar de reducirse ligeramente con respecto al año 2017. El **margin EBIT de 2019 lo tenemos en un considerable 44%**, en línea con los reportados en los años 2018 y 2017. Los **gastos financieros han descendido un 7,7%**, principalmente debido a la amortización de deuda como veremos en el análisis del balance.

El **beneficio antes de impuestos de 2019 es de 1.882,65 M€**, con un margen del 41,8% sobre total de ingresos, creciendo a una tasa del 8% con respecto a 2018 y 2017 y manteniendo el margen. Finalmente, obtenemos para 2019 un **beneficio neto de 1.441,75 M€ euros**, que representa un margen del 32% sobre ingresos totales. Este **beneficio neto supone un +9% sobre beneficio neto 2018 y un +7,8% sobre beneficio neto de 2017**.

La siguiente tabla nos presenta los principales datos y magnitudes para los tres últimos años, donde **se aprecia claramente una consistencia en el crecimiento al mismo tiempo que se mantienen y se cuidan los márgenes**:

Tabla 3. Principales datos y magnitudes de la cuenta de pérdidas y ganancias.

ANÁLISIS RATIOS FINANCIEROS					
Principales datos y magnitudes cuenta de pérdidas y ganancias M€ (Millones de euros)					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
Ingresos	4.503,20 €	4,2%	4.320,20 €	7,3%	4.027,60 €
EBITDA	2.766,20 €	4,1%	2.656,60 €	5,5%	2.517,35 €
EBIT	1.977,20 €	6,9%	1.850,20 €	7,7%	1.717,32 €
Beneficio Neto	1.441,75 €	8,6%	1.328,00 €	7,8%	1.232,00 €
Margen EBITDA	61,4%	-0,1%	61,5%	-1,6%	62,5%
Margen EBIT	43,9%	2,5%	42,8%	0,4%	42,6%
Margen Beneficio Neto	32,0%	4,2%	30,7%	0,5%	30,6%

Fuente: Elaboración propia.

Analizamos a continuación el **desarrollo de cada línea de negocio para los años 2017, 2018 y 2019**. Las siguientes tablas nos presentan los ingresos, EBITDA y margen EBITDA de cada una de las líneas de negocio incorporando la explotación del Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia, en adelante AIRM.

Tabla 4. Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA por línea de negocio.

NEGOCIO AERONÁUTICO (incluye AIRM)					
Concepto	2019		2018		2017
	M€	Variación	M€	Variación	M€
Ingresos	2.859 €	4%	2.754 €	4%	2.639 €
EBITDA	1.606 €	1%	1.595 €	3%	1.550 €
Margen EBITDA	56%	-3%	58%	-1%	59%
NEGOCIO COMERCIAL					
Concepto	2019		2018		2017
	M€	Variación	M€	Variación	M€
Ingresos	1.237 €	8%	1.144 €	9%	1.049 €
EBITDA	1.032 €	9%	943 €	8%	873 €
Margen EBITDA	83%	1%	82%	-1%	83%
NEGOCIO INMOBILIARIO					
Concepto	2019		2018		2017
	M€	Variación	M€	Variación	M€
Ingresos	79 €	17%	67 €	13%	60 €
EBITDA	31 €	-14%	36 €	20%	30 €
Margen EBITDA	39%	-26%	54%	7%	50%
NEGOCIO INTERNACIONAL					
Concepto	2019		2018		2017
	M€	Variación	M€	Variación	M€
Ingresos	270 €	14%	238 €	12%	213 €
EBITDA	97 €	18%	82 €	28%	64 €
Margen EBITDA	36%	4%	34%	15%	30%
TOTAL NEGOCIOS					
Concepto	2019		2018		2017
	M€	Variación	M€	Variación	M€
Ingresos	4.445 €		4.204 €		3.961 €
Otros ingresos exp.	60 €		118,80 €		67,00 €
Ajustes	- 1 €	-	2,10 €		- €
Total ingresos	4.503 €	4%	4.320 €	7%	4.028 €
Total EBITDA	2.766 €	4%	2.656 €	6%	2.517 €
Margen EBITDA	61%		61%		62%

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias auditadas de los años 2019 y 2018.

En lo que respecta al **negocio aeronáutico**, los ingresos crecen de manera constante al 4%. El margen EBITDA de 2019 es alto, 56%, pero sin embargo va mermándose a lo largo de los tres últimos años. Esto nos lleva a profundizar en las principales partidas de coste de esta línea de negocio y el principal cambio viene dado por el incremento que han experimentado las partidas de “*Gastos de personal*” y “*Otros gastos de explotación*” con crecimientos superiores a la tasa de ingresos.

Tabla 5. Gastos de personal y otros gastos de explotación negocio aeronáutico.

VARIACIÓN GASTOS PERSONAL Y OTROS GASTOS EXPL.			
Concepto	2019		2018
	Importe	Variación	Importe
Personal	352.579,00 €	8,6%	324.629,00 €
Otros gastos expl.	753.687,00 €	7,2%	702.982,00 €
Total	1.106.266,00 €	7,4%	1.029.629,00 €

Fuente: Elaboración propia.

Deberemos tener en cuenta este aspecto en el momento de **plantear mejoras para este control de costes**, puesto que las tarifas están controladas por el Plan DORA y sujetas a un descenso paulatino y constante, por lo tanto esta merma de los márgenes continuará si no se actúa en la contención de costes.

En lo que respecta al **negocio comercial**, vemos que los ingresos crecen a unas buenas tasas entre el 8% y 9% mientras que a su vez se mantiene un poderoso margen EBITDA del 83%.

En lo que respecta al **negocio inmobiliario**, vemos que **los ingresos crecen a tasas de doble dígito** lo cual es muy interesante. Sin embargo, tanto el EBITDA como el Margen EBITDA del año 2019 se han visto mermados frente a años anteriores. Esto es debido a una circunstancia en torno a la variación de provisiones de insolvencia asociadas a los ingresos de un operador y un impacto recogido derivado de la reclamación de un arrendatario de terrenos. Para 2020 se espera volver a la senda de crecimiento y márgenes EBITDA. Así mismo, recordemos que **en el año 2020 se inician las inversiones para el crecimiento de este negocio**.

En lo que respecta al **negocio internacional**, vemos que **los ingresos crecen a tasas de doble dígito** lo cual es muy interesante, y a su vez tenemos en 2019 un margen EBITDA del 36% que ha ido mejorando con el paso de los años. Con respecto al negocio internacional es importante apuntar que la cuenta de pérdidas y ganancias recoge los datos procedentes de la consolidación de las filiales London Luton y Aeropuertos Nordeste de Brasil, en adelante ANB, y los procedentes de servicios de asesoramiento a aeropuertos internacionales. En 2019, London Luton ha aportado 258,5 M€, ANB no ha aportado ingresos puesto que su puesta en explotación se estima para 2020, y el resto de los ingresos corresponden al asesoramiento a aeropuertos internacionales. Por lo tanto, el crecimiento experimentado se debe principalmente al mayor volumen de pasajeros gestionados por London Luton.

Por otro lado, en lo que también respecta al negocio internacional, **las participaciones en AMP, Aerocali y SACSA no consolidan contablemente** en la cuenta de pérdidas y ganancias, y por tanto veremos su aportación en los Estados de Flujos de Caja a través del cobro de dividendos en los flujos de caja por actividades de inversión.

En lo que respecta a la **aportación de cada línea de negocio al total de la compañía**, tanto a Ingresos como EBITDA, la siguiente tabla nos presenta los datos y su evolución:

Tabla 6. Aportación de las líneas de negocio al total de la compañía.

Concepto	PORCENTAJES DE APORTACIÓN AL NEGOCIO					
	2019		2018		2017	
	Ingresos	EBITDA	Ingresos	EBITDA	Ingresos	EBITDA
Aportación Aeropuertos	64%	58%	66%	60%	67%	62%
Aportación Comercial	28%	37%	27%	36%	26%	35%
Aportación Inmobiliario	2%	1%	2%	1%	2%	1%
Aportación Internacional	6%	4%	6%	3%	5%	3%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

El 64% de los ingresos del año 2019 provienen del negocio aeronáutico, y 92% de los ingresos **provienen la suma del negocio aeronáutico y comercial**. Se aprecia cómo en el mix va bajando la aportación aeronáutica conforme sube la comercial. Esto es muy interesante porque ya hemos visto que el negocio comercial tiene un EBITDA del 83% (en 2019 el 28% de los ingresos han supuesto un 37% del EBITDA).

La aportación al mix del **negocio inmobiliario se mantiene estable en una cuota muy reducida**. Pero como hemos comentado, AENA tiene planes para urbanizar +2.000 hectáreas en los aeropuertos de Madrid y Barcelona y desarrollar un negocio “real estate” por lo tanto este negocio representará más peso en el futuro.

La aportación al mix del **negocio internacional se mantiene estable** tanto en ingresos como en aportación EBITDA, puesto que este negocio tiene la misma naturaleza que el negocio aeroportuario nacional y por tanto crece a tasas similares. Con la **entrada en explotación en 2020 de los 6 aeropuertos en Brasil** (ANB), con más de 13 millones de pasajeros, esperamos que esta línea internacional crezca sustancialmente y suponga un mayor porcentaje en este mix.

Más adelante compararemos esta aportación de cada línea de negocio con empresas comparables que nos permitan obtener conclusiones.

4.2 Análisis del balance

4.2.1 Análisis del activo

Debido a la naturaleza de su negocio, explotación de infraestructuras aeroportuarias, **el 95% de los 14.891 millones de euros que figuran en el activo de su balance corresponde al activo no corriente**. Concretamente **el 85% del total está invertido en inmovilizado material** y el 7% en activos intangibles, constituyendo por tanto entre ambas partidas el 92% del total del activo. La siguiente tabla nos presenta la composición del Activo de la compañía en los tres últimos ejercicios (datos en millones de euros).

Tabla 7. Activo del balance de situación.

Concepto	ACTIVO M€ (Millones de euros)					
	2019		2018		2017	
Inmovilizado material	12.670,71 €	85%	12.872,78 €	86%	13.205,95 €	86%
Activos intangibles	1.009,24 €	7%	507,00 €	3%	491,17 €	3%
Inversiones inmobiliarias	140,93 €	1%	138,18 €	1%	135,11 €	1%
Activos por derecho de uso	61,73 €	0%	- €	0%	- €	0%
Inversiones en empresas asociadas y con control conjunto	63,78 €	0%	65,43 €	0%	63,95 €	0%
Otros activos financieros	80,12 €	1%	72,85 €	0%	71,50 €	0%
Instrumentos financieros derivados	- €	0%	1,14 €	0%	0,36 €	0%
Activos por impuestos diferidos	106,92 €	1%	124,94 €	1%	122,37 €	1%
Otras cuentas por cobrar	4,36 €	0%	3,25 €	0%	2,83 €	0%
Activos no corrientes	14.137,78 €	95%	13.785,57 €	93%	14.093,24 €	92%
Existencias	6,84 €	0%	7,30 €	0%	7,05 €	0%
Clientes y otras cuentas por cobrar	505,30 €	3%	454,80 €	3%	351,81 €	2%
Efectivo y equivalentes a efectivo	240,60 €	2%	651,40 €	4%	854,98 €	6%
Activos corrientes	752,74 €	5%	1.113,50 €	7%	1.213,84 €	8%
TOTAL ACTIVOS	14.890,52 €	100%	14.899,07 €	100%	15.307,07 €	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias auditadas de los años 2019 y 2018.

Las principales líneas de negocio quedan recogidas como sigue: El **inmovilizado material** recoge el valor contable de las infraestructuras aeroportuarias nacionales en su conjunto, los **activos intangibles** recogen principalmente el valor contable de la concesión de London Luton y ANB, las **inversiones inmobiliarias** recogen el valor contable de los terrenos y propiedades propias del negocio inmobiliario y las **inversiones en empresas asociadas** recogen principalmente el valor de las inversiones en AMP, SACSA y Aerocali.

Respecto a ejercicios anteriores, vemos que las variaciones son mínimas, representando el **activo no corriente** el 92% en 2017 y el 93% en 2018.

La única variación importante que se observa es una **inversión en activos intangibles de 502,24 millones de euros**, duplicando la partida existente en 2018. Esta variación **corresponde principalmente a la inversión realizada en la concesión administrativa de ANB** apuntada anteriormente y suponiendo un coste total incluyendo los gastos derivados de la operación de 505,5 millones de euros.

El resto de las partidas se mantienen en niveles de ejercicios anteriores, realizando inversiones por importes similares a las amortizaciones anuales de inmovilizado.

En cuanto al **activo corriente**, se ha reducido notablemente en el último ejercicio pasando de 1.113,5 millones a 752,74, pasando a representar sólo el 5% del total del activo frente al 7,5% que representaba al cierre del ejercicio 2018. El principal cambio está en la **notable disminución del efectivo**, que ha pasado de 651,4 a 240,6 millones. Esta variación está **vinculada a la inversión llevada a cabo en la concesión de la explotación de ANB ya comentada y cuya explotación empieza en 2020**.

Veremos más adelante en los flujos de efectivo que las salidas de caja por inversión o financiación se incrementan un 17,3%, 372 millones, correspondiendo principalmente esta diferencia a una inversión total en inmovilizado de 1.032,4 millones, donde están incluidos los 505,5 millones correspondientes a la concesión de ANB y que se incluyen en activos intangibles. Esta operación no se ha financiado con deuda, de ahí la reducción de la tesorería.

En lo que respecta a las existencias, y por el propio modelo de negocio de la compañía, vemos que son prácticamente inexistentes respecto al total del balance.

4.2.2 Análisis de patrimonio neto y pasivo

El **patrimonio neto** de la compañía, 6.382,20 millones de euros, **representa el 42,9%** sobre el total del balance y está compuesto principalmente por **reservas procedentes de beneficios acumulados de ejercicios anteriores**, 3.805,20 millones de euros, el capital escriturado de 1.500 millones, y la prima de emisión de 1.100,90 millones.

La siguiente tabla nos presenta la composición del patrimonio neto y pasivos de la compañía en los tres últimos ejercicios (datos en millones de euros).

Tabla 8. Patrimonio neto y Pasivos del balance de situación.

PATRIMONIO NETO Y PASIVOS M€ (Millones de euros)						
Concepto	2019		2018		2017	
Capital ordinario	1.500,00 €	10%	1.500,00 €	10%	1.500,00 €	10%
Prima de emisión	1.100,90 €	7%	1.100,90 €	7%	1.100,68 €	7%
Ganancias/(pérdidas) acumuladas	3.937,80 €	26%	3.534,60 €	24%	3.180,02 €	21%
Otras reservas y diferencias de conversión acumuladas	- 132,60 €	-1%	- 100,60 €	-1%	- 98,40 €	-1%
Participaciones no dominantes	- 23,90 €	0%	- 11,10 €	0%	5,42 €	0%
Total patrimonio neto	6.382,20 €	43%	6.023,80 €	40%	5.687,72 €	37%
Deuda financiera	5.675,00 €	38%	6.573,10 €	44%	7.276,01 €	48%
Instrumentos financieros derivados	95,67 €	1%	56,54 €	0%	45,64 €	0%
Subvenciones	461,69 €	3%	495,59 €	3%	511,97 €	3%
Prestaciones a los empleados	44,63 €	0%	46,62 €	0%	59,12 €	0%
Provisiones para otros pasivos y gastos	77,26 €	1%	84,70 €	1%	70,90 €	0%
Pasivos por impuestos diferidos	58,38 €	0%	70,99 €	0%	80,15 €	1%
Otros pasivos a largo plazo	15,46 €	0%	49,24 €	0%	91,40 €	1%
Pasivos no corrientes	6.428,09 €	43%	7.376,78 €	50%	8.135,19 €	53%
Deuda financiera	1.238,40 €	8%	732,42 €	5%	734,94 €	5%
Instrumentos financieros derivados	31,66 €	0%	32,74 €	0%	37,01 €	0%
Proveedores y otras cuentas por pagar	679,87 €	5%	613,04 €	4%	585,14 €	4%
Pasivos por impuestos corrientes	10,16 €	0%	24,88 €	0%	3,27 €	0%
Subvenciones	35,65 €	0%	35,21 €	0%	40,15 €	0%
Provisiones para otros pasivos y gastos	84,49 €	1%	60,20 €	0%	83,65 €	1%
Pasivos corrientes	2.080,23 €	14%	1.498,49 €	10%	1.484,16 €	10%
Total Pasivos	8.508,32 €	57%	8.875,27 €	60%	9.619,35 €	63%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	14.890,52 €	100%	14.899,07 €	100%	15.307,07 €	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias auditadas de los años 2019 y 2018.

Prácticamente la única variación que viene produciéndose en los últimos ejercicios es el **incremento de las reservas por beneficios**, que van aumentando anualmente en el orden de un 11%. AENA está aplicando **una política de dividendo con un pay-out del 80% sobre beneficio neto** (aprobada en el consejo de administración para los años 2018, 2019 y 2020), y que por tanto se reinvierte en la compañía el 20% restante.

En cuanto al **pasivo no corriente**, que representa el 43% sobre el total del balance, se observa un decremento significativo en los dos últimos ejercicios, pasando de 8.135,19 millones en 2017 a los 6.428,09 millones contabilizados en 2019, pasando por los 7.376,8 millones existentes en 2018. Esto supone una disminución del 10% del ejercicio 2017 al 2018 y del 14% del 2018 al 2019. **Prácticamente la totalidad de esta disminución corresponde a devolución de deuda financiera**, que representa casi el 90% del pasivo no corriente.

Concretamente, la deuda financiera a largo plazo al cierre del ejercicio 2018 era de 6.573,1 millones, y al cierre del 2019 era de 5.675 millones de euros. Esta diferencia de 898,1 millones se produce principalmente por los 633,3 millones de deuda que pasan de largo plazo a corto, por una amortización anticipada de préstamos por 650 millones donde al mismo tiempo se suscriben nuevos préstamos por 250 millones con mejores condiciones en cuanto a tipo de interés, y se suscriben además nuevos préstamos con entidades de crédito por unos 70 millones para pasar deuda de corto a largo plazo.

Por tanto, a pesar de existir modificaciones en la deuda bancaria existente, **la principal diferencia entre los dos últimos ejercicios es el capital que se va amortizando**, y una parte que se ha amortizado anticipadamente y que se compensa con nueva deuda salvo unos 265 millones de euros. Dada la relevancia que presenta la deuda a largo plazo, **destinamos un capítulo del presente apartado a analizar su coste, vencimientos y capacidad de pago**.

El **pasivo corriente** se ha visto incrementado notablemente del ejercicio 2018 al 2019, 582 millones de euros, llegando a los 2.080,5 millones y pasado a representar el 14% del total del balance cuando en el ejercicio anterior era el 10%.

Al igual que en el pasivo no corriente, **la variación en el pasivo corriente viene propiciada por cambios en la deuda financiera**, la cual pasa de ponderar el 5% sobre el total del balance en el anterior ejercicio al 8% en 2019, subiendo de 732,4 millones a 1.238,4, un incremento de 506 millones de euros. La deuda amortizada a lo largo de 2019 prácticamente se compensa con la deuda que pasa de largo a corto plazo, y **los incrementos vienen por nuevas disposiciones de pólizas de crédito formalizadas con entidades financieras**, 391 millones, y la emisión de pagarés de deuda corporativa AENA por 159 millones de euros. Además, hay una disminución de otros préstamos con entidades de crédito que pasan de 51,4 a 3,5 millones.

En resumen, **se aprecia un empeoramiento del nivel de deuda de la compañía**, ya que el balance global es la reconversión de unos 500 millones de deuda a largo plazo a corto plazo, empeorando el fondo de maniobra.

El resto de las partidas, a excepción de la deuda financiera a corto plazo, se mantiene en niveles muy similares sin variaciones significativas.

La siguiente tabla, entendida como análisis vertical del balance de situación, muestra la **distribución de las principales magnitudes a efectos de valorar la estructura de capital de AENA**.

Tabla 9. Magnitudes y estructura del balance.

Análisis vertical del balance de situación					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
Activo no corriente sobre total activo	95%	2,6%	93%	0,5%	92%
Activo corriente sobre total activo	5%	-32,4%	7%	-5,8%	8%
% Inmovilizado material sobre activo no corriente	90%	-4,0%	93%	-0,3%	94%
% Activo intangible sobre activo no corriente	7%	94,1%	4%	5,5%	3%
Pat.Neto sobre TotalPasivo+PN	43%	6,0%	40%	8,8%	37%
Pasivo NC sobre TotalPasivo+PN	43%	-12,8%	50%	-6,8%	53%
Pasivo C sobre TotalPasivo+PN	14%	38,9%	10%	3,7%	10%
Total Pasivos	57%	-4,1%	60%	-5,2%	63%

Fuente: Elaboración propia.

Consideramos que la compañía se encuentra **bien capitalizada con un 43% de Patrimonio Neto sobre el total de Pasivos y Patrimonio Neto**, y su **estructura de capital, donde cobra mucho peso el pasivo no corriente, es coherente con la estructura de su activo** pues no es una empresa de rotación sino de explotación de activos fijos como son los aeropuertos. Sí es importante apuntar que **tiene una alta deuda** y por tanto profundizaremos en los siguientes puntos acerca de la estructura de ésta, su coste, vencimientos y capacidad operativa de AENA para afrontar la devolución de ésta.

4.3 Análisis del estado de flujos de efectivo

En cuanto al estado de flujos de efectivo, **AENA es capaz de generar elevados niveles de flujo de caja**, sin embargo, por su actividad, requiere también de forma continuada **elevadas inversiones para crecer**, además de estar aplicando una política de reparto de dividendos con un **pay-out del 80%** del beneficio generado.

El **flujo de caja de actividades de explotación** ha sido muy similar los últimos ejercicios, oscilando entre los 2.014,6 millones del 2017 y los **2.114,4 millones del 2019**. Este último ejercicio ha crecido un 8,6% apoyado en un incremento de facturación de un 4,2%, como hemos comentado anteriormente, y en un resultado antes de impuestos de 1.882,4 millones, un 8,3% más que el ejercicio anterior. La siguiente tabla nos presenta el estado de flujos de efectivo de la compañía en los tres últimos ejercicios (datos en millones de euros).

Tabla 10. Estado de flujos de efectivo.

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO M€ (Millones de euros)						
Concepto	2019	Variación 2018/19	2018	Variación 2017/18	2017	
Resultado antes de impuestos	1.882,40 €	145,00 €	8,3%	1.737,40 €	140,70 €	8,8%
Amortización y depreciación	789,00 €	-	17,40 €	-2,2%	806,40 €	6,37 €
Variaciones en capital circulante	- 114,40 €		67,00 €	-36,9%	- 181,40 €	- 73,80 €
Resultado financiero	116,90 €	-	16,10 €	-12,1%	133,00 €	- 6,60 €
Participaciones en asociadas	- 22,00 €	-	1,80 €	8,9%	- 20,20 €	- 1,30 €
Flujo de intereses	- 100,00 €		30,90 €	-23,6%	- 130,90 €	0,80 €
Flujo de impuestos	- 437,50 €	-	40,70 €	10,3%	- 396,80 €	- 133,30 €
Flujo de actividades de explotación	2.114,40 €		166,90 €	8,6%	1.947,50 €	- 67,13 €
Adquisición inmovilizado	- 1.032,40 €	-	507,80 €	96,8%	- 524,60 €	- 153,40 €
Operaciones empresas asociadas	5,70 €		0,70 €	14,0%	5,00 €	- 0,40 €
Dividendos recibidos	23,20 €		3,10 €	15,4%	20,10 €	3,00 €
(Devolución)/Obtención financiación	- 489,80 €		278,60 €	-36,3%	- 768,40 €	16,10 €
Otros flujos actividades de inversión / financiación / dividendos distribuidos	- 1.030,90 €	-	147,50 €	16,7%	- 883,40 €	- 290,80 €
Flujo de caja por Inversión / Financiación	- 2.524,20 €		372,90 €	17,3%	- 2.151,30 €	- 425,50 €
Impacto tipo de cambio	- 0,90 €				- €	
Efectivo, equivalente al efectivo al inicio del periodo	651,40 €	-	203,60 €	-23,8%	855,00 €	290,40 €
(Disminución) / aumento neto de efectivo y equivalentes al efectivo	- 410,80 €				- 203,60 €	
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	240,60 €	-	410,80 €	-63,1%	651,40 €	- 203,60 €
						-23,8%
						855,00 €

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias auditadas de los años 2019 y 2018.

Como apuntábamos, **la capacidad de generación de caja de explotación sobre la cifra de ingresos es claramente muy elevada**, en buena parte vinculada a las amortizaciones de inversiones de inmovilizado que realiza. La siguiente tabla nos muestra la capacidad de la compañía para generar flujo de caja de explotación.

Tabla 11. Capacidad de generación de flujo de caja de explotación.

Capacidad de generación de flujo de caja de explotación					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
Flujo de caja explotación / Ingresos	47%	4,2%	45%	-9,9%	50%

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta al **flujo de caja por inversión / financiación**, vemos que las **inversiones en inmovilizado** son constantes y, como más adelante veremos, siguen el programa de inversiones definido en el plan estratégico 2018 – 2021. El “salto” que se da de los 524 M€ en 2018 a los 1.032 M€ en 2019 se debe al incluirse la inversión realizada en la concesión en ANB, que representa prácticamente la mitad de dicha partida.

Los **dividendos recibidos** por parte de las participaciones en AMP, SACSA y Aerocali crecen de manera constante y a un ritmo que reflejan el crecimiento de explotación de los aeropuertos gestionados por dichas sociedades.

En lo que corresponde a la **devolución de deuda** se desarrolla siguiendo el plan de amortización de la compañía, y por último, como partida significativa, tenemos una consolidación de flujos de **actividades de inversión / financiación / dividendos distribuidos** donde se incluyen **pago de dividendos** a los accionistas con un payout del 80%. Con todo ello, vemos las partidas de los flujos de caja en agregado:

Tabla 12. Partidas agregadas de flujos de caja

PARTIDAS AGREGADAS FLUJOS DE CAJA M€ (Millones de euros)			
Concepto	2019	2018	2019
Flujo de actividades de explotación	2.114 €	1.948 €	2.015 €
Flujo de caja por Inversión / Financiación	- 2.524 €	- 2.151 €	- 1.726 €
Efectivo, equivalente al efectivo al inicio del periodo	651 €	855 €	565 €
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	241 €	651 €	855 €

Fuente: Elaboración propia

Lo más relevante a apuntar como conclusión es la gran capacidad de generar flujos de caja de explotación, el cual crece de manera constante. Sin embargo, también se aprecia un crecimiento (superior) de flujos de caja de inversión / financiación que se acrecienta en 2019 debido principalmente a la operación de inversión para **la concesión de ANB**. Esto ha hecho que estemos **mermando el flujo de caja libre y vayamos disponiendo de menos efectivo** (caja) a cierre de cada año. Consideramos que **tomar medidas al respecto es algo que deberemos tener en consideración como recomendación a futuro**.

4.4 Análisis de los principales ratios económico financieros

Presentamos a continuación un análisis de los principales ratios económico financieros. El detalle y fórmulas de cálculo de todos ellos está recogido en el Anexo III “Detalle de ratios financieros”.

4.4.1 Rentabilidad y valor al accionista

AENA es una compañía con **altas rentabilidades** y aporte de valor al accionista en forma de dividendo. La rentabilidad económica ROA en el 2019 es del 13,28%, la rentabilidad financiera ROE es del 22,59% y la rentabilidad sobre el capital empleado ROCE (EBIT / Patrimonio Neto + Deuda Financiera Neta) es del 15%. Nos encontramos con **una compañía con muy buenas y sostenidas rentabilidades**.

Tabla 13. Ratios de rentabilidad y valor al accionista.

Rentabilidad y valor al accionista					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
ROA	13,28%	6,9%	12,42%	10,7%	11,22%
ROE	22,59%	2,5%	22,05%	1,8%	21,66%
ROCE	14,87%	7,1%	13,88%	10,7%	12,54%
Número de acciones (en miles)	150.000		150.000		150.000
BPA	9,61 €	8,6%	8,85 €	7,8%	8,21 €
Dividendo en M€ (Payout 80%)	1.153,40 €		1.062,40 €		985,60 €
DPA	7,69 €	8,6%	7,08 €	7,8%	6,57 €
Precio acción 31 diciembre	170,00 €		135,00 €		170,00 €
Rentabilidad por dividendo	4,52%		5,25%		3,87%

Fuente: Elaboración propia.

AENA ofrece a sus accionistas un **pay-out del 80%**, lo cual se traduce en un **dividendo por acción (DPA) en el año 2019 de 7,69€** con una muy interesante **rentabilidad por dividendo media del 4,5%** en los tres años analizados.

4.4.2 Liquidez, tesorería y solvencia

Los ratios de liquidez y liquidez ácida, cuyo valores ideal deben estar entre 1,5 – 2 y por encima de 1 respectivamente, presentan unos datos que pueden anticipar problemática de pago. El ratio de liquidez cae a la mitad de 2018 a 2019. El ratio de tesorería cuyo valor ideal debería estar por encima de 1, también presenta un dato que puede anticipar problemas de pago en el corto plazo.

Tabla 14. Ratios de liquidez, tesorería y solvencia.

Liquidez, Tesorería y Solvencia					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
Ratio Liquidez	0,36	-51,3%	0,74	-9,1%	0,82
Ratio Liquidez Ácida	0,36	-51,4%	0,74	-9,2%	0,81
Ratio Tesorería	0,36	0,0%	0,36	-51,4%	0,74
Ratio Solvencia	1,75	4,2%	1,68	5,5%	1,59

Fuente: Elaboración propia.

Esto es en buena parte debido a la utilización de caja para la adjudicación de la explotación de ANB. **La compañía no es ajena a esta realidad y dispone de diversas líneas de crédito concedidas con diferentes entidades lo cual le permite atender los pagos a corto plazo.** Las posiciones de tesorería será un punto para controlar y mejorar para los próximos ejercicios. Por último, el ratio de solvencia no presenta ningún tipo de problema al situarse muy por encima del valor mínimo de 1 recomendado.

4.4.3 Fondo de maniobra y NOF

El fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos **se mantienen en negativo durante los últimos ejercicios**, reduciéndose además notablemente en 2019 y siendo 1.327,75 millones negativos. Con este fondo de maniobra, sin embargo, AENA cumple en tiempo y forma con sus compromisos financieros.

Tabla 15. Fondo de maniobra, NOF, PMC y PMP.

Fondo de maniobra, NOF, PMC y PMP						
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017	
Fondo de Maniobra en M€	- 1.327,75 €	-244,9%	- 384,95 €	-42,3%	- 270,53 €	
Necesidades Operativas de Fondos en M€	- 167,73 €	-11,1%	- 150,94 €	33,3%	- 226,28 €	
Periodo Medio de Cobro	41	6,6%	38	20,5%	32	
Periodo Medio de Pago	46	-4,2%	48	-5,9%	51	

Fuente: Elaboración propia.

Para explicar este fenómeno podemos apuntar que tiene un activo corriente de sólo 752,74 millones, las existencias prácticamente son nulas, 6,84 millones, y su partida de clientes 505,3 millones. El resto del activo corriente, 240,6 millones, es tesorería. Por tanto, **sus necesidades de financiación de activo circulante para su modelo de negocio son bajas**. Sin embargo, **consigue una financiación espontánea mucho mayor** de 679,87 millones (buena parte de sus transacciones es cobran al contado). Por tanto, sus necesidades operativas de fondos son 167,73 millones negativos, **consigue más financiación espontánea de lo que necesita para financiar el total de su activo corriente**.

Así mismo, del pasivo corriente contabilizado a 31 de diciembre de 2019, 391 millones son disposiciones de créditos formalizados en entidades financieras, **teniendo disponibilidad por 409 millones más**, y 159 millones son pagarés de empresa emitidos. Esta deuda, aunque está contabilizada como pasivo corriente, la empresa sabe de antemano que se va a renovar por un vencimiento superior. **En caso de necesidades de liquidez, podría disponer de esos 409 millones de euros adicionales, hasta los 800 millones que tiene formalizado en créditos**. Ajustando estos importes, se compensa totalmente el fondo de maniobra, aparentemente negativo.

En cuanto a las partidas de clientes y proveedores, los períodos medios de cobro y de pago han empeorado ligeramente para la empresa, aunque consideramos que se encuentran en valores razonables y coherentes con el volumen de negocio que mueve AENA.

4.4.4 Deuda y apalancamiento financiero

La deuda financiera representa 46% del total del pasivo, pero con gran capacidad de pago a través de los flujos de caja que AENA genera. La proporción de fondos propios es alta, manteniendo el equilibrio entre no disparar el riesgo operativo y beneficiarse de un apalancamiento financiero controlado. Este porcentaje de fondos propios ha ido creciendo en los últimos ejercicios, siendo del 37% en 2017 y el 40% en 2018. A medida que han ido creciendo los fondos propios ha ido reduciéndose la deuda, mejorando los ratios de solvencia tal como hemos visto. Estos datos nos presentan un **ratio de endeudamiento del 57%**, que es un dato alto pero va vinculado con **unos plazos de vencimiento largos y unos costes de la deuda bajos** (y cubiertos hasta un 87% de la fluctuación de los tipos de interés con instrumentos derivados para mantener una estructura fija de coste de la deuda).

Tabla 16. Ratios de análisis de la deuda.

Análisis de la deuda					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
Ratio Endeudamiento	57,14%	-4,1%	59,57%	-5,2%	62,84%
Ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA	2,41	-3,7%	2,50	-11,9%	2,84
Capacidad de devolución deuda	0,31	14,7%	0,27	6,0%	0,25
Capacidad de pago de carga financiera	22	12,8%	20	10,9%	18
Gastos financieros totales	1,81%	-2,4%	1,85%	4,3%	1,77%
Coste de la deuda	1,32%	8,3%	1,36%	9,2%	1,45%

Fuente: Elaboración propia.

Gracias al incremento del EBITDA y la amortización de deuda, el **ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA ha ido reduciéndose**, pasando de 2,84 veces en 2017, a 2,41 veces en 2019. AENA tiene una alta **capacidad de devolución de deuda y capacidad de pago de carga financiera**, cuyos ratios son positivos y se sujetan en la capacidad de generación de flujo de caja de explotación de la compañía.

Los **gastos financieros totales se mantienen estables y a niveles competitivos**, mientras que el **coste de la deuda se ha ido reduciendo y está a un precio muy competitivo** del 1,32% en 2019 y mayoritariamente a tipo fijo (cubierto con IRS swaps). Este grueso de la deuda, 5.341,58 millones, **corresponde a los préstamos que proceden de ENAIRE** y de los que AENA es ahora titular.

El resto del total de la deuda financiera corresponde a deudas con otras entidades de crédito, 413,69 euros de deuda a largo plazo y 3,54 millones a corto plazo. Para

completar los 6.913,4 millones, faltaría por considerar partidas de importes menos significativos, como 174 millones de otros pasivos financieros o 55 millones de préstamos con accionistas. Así mismo, la **calidad crediticia otorgada** a AENA en marzo 2020 por **Moody's** es A3 y la otorgada por **Fitch** es A.

Con respecto al vencimiento de esta deuda, **el pago medio en los próximos cinco años es de 548,56 millones**. La siguiente figura nos presenta el programa de amortización de la deuda a largo plazo, de un total de 5.592,5 M€. AENA ya ha demostrado los últimos años que no tiene problema alguno para generar flujos de caja de explotación para atender el pago de la deuda en estas condiciones.



Figura 4. Vencimiento y amortización deuda a largo plazo
(Informe de gestión AENA SME, S.A., 2019)

En lo que corresponde al **Apalancamiento Financiero** vemos que **el ratio de apalancamiento está muy por encima de 1** y por tanto **podemos afirmar que la deuda aumenta la rentabilidad y por lo tanto es conveniente utilizarla** (manteniendo, por supuesto, un control sobre la capacidad de pago de la deuda y el impacto de sus costes en el beneficio neto de la compañía). Así mismo AENA dispone de un **margin financiero positivo**, puesto que su ROA es sustancialmente superior al coste de la deuda. La siguiente tabla nos muestra ambos ratios, habiendo calculado el ratio de apalancamiento del siguiente modo: $(BAI/BAII) * (Activo / Patrimonio Neto)$

Tabla 17. Apalancamiento financiero.

Apalancamiento financiero					
Ratio - Concepto	2019	Var %	2018	Var %	2017
Apalancamiento	2,22	-4,4%	2,32	-7,2%	2,50
Margen Financiero (ROA - Kd)	11,96%	8,1%	11,06%	13,2%	9,77%

Fuente: Elaboración propia.

4.5 Análisis de riesgos financieros

4.5.1 Riesgo de tipos de cambio

Uno de los primeros riesgos financieros viene de la mano del impacto en ingresos y flujos de caja que los **tipos de cambio de divisas** pueden tener. Dado su carácter internacional, AENA está expuesta a este riesgo de tipos de cambio. AENA no tiene a nivel estructural instrumentos de cobertura de tipo de cambio. En particular, respecto a la operativa del aeropuerto de Luton, dado que sus cobros y pagos operativos se producen en libras, se da una cobertura natural de su negocio. Sin embargo, a nivel específico **sí ha formalizado contratos currency forward (NDF) para la inversión inicial realizada para la constitución de la sociedad brasileña Aeroportos do Norte do Brasil S.A. (“ANB”)**.

4.5.2 Riesgo de tipos de interés

Los riesgos de tipo de interés vienen principalmente de la deuda financiera y los préstamos emitidos a interés variable, cuya fluctuación puede impactar en los resultados económico-financieros de la compañía. Para mitigar este riesgo, **AENA dispone de diferentes SWAPS de tipos de interés para convertir el tipo variable a tipo fijo**. Para ello contrató en el año 2015 una cobertura a diez años de tipo de interés variable a fijo sobre un nocional de 4.195,9 millones de euros para cubrir el riesgo de tipo de interés de buena parte de la deuda contraída con Enaire.

4.5.3 Riesgo de crédito

El riesgo de crédito va vinculado al propio riesgo de sufrir una pérdida como consecuencia de impago de la contraparte. En lo que respecta al riesgo de cobro de cuentas comerciales a cobrar, representa un riesgo reducido debido a que **los principales clientes son compañías aéreas y se les suele cobrar en efectivo o por anticipado**. En esta línea, AENA presenta en 2019 un periodo medio de cobro (PMC) de 41 días y dispone de los mecanismos de seguimiento y control para mantenerlo dentro de la horquilla considerada adecuada. En lo que respecta al riesgo comercial vinculado a clientes comerciales con arrendamientos para tiendas o establecimientos en los aeropuertos, **su riesgo de crédito se gestiona a través de**

la solicitud de avales y/o fianzas como condición para poder instalarse y abrir su negocio en el aeropuerto.

4.5.4 Riesgo de liquidez

En lo que respecta al riesgo de liquidez, este puede darse en caso de que existan limitaciones de acceso a liquidez en los mercados financieros, se incrementen las inversiones previstas para el ejercicio o se vea mermada la capacidad de generación de caja. Como se ha apuntado anteriormente, AENA presenta un fondo de maniobra negativo para el año 2019 debido principalmente a las necesidades de fondos creadas por la inversión en ANB. Sin embargo, ha generado un EBITDA de 2.766 millones de euros en 2019, así como un flujo de caja de explotación de 2.114 millones de euros en 2019, cifras lo suficientemente relevantes y con las que AENA considera que no existe riesgo de incumplir sus obligaciones de pago en el corto plazo. Sin embargo, como medida de control de riesgo de liquidez, AENA **tiene a su disposición a fecha 31 de diciembre de 2019 los siguientes instrumentos financieros para garantizar la liquidez y circulante** por los importes que a continuación se citan:

Tabla 18. Instrumentos para la obtención de liquidez.

Instrumentos de obtención de liquidez	
Instrumento	Importe (miles de €)
Línea de crédito sindicada, con vencimiento a largo plazo	409.000,00 €
Programa de Pagarés a corto plazo	741.000,00 €
Financiación disponible (no dispuesta) correspondientes a préstamos con BEI	486.460,00 €
Financiación disponible con Unicaja de un préstamo bilateral	150.000,00 €
Saldo en caja	240.597,00 €
Total	2.027.057,00 €

Fuente: Memoria auditada AENA SME, S.A. año 2019.

4.6 Z-Altman score y Piotroski F-score

Complementamos este estudio financiero aplicando el **Z-Altman score orientado a anticipar posibles quiebras** en compañías, así como el **Piotroski F-Score orientado a cuantificar la fortaleza empresarial y financiera** de las compañías. La definición y claves de ambos modelos de scoring se presentan en el Anexo IV “Z-Altman score y Piotroski F-score”.

En lo que respecta al **Z-Altman score**, obtenemos **2,16 puntos** sobre 2,99. Si a su vez profundizamos vemos que no obtiene una puntuación mayor debido a su fondo de maniobra negativo, cuestión que ya ha quedado aclarada en los puntos previos. Por lo tanto podemos afirmar que AENA no presenta riesgo alguno de quiebra.

Tabla 19. Altman Z-score.

Altman Z-Score			
Ratio - Concepto	2019	2018	2017
1) Fondo Maniobra / Total Activo	-0,09	-0,03	-0,02
2) Beneficios retenidos / Total Activo	0,10	0,09	0,08
3) EBITDA / Total Activo	0,19	0,18	0,16
4) Capitalización / Total Pasivos	2,03	1,75	1,61
5) Ingresos Totales / Total Activo	0,30	0,29	0,26
Altman Z-Score	2,16	2,28	2,10

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta al **Piotroski F-Score**, obtenemos **7 puntos** sobre 9, calculado como sigue:

Tabla 20. Piotroski F-Score.

Piotroski F-Score	
Indicadores rentabilidad	
ROA positivo este año	1
Cash Flow Operativo positivo este año	1
ROA más elevado que el año pasado	1
Cash Flow Operativo mejor que B.Neto	1
Indicadores rendimiento financiero	
Deuda LP menor que el año pasado	1
Ratio Liquidez mejor que el año pasado	0
No han salido nuevas acciones	1
Indicadores eficiencia operativa	
Margen bruto mejor que al año pasado	0
Rotación Activos mejor que el año pasado	1
Piotroski F-Score Ratio	7

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, tanto el ratio de liquidez como el margen bruto obtienen un cero debido a que no han mejorado entre 2018 y 2019, si no que han quedado prácticamente parejos. En este sentido, a pesar de obtener una puntuación estricta de 7, podemos afirmar que **nos encontramos ante una compañía de gran calidad y fortaleza operativa y financiera**.

4.7 Conclusiones del análisis económico financiero

Como principales conclusiones del análisis económico financiero, podemos apuntar las siguientes.

- **Crecimiento sostenido:** La cuenta de pérdidas y ganancias presenta un crecimiento sostenido en cifra de ingresos, con unos gastos de explotación que crecen a un ritmo inferior a la cifra de negocios.
- **Márgenes altos:** Los márgenes EBITDA, EBIT y Beneficio Neto son altos.
- **Rentabilidad alta:** Los ratios de rentabilidad ROA, ROE y ROCE son altos.
- **Apalancamiento financiero positivo:** Tanto el ratio de apalancamiento como el margen financiero donde el ROA es sustancialmente superior al coste de la deuda, nos confirman que el uso de la deuda aporta rentabilidad a la compañía.
- **Deuda financiera alta:** La deuda financiera neta representa 2,5 veces el EBITDA, con un alto porcentaje de la deuda a largo plazo. Si bien dispone de unos plazos de vencimiento a largo plazo, un coste financiero bajo cubierto a tipo fijo con Swaps IRS y capacidad de generación de caja para amortizar anualmente deuda, no deja de representar un porcentaje muy alto de la estructura a financiación a largo plazo de la compañía.
- **Riesgos financieros cubiertos:** Dispone de instrumentos y recursos para cubrir los riesgos de tipos de cambio, tipos de interés, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.
- **Tensión en la liquidez:** Debido a la estrategia seguida para acometer la inversión necesaria en la concesión de ANB, inversión que comenzará a generar caja en el año 2020, en el año 2019 vemos que ha pasado por tensiones de liquidez como así lo demuestran los ratios liquidez y fondo de maniobra negativo.
- **Alta capacidad generación de caja:** La compañía dispone de un modelo operativo y financiero con alta capacidad de generación de caja que le permite cubrir sin problema el OPEX y amortizar deuda a largo plazo.
- **Apoteosis de valor al accionista:** Tiene aprobado un pay-out del 80% sobre beneficio neto con una buena rentabilidad por dividendo.

En conjunto podemos afirmar que **nos encontramos ante un negocio robusto** tanto a nivel económico como financiero y **sin ninguna previsión de quiebra**.

5 Comparativa frente a referentes del sector

Para establecer una **comparativa con compañías de características similares**, tomaremos como referencia dos compañías en Europa como mercado natural de AENA y dos compañías en América Latina y Centroamérica al ser un mercado de interés estratégico. Las compañías son las siguientes y se presentan a detalle en el Anexo V “Detalle de compañías competidoras”:

- Aeroports de Paris SA, ticker ADP.
- Fraport AG, ticker FRA.
- Grupo Aeroportuario del Pacífico SAB de CV, ticker PAC
- Grupo Aeroportuario del Sureste SAB de CV, ticker ASR.

Las cuatro compañías cotizan en Bolsa y realizamos una **comparativa de las principales magnitudes bursátiles, económicas y financieras** para identificar patrones competitivos, obteniendo la información de las plataformas *morningstar.es* e *investing.com*.

Tabla 21. Comparativa empresas referentes del sector.

COMPARATIVA FINANCIERA AENA & REFERENTES A 31 DE DICIEMBRE DE 2019						
ANÁLISIS	FRAPORT	ADP	GA SURESTE	GA PACÍFICO	AENA	MEDIA SECTOR
Ratios bursátiles (31 de diciembre 2019)						
Precio acción	75,78 €	176,10 €	187,39 €	118,61 €	170,50 €	
Número de acciones	92391339	98960602	300000000	525575547	150000000	
Capitalización en M€	7.001,42 €	17.426,96 €	56.217,00 €	62.338,52 €	25.575,00 €	33.711,78 €
PER	16,67	29,64	11,27	12,38	17,74	17,54
Ingresos y beneficios en M€						
Ingresos 2019	3.705 €	4.700 €	15.400 €	14.122 €	4.503 €	8.486 €
Resultado neto 2019	420 €	588 €	4.987 €	5.037 €	1.442 €	2.495 €
Flujo de caja operativo 2019	952 €	1.553 €	7.696 €	7.235 €	2.114 €	3.910 €
Flujo de caja libre 2019	-	412 €	350 €	6.060 €	4.733 €	1.090 €
BPA	5,48 €	5,95 €	18,89 €	9,74 €	9,61 €	9,93 €
Márgenes						
Margen Bruto	23%	44%	51%	61%	64%	49%
Mágen Operativo	19%	21%	50%	51%	45%	37%
Márgen EBIT	16%	18%	45%	49%	43%	34%
Rentabilidad						
ROA	3,49%	3,58%	8,84%	12,74%	13%	8,33%
ROE	9,76%	12%	18,09%	24,14%	23%	17,40%
Salud financiera						
Ratio Liquidez	0,85	1,11	2,49	3,61	0,36	1,684
Ratio Ácido Liquidez	0,78	0,99	2,38	3,58	0,36	1,618
Apalancamiento	2,84x	3,34x	1,93x	1,91x	2,3x	2,46x

Fuente: Elaboración propia a partir de datos *morningstar.es* e *investing.com*.

Vemos que a pesar de presentar diferentes volúmenes de capitalización, el modelo de negocio de todas las compañías presenta unos **altos márgenes y rentabilidades**, así como compartir entre todas el ser **grandes negocios generadores de caja**. En este sentido, **AENA es una compañía que responde a los patrones competitivos, márgenes y rentabilidad del sector**.

Dado que AENA y los competidores tienen líneas de negocio de características similares, profundizaremos en los márgenes de cada una de ellas y su aportación al total del negocio. Realizaremos este ejercicio comparando AENA con ADP y Fraport. Las siguientes tablas, **elaboradas a partir del análisis de las memorias y planes estratégicos de ADP y Fraport**, nos presentan el **aporte de cada línea de negocio en el año 2019** (tanto en ingresos, EBITDA y margen EBITDA), así como el **porcentaje que cada línea de negocio representa en el mix total** tanto en ingresos como en EBITDA.

Tabla 22. Comparativa de aporte de líneas de negocio al mix general.

INGRESOS, EBITDA Y MARGEN EBITDA AENA 2019			
Concepto	Ingresos	EBITDA	Mar. EBITDA
Aeropuertos (M€)	2.859 €	1.606 €	56%
Comercial (M€)	1.237 €	1.032 €	83%
Inmobiliario (M€)	79 €	31 €	39%
Internacional (M€)	270 €	97 €	36%
Total	4.445 €	2.766 €	

PORCENTAJES APORTACIÓN AENA 2019		
Concepto	Ingresos	EBITDA
Aport. Aeropuertos	64%	58%
Aport. Comercial	28%	37%
Aport. Inmobiliario	2%	1%
Aport. Internacional	6%	4%
Total	100%	100%

INGRESOS, EBITDA Y MARGEN EBITDA ADP 2019			
Concepto	Ingresos	EBITDA	Mar. EBITDA
Aeropuertos (M€)	1.929 €	611 €	32%
Comercial (M€)	1.505 €	638 €	42%
Inmobiliario (M€)	274 €	169 €	62%
Internacional (M€)	1.081 €	326 €	30%
Telecom (M€)	168 €	29 €	17%
Total	4.957 €	1.773 €	

PORCENTAJES APORTACIÓN ADP 2019		
Concepto	Ingresos	EBITDA
Aport. Aeropuertos	39%	34%
Aport. Comercial	30%	36%
Aport. Inmobiliario	6%	10%
Aport. Internacional	22%	18%
Aport. Telecom	3%	2%
Total	100%	100%

INGRESOS, EBITDA Y MARGEN EBITDA FRAPORT 2019			
Concepto	Ingresos	EBITDA	Mar. EBITDA
Aeropuertos (M€)	1.734 €	333 €	19%
Comercial & Real State (M€)	508 €	398 €	78%
Internacional & Servicios (M€)	1.464 €	449 €	31%
Total	3.706 €	1.180 €	

PORCENTAJES APORTACIÓN FRAPORT 2019		
Concepto	Ingresos	EBITDA
Aport. Aeropuertos	47%	28%
Aport. Comercial & Real Estate	14%	34%
Aport. Internacional & Servicios	40%	38%
Total	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta a ADP, presenta las mismas cuatro líneas de negocio de AENA más un negocio de telecomunicaciones, obteniendo la siguiente comparativa:

- **AENA es más eficiente y dispone de mejores márgenes EBITDA** en los negocio aeronáuticos y comercial.
- En AENA los negocios **aeronáuticos y comercial representan el 92% del total de ingresos**, mientras que **en ADP representan un 69%**.
- En **ADP el negocio internacional representa un 22% del total de ingresos** mientras que en AENA únicamente el 6%. Esto nos indica que **ADP está más diversificada a nivel geográfico y evitando el riesgo de concentración en un único país**. De acuerdo con datos de su plan estratégico, ADP gestionaba en 2018 25 aeropuertos a nivel mundial (vs. 16 de AENA) y ambicionan gestionar entre 35 – 40 aeropuertos a nivel mundial en 2025.
- **El negocio inmobiliario aporta en ADP un 10% al EBITDA del grupo** (vs. 1,4% aportado en el caso de AENA), y con un margen EBITDA del 62% (vs. 38,9% en AENA). Debemos apuntar que ADP lleva años desarrollando este negocio “real estate” y vemos que la fórmula funciona, por lo tanto **este negocio debe seguir siendo un foco claro en la estrategia de AENA**.

Fraport, por su parte, no sigue la misma estructura de líneas de negocio de AENA pero en conjunto presenta grandes similitudes.

- AENA es claramente más eficiente en lo que respecta al negocio de gestión aeroportuaria.
- **El negocio comercial y “real estate”** (negocio en estado avanzado) vemos que **pesan un 33,7% del EBITDA y con una margen del 78%**.
- **El negocio internacional** por su parte vemos que **aporta a Fraport un 40% al total de ingresos y un 38% al total EBITDA**, siendo a su vez una línea de negocio con un margen EBITDA superior al 30%. Fraport está mucho más extendido internacionalmente que AENA. Gestiona 26 aeropuertos a nivel internacional, con presencia en Europa, oriente medio y Latinoamérica pero, a diferencia de AENA y ADP, sí gestiona aeropuertos en EEUU (x6), India (x1) y China (x2).

Viendo la actividad de nuestros competidores, podemos concluir que **el negocio inmobiliario puede en nuestro caso desarrollarse de manera positiva en los próximos años y el negocio internacional debe ser la actividad que haga crecer y diversificarse a AENA**, además de dotarle de mayor resiliencia y evitando el riesgo de concentración país.

6 Cumplimiento del plan estratégico 2018 – 2021

AENA se encuentra en plena ejecución de su Plan Estratégico 2018 – 2021, donde presentaba objetivos y líneas de acción para seguir con el crecimiento de sus cuatro líneas de negocio. Tras el estudio de dicho Plan Estratégico, el presente capítulo realiza una **evaluación de los aspectos más relevantes de sus objetivos**, para cada línea de negocio, **valorando su grado de cumplimiento**.

6.1 Revisión de la estrategia de la actividad aeronáutica

El principal objetivo venía de la mano de la **ampliación y mejora de la capacidad de los aeropuertos**, así como ser capaces de **gestionar un crecimiento sostenido de número de viajeros manteniendo la eficiencia operativa y financiera** en unos años donde el Plan DORA obligaba a **bajar las tarifas de manera gradual**. Así mismo, el Plan DORA aprobó inversiones por valor de 2.185 millones de euros para seguir modernizando, y ampliando la capacidad de pasajeros de la red de aeropuertos nacionales.

Tabla 23. Inversiones reconocidas Plan DORA 2017 – 2021.

INVERSIONES RECONOCIDAS PLAN DORA 2017 - 2021 (M€)						
Millones de euros	2017	2018	2019	2020	2021	Total periodo
Inversión total reconocida	365,60 €	373,00 €	429,20 €	514,30 €	503,30 €	2.185,40 €

Fuente: Documento de Regulación Aeroportuaria 2017 – 2021, Plan DORA.

El crecimiento del tráfico de pasajeros entre los años 2000 y 2017 fue del 3,4% anual. El Plan DORA proyectaba para el periodo 2017 – 2021 el siguiente crecimiento de pasajeros en millones.

Tabla 24. Previsiones de tráfico de pasajeros en red aeropuertos AENA

PREVISIONES DE TRÁFICO DE PASAJEROS EN AEROPUERTOS DE LA RED AENA						
Tráfico	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pasajeros (Millones)	207,4	230,2	241,6	244,4	246,7	248,6
Incremento porcentual	5,9%	11,0%	5,0%	1,2%	0,9%	0,8%

Fuente: Documento de Regulación Aeroportuaria 2017 – 2021, Plan DORA.

En su plan estratégico 2018 – 2021, AENA **estimaba un crecimiento +2% anual** para los próximos años, en tendencia positiva tal y como hemos apuntado con anterioridad.

En lo que respecta los resultados de 2017, 2018 y 2019, tenemos desde un punto de vista de volumen de pasajeros en la red de aeropuertos nacionales:

- Un volumen de pasajeros de 249.218 millones en 2017.
- Un volumen de pasajeros de 263.753 millones en 2018 (+5,8%)
- Un volumen de pasajeros de 275.237 millones en 2019 (+4,4%)

Este volumen de pasajeros se traduce en el siguiente negocio:

Tabla 25. Evolución negocio aeronáutico.

Concepto	NEGOCIO AERONÁUTICO (incluye AIRM)					
	2019		2018		2017	
	M€	Variación	M€	Variación	M€	
Ingresos	2.859 €	4%	2.754 €	4%	2.639 €	
EBITDA	1.606 €	1%	1.595 €	3%	1.550 €	
Margen EBITDA	56%	-3%	58%	-1%	59%	

Fuente: Elaboración propia.

Vemos por tanto que **la compañía está creciendo a unas tasas superiores a las estimadas**, pero sin embargo **sus márgenes se están mermando sensiblemente** debido a un crecimiento de los “Costes de personal” y “Otros costes de explotación” superior al de los ingresos.

Tabla 26. Evolución gastos de personal y otros gastos de explotación.

Concepto	VARIACIÓN GASTOS PERSONAL Y OTROS GASTOS EXPL.		
	2019		2018
	Importe	Variación	Importe
Personal	352.579,00 €	8,6%	324.629,00 €
Otros gastos expl.	753.687,00 €	7,2%	702.982,00 €
Total	1.106.266,00 €	7,4%	1.029.629,00 €

Fuente: Elaboración propia.

Por un lado, podemos concluir que **los ingresos crecen a una tasa superior a lo estimado**, lo cual es muy positivo, pero no se está consiguiendo el reto de mantener la eficiencia operativa y costes y por tanto **se está mermando el margen**. Así mismo, en el análisis de flujos de caja de inversión ya hemos visto que **la compañía está acometiendo las inversiones de acuerdo con el programa establecido**. Por lo tanto, está cumpliendo con la ejecución del plan estratégico pero hay que poner foco en cuidar los márgenes.

6.2 Revisión de la estrategia de los servicios comerciales

Entre los años 2014 y 2017, la actividad comercial ha crecido a una tasa anual del +10,1% cerrando 2017 con 1049 millones de euros en ingresos comerciales y con un margen EBITDA del 82% en el año 2017. Sin embargo, **el benchmark con respecto a otros operadores europeos nos presentaba en el año 2017 capacidades de crecimiento** en lo que respecta a ingresos comerciales por pasajero.

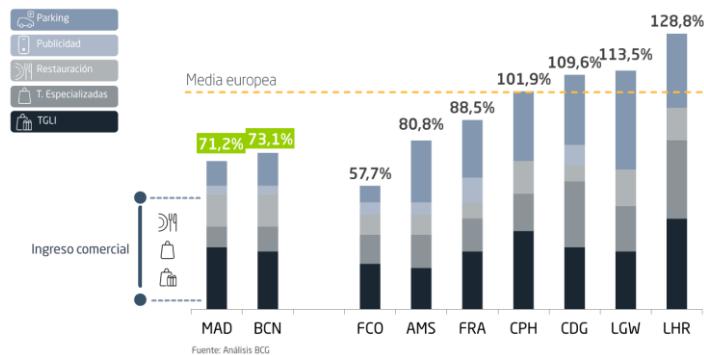


Figura 5. Capacidad de mejora ingresos comerciales por pasajero
(Plan estratégico AENA SME, S.A. 2018 - 2021)

El plan estratégico 2018 – 2021 de AENA pasaba por impulsar esta actividad a través de: 1) Rediseñar los espacios comerciales, 2) Relanzar el Duty Free, 3) Nueva oferta de restauración, 4) Implantación de tiendas especializadas y 5) Soluciones digitales para la comercialización. **Todo ello con el objetivo de hacer crecer los ingresos comerciales una tasa anual del +6,5%.** Con estos objetivos, en lo que respecta a resultados comerciales en 2017, 2018 y 2019 tenemos los siguientes datos:

Tabla 27. Evolución negocio comercial.

Concepto	NEGOCIO COMERCIAL					
	2019		2018		2017	
	M€	Variación	M€	Variación	M€	
Ingresos	1.237 €	8%	1.144 €	9%	1.049 €	
EBITDA	1.032 €	9%	943 €	8%	873 €	
Margen EBITDA	83%	1%	82%	-1%	83%	

Fuente: Elaboración propia.

Los ingresos de la actividad comercial están creciendo a un ritmo superior a las estimaciones realizadas y manteniendo unos estupendos márgenes EBITDA lo cual es muy positivo. Sin embargo, el **ingreso comercial por pasajero se sitúa en 4,49€ en 2019**, cifra con margen de crecimiento sobre la media europea.

6.3 Revisión de la estrategia de los servicios inmobiliarios

El negocio inmobiliario se centra en la actualidad en el alquiler de hangares y naves industriales principalmente a las compañías aéreas y de transporte aéreo de mercancías. A este respecto, los resultados de los años 2017, 2018 y 2019 nos presentan los siguientes datos:

Tabla 28. Evolución negocio inmobiliario.

Concepto	NEGOCIO INMOBILIARIO				
	2019		2018		2017
	M€	Variación	M€	Variación	M€
Ingresos	79 €	17%	67 €	13%	60 €
EBITDA	31 €	-14%	36 €	20%	30 €
Margen EBITDA	39%	-26%	54%	7%	50%

Fuente: Elaboración propia.

Estamos creciendo en tasas de ingresos a doble dígito, lo cual es muy positivo. Sin embargo vemos el margen EBITDA estancado en 2019 debido a las circunstancias explicadas anteriormente y que se espera sean circunstanciales en 2019.

A nivel estratégico, como hemos apuntado AENA cuenta con suelos urbanizables de alta calidad no explotados, principalmente en Madrid y Barcelona, y que presentan un gran potencial de desarrollo. Para ello ha diseñado un **programa de desarrollo inmobiliario a largo plazo**.

En el caso de AS Madrid – Barajas el objetivo es disponer de una superficie de 2.680.000 m² orientados principalmente a servicios de logística, hoteles y oficinas. Todo ello recogido en un plan de inversión a largo plazo como sigue:

Tabla 29. Inversiones servicios inmobiliarios Adolfo Suárez Madrid Barajas.

Conceptos	ADOLFO SUAREZ - MADRID BARAJAS			TOTAL
	Fase 1 - Catalización (Años 0 - 8)	Fase 2 - Desarrollo del modelo (Años 9-16)	Fase 3 - Consolidación (Años 17 - 40)	
m ²	557.105 m ²	920.481 m ²	1.202.308 m ²	2.679.894 m ²
Inversión (acumulada)	953 M€	739 M€	1.305 M€	2.997 M€
Inversión habilitante	43 M€	11 M€	79 M€	133 M€

Fuente: Plan estratégico AENA SME, S.A. 2018 - 2021

En el caso de Barcelona – El Prat el objetivo es disponer de una superficie total de 1.533.000 m² orientados a servicios inmobiliarios, servicios y economía digital. Todo ello recogido en un plan de inversión a largo plazo como sigue:

Tabla 30. Inversiones servicios inmobiliarios Barcelona El Prat.

BARCELONA - EL PRAT				
Conceptos	Fase 1 - Catalización (Años 0 - 5)	Fase 2 - Desarrollo del modelo (Años 6-10)	Fase 3 - Consolidación (Años 11 - 20)	TOTAL
m2	397.222 m2	514.346 m2	621.164 m2	1.532.733 m2
Inversión (acumulada)	387 M€	321 M€	556 M€	1.264 M€
Inversión habilitante	3 M€	2 M€	69 M€	74 M€

Fuente: Plan estratégico AENA SME, S.A. 2018 - 2021

El objetivo es crear un negocio “Real Estate” en torno al aeropuerto tal y como hemos visto en el ADP y Fraport. Los años 2018 y 2019 AENA los ha destinado principalmente al estudio, análisis y valoración del nuevo modelo de negocio, así como el diseño del marco corporativo, legal y societario, y búsqueda de socios co-inversores (principalmente grandes fondos de inversión y Socimis). **En 2020 se estiman el inicio de las inversiones recogidas en las tablas previas**, por lo tanto toda esta actividad se empezará a visualizar a lo largo del presente año y conforme se desarrolle este negocio real estate, esperamos un crecimiento más acelerado de esta línea de actividad. Podemos concluir que **AENA está cumpliendo con la ejecución del plan estratégico** en esta línea de negocio.

6.4 Revisión de la estrategia del área internacional

El desarrollo internacional supone una oportunidad de crecimiento y diversificación geográfica para AENA, en fuerte dinámica de crecimiento de tráfico aeroportuario mundial. AENA ya partía con experiencia internacional a través de las siguientes participaciones:

- London Luton, 51% de participación. Aeropuerto en Londres (Reino Unido) con 15,8 millones de pasajeros.
- Grupo Aeroportuario del Pacífico (GAP), 5,8% de participación indirecta a través de AMP. 12 aeropuertos en México y uno en Jamaica con 40,7 millones de pasajeros.
- SACSA, 38% de participación. Aeropuerto de Cartagena de Indias (Colombia) con 4,8 millones de pasajeros.
- AEROCALI, 50% de participación. Aeropuerto de Cali (Colombia) con 5,2 millones de pasajeros.
- ANB, 100% de participación. 6 aeropuertos en el noreste de Brasil con +13 millones de pasajeros y cuya explotación comienza en 2020.

Los resultados de los años 2017, 2018 y 2019 nos presentan los siguientes datos en relación con London Luton y los servicios de asesoramiento a aeropuertos internacionales:

Tabla 31. Evolución negocio internacional.

Concepto	NEGOCIO INTERNACIONAL					
	2019		2018		2017	
	M€	Variación	M€	Variación	M€	
Ingresos	270 €	14%	238 €	12%	213 €	
EBITDA	97 €	18%	82 €	28%	64 €	
Margen EBITDA	36%	4%	34%	15%	30%	

Fuente: Elaboración propia.

Las participaciones en AMP, Aerocali y SACSA no consolidan contablemente en la cuenta de pérdidas y ganancias, y por tanto veremos su puesta en equivalencia y cobro de dividendos en los flujos de caja por actividades de inversión:

Tabla 32. Puesta en equivalencia AMP, Aerocali y SACSA.

Sociedad	RESULTADO POR PUESTA EN EQUIVALENCIA (Miles de €)		
	2019	2018	2017
AMP	14.417 €	13.579 €	12.890 €
SACSA	5.349 €	5.159 €	3.476 €
Aerocali	2.678 €	1.417 €	2.561 €
Total	22.444 €	20.155 €	18.927 €

Fuente: Elaboración propia

Vemos que en ambos casos crecemos a tasas muy positivas, y buenos márgenes, en clara consonancia con la dinámica de crecimiento del tráfico aéreo mundial.

El plan estratégico 2018 – 2021 también fijaba como objetivo la inversión en proyectos/concesiones aeroportuarias que fueran generadoras de valor. En este sentido AENA en 2019 logra la concesión de la explotación del Grupo Aeroportuario del Nordeste de Brasil (ANB), **cuya puesta en marcha operativa se inicia en 2020**. Con la inversión en ANB, y dada las características emergentes de un país como Brasil, consideramos que AENA ha realizado una operación que aportará valor a largo plazo a la compañía.

Por lo tanto podemos concluir que **AENA está cumpliendo los objetivos fijados**, si bien consideramos que 1) El negocio internacional debería ser la “punta de lanza” para el crecimiento y 2) AENA debe prepararse financieramente para acometer inversiones como las de ANB sin caer en las tensiones de caja/tesorería sufridas.

7 Diagnóstico integral

Con todo el estudio realizado, recogemos en el siguiente DAFO el diagnóstico de situación y conclusiones con visión 360º.

Tabla 33. Diagnóstico DAFO, Debilidades.

Debilidades
<ul style="list-style-type: none">➤ Negocio con alta dependencia y sensibilidad a la evolución económica mundial.➤ Negocio con elevada vinculación y sensibilidad al sector turismo.➤ Elevada concentración de aerolíneas.<ul style="list-style-type: none">○ Diez compañías representan el 70%.○ Dos compañías, Ryanair y Vueling, representan el 33%.○ Concentración de aerolíneas low-cost, representan el 56%.➤ La naturaleza del negocio demanda altas inversiones CAPEX y OPEX.➤ Nivel de deuda elevado, principalmente a largo plazo. Si bien dispone de unos vencimientos a largo plazo, costes muy competitivos cubiertos con swaps de tipos de interés y buenos ratios de cobertura y pago de la deuda.➤ En su red, opera aeropuertos muy poco rentables como Burgos, Logroño, León, entre otros.➤ Su negocio core, 64% de ingresos, está regulado por el Ministerio de Fomento.➤ Poca diversificación y poco peso en los negocios inmobiliario e internacional en comparación con sus competidores principales.➤ Concentración de riesgo país (España).➤ Tensión de Tesorería y Liquidez en caso de querer acometer inversiones internacionales mientras se reparte un dividendo con pay-out del 80%.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 34. Diagnóstico DAFO, Amenazas.

Amenazas
<ul style="list-style-type: none">➤ Cambios regulatorios en su actividad core que impacten en el negocio.➤ Riesgos geoestratégicos e impacto Brexit. AENA Internacional es propietaria del 51% de London Luton y en los aeropuertos españoles el tráfico a Reino Unido representa un 16%.➤ Impacto negativo externo de atentados terroristas o accidentes aeronáuticos.➤ Cambios en regulaciones ambientales que impacten en el negocio. AENA dispone de un plan ESR (empresa socialmente responsable) que ejecuta con diligencia.

- Creciente interés de competidores extranjeros en aumentar su presencia global, principalmente en los mercados objetivo de AENA.
- Desarrollo de alternativas de calidad para el transporte interno de larga distancia, p.ej. AVE. En 2019 el tráfico aéreo interno representó un 31% del total.
- Exigencias crecientes por parte de los pasajeros y auge del fenómeno low-cost.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 35. Diagnóstico DAFO, Fortalezas.

Fortalezas
<ul style="list-style-type: none"> ➤ AENA es líder mundial en el ámbito de explotación aeroportuaria. ➤ AENA goza de un activo natural como España, segundo destino turístico mundial y principal puerta de enlace entre Europa y Latinoamérica. ➤ El 51% de AENA pertenece a Enaire, empresa del estado. Esto le ofrece una cobertura y protección natural en un negocio regulado. ➤ Capacidad de acceso a financiación externa a precio muy competitivo. ➤ Fortaleza de escala de costes y eficiencia operativa. ➤ Fortaleza de tamaño y estructura, lo cual le permite acceder a grandes licitaciones internacionales gracias a su músculo financiero y know-how. ➤ Poderoso know-how en la explotación de los servicios aeronáuticos. ➤ Buenas y modernas infraestructuras aeroportuarias, con capacidad de crecimiento. ➤ Salud y robustez financiera a todos los niveles. Si bien su nivel de deuda es elevado, el bajo coste de esta y la capacidad de generación de caja para atender pagos permite un apalancamiento positivo que aporta valor a los accionistas. ➤ Fortalezas operativas con alta capacidad de generación de caja. ➤ Buen gobierno corporativo. Modelo y directiva estable con buena trayectoria. Paz social. ➤ Horizonte de generación de valor a largo plazo. Objetivos claros en su plan estratégico que cumple, sabiendo hacia dónde va.

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 36. Diagnóstico DAFO, Oportunidades.

Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Posibilidad de disfrutar del “viento de cola” que ofrece el crecimiento en el tráfico aéreo mundial a 20 años, pudiéndolo acelerar.

- Ampliación de capacidades (volumen de pasajeros) en los aeropuertos nacionales para seguir creciendo en el negocio core local.
- Oportunidades de crecimiento y diversificación funcional:
 - Oportunidad de desarrollar un negocio en el sector inmobiliario a largo plazo, explotando nuevos activos inmobiliarios.
 - Oportunidad para crecer e incrementar los ingresos provenientes de la actividad comercial. Supone un negocio con un margen EBITDA superior al 80% y AENA obtiene menores ingresos por pasajero que sus competidores internacionales.
- Oportunidad de crecimiento y diversificación geográfica:
 - Con especial foco en EEUU y Asia. Su fortaleza financiera, acceso a deuda, know-how y volumen le avalan para acometer un crecimiento a través de ganar licitaciones e invertir en sociedades orientadas a la explotación aeroportuaria internacional.
 - Valorando la colaboración y *joint-ventures* con grandes fondos de inversión especializados en infraestructuras (p.ej. Brookfield, Blackstone, KKR)

Fuente: Elaboración propia.

8 Propuestas de mejora

En conjunto, AENA es una compañía sólida y robusta, bien gestionada a nivel estratégico, operativo y táctico. Es importante apuntar que parte de las recomendaciones que a continuación exponemos no vamos a poderlas ver reflejadas en su plenitud en los estados financieros previsionales, proyectados a tres años. Esto se debe a la propia naturaleza de la compañía y sus ciclos a largo plazo de inversión y explotación. AENA es una compañía con un CAPEX elevado, negocios que demandan inversiones y puestas en explotación a largo plazo (más de tres años). Sin embargo, sí proyectaremos la senda y grandes líneas que consideramos oportunas en los estados financieros previsionales. Realizado este apunte, las recomendaciones que consideramos oportunas son las siguientes:

1. Cambio gradual de aporte de cada negocio al mix agregado de la compañía.

Como hemos visto en ADP y Fraport, sus negocios Internacional e Inmobiliario representan un mayor porcentaje en el agregado final de ingresos y EBITDA. AENA

está muy concentrada en el negocio aeronáutico nacional y consideramos que debería **diversificar su actividad tanto funcionalmente como geográficamente**. Esto es un aspecto en el cual la compañía ya se encuentra trabajando, puesto que por un lado tienen un plan de desarrollo inmobiliario para los próximos años y así mismo buscan crecer internacionalmente ganando concesiones de nuevas explotaciones aeroportuarias en Estados Unidos y Asia (principalmente China).

2. **No acelerar la amortización de deuda.**

AENA tiene un porcentaje alto de deuda en su balance, sin embargo **no recomendamos amortizar de manera acelerada esta deuda**. Basamos esta recomendación en: 1) Existe un plan de amortizaciones a largo plazo, 2) Las amortizaciones están más que garantizadas por la capacidad de generación de caja de AENA, 3) El negocio es estable, predecible y crece de manera sostenida, 4) Los costes de la deuda son muy competitivos, 4) Tiene la deuda cubierta a tipo fijo con SWAPS de tipos de interés y 5) AENA disfruta de un apalancamiento financiero muy positivo que aporta un extra de rentabilidad al accionista. Por lo tanto consideramos que el beneficio y caja generada debería ser destinado a otro tipo de acciones que hagan crecer y/o diversificar la compañía, **generando mayor valor a futuro al accionista**.

3. **Mejorar los niveles de tesorería de la compañía.**

La compañía tiene una gran capacidad de generación de caja, pero la tesorería y liquidez de la compañía se ha visto impactada negativamente debido a cómo se ha ejecutado la operación de ANB. Por lo tanto consideramos que los dos próximos ejercicios debemos devolver al pasivo corriente a sus porcentajes históricos más reducidos, puesto que AENA es una empresa claramente de inversión & financiación a largo plazo, así como **mejorar los niveles de efectivo (caja) que llevarán los ratios de liquidez y tesorería a valores más adecuados**.

4. **Garantizar el crecimiento y márgenes del negocio aeronáutico.**

Las tasas aeroportuarias reguladas por Plan DORA 2017 – 2021 tienen planificado un descenso continuado los próximos años. Así mismo, los costes de personal y explotación de los últimos años vemos que han crecido por encima de su media

histórica. Esto ha impactado en el negocio, donde hemos visto que los **márgenes EBITDA se están mermando**. Por lo tanto proponemos definir **acciones de control para contener y monitorizar dichas partidas de gastos** y que en ningún caso crezcan a una tasa superior a la de los ingresos. Así mismo, sugerimos a AENA realizar **acciones que permitan seguir creciendo en número de viajeros a una tasa media del 5%**. Estas acciones tácticas sugeridas pueden encontrarse en el Anexo VI “Acciones tácticas para el crecimiento”.

5. Maximizar el negocio comercial incrementando el ingreso comercial por pasajero.

El negocio comercial crece a tasas positivas y con un amplio margen EBITDA. Sin embargo, estamos **incurriendo en un coste de oportunidad** ya que nos encontramos con unos **ingresos comerciales por pasajero inferiores** a los que tienen empresas comparables. En el Anexo VI “Acciones tácticas para el crecimiento” proponemos acciones para **maximizar estos ingresos comerciales por pasajero** para acercarlos a las tasas europeas. El objetivo sería **acelerar el ingreso por pasajero elevándolo de 4,49€ hasta 5,55€ (+23,6%)** en un periodo de tres años, cifra factible viendo los datos de empresas comparables.

6. Priorizar la puesta en explotación del negocio inmobiliario.

El **negocio inmobiliario es un claro activo sin explotar** que inicia en 2020 su ciclo de inversión. **Recomendamos a AENA acelerar la puesta en explotación de este negocio** puesto que la fórmula que replican está dando muy buenos beneficios en ADP. Así mismo es un negocio donde una vez realizada la inversión inicial los costes de explotación serán mínimos ya que es un modelo de negocio de arrendamiento y supone un muy buen negocio a largo plazo.

7. Priorizar la puesta en explotación de ANB.

Consideramos que en 2020 la **puesta en marcha de la explotación de los 6 aeropuertos del nordeste de Brasil** debe ser una de las prioridades. No sólo desde un punto de vista de ROI, sino también porque **esta explotación internacional nos cubrirá en el agregado del negocio internacional en caso de que el Brexit impacte de manera negativa en la explotación de London Luton**.

8. Aprovechar las oportunidades de inversión internacionales.

Como medida de crecimiento, diversificación y reducción del riesgo país **consideramos clave crecer a nivel internacional**. El negocio internacional representa el 6% de los ingresos de AENA (22% en ADP y 40% Fraport). **El crecimiento internacional debe entenderse como un negocio de inversión en activos aeropuertos que generen el valor (caja) exigido**. Los competidores tienen la voluntad de crecer a nivel internacional por lo tanto consideramos que AENA debe hacer valer su know-how, capacidades y sobre todo fortaleza financiera y acceso a crédito para **acometer un crecimiento internacional fuerte en los próximos años**. A este respecto, en el Anexo VII “Plantilla Project Finance” **modelamos una plantilla Project Finance** donde poder valorar inversiones aeropuertarias para diferentes niveles de inversión y estructura de capital.

9. Capacitación de fortaleza inversora.

En el punto 3 hablamos de mejorar los niveles de efectivo de la compañía. El planteamiento que hacemos para poder **disponer de liquidez para invertir en el negocio internacional** pasa por focalizarnos en **maximizar la capacidad de generación de caja** de la compañía gracias a 1) Cuidar los márgenes de nuestro negocio aeropuerto nacional, 2) Maximizar el negocio comercial, 3) Garantizar la correcta puesta en explotación al 100% de ANB para seguir aportando caja, 4) Empezar a monetizar el negocio inmobiliario. Garantizando el dividendo aprobado por el consejo de administración hasta 2021, nos centraremos en **mejorar nuestra tesorería** manteniendo una estructura de capital con **ratios de endeudamiento a largo plazo** similares a los actuales (dadas las buenas condiciones que tenemos) que nos permitan generar caja y disponer de una **tasa de liquidez por encima de los 1.000 millones de euros a tres años** que nos permita acometer posibles y oportunistas inversiones internacionales, alineado con la voluntad de diversificación geográfica presentada anteriormente.

10. Mantener la robustez económico – financiera de la compañía.

Por supuesto todos los objetivos y recomendaciones previas deberán estar acompañadas de un **mantenimiento de la robustez económico-financiera de la compañía**. Es decir, mantener altos márgenes, buenas rentabilidades, capacidades de generación de caja y ratios de deuda controlados, entre otros.

9 Estados financieros previsionales

Presentamos a continuación los estados financieros previsionales para los tres próximos ejercicios, teniendo en consideración las propuestas realizadas en el punto previo. Presentaremos los siguientes programas para la composición final de los estados financieros previsionales:

1. Programas de ingresos y gastos OPEX para cada línea de negocio y el conjunto de la compañía.
2. Programas de inversión y amortización para cada línea de negocio y el conjunto de la compañía.
3. Programa de pago de deuda y nueva financiación para el conjunto de la compañía.
4. Composición, con todos los programas, de la cuenta de pérdidas y ganancias, balance y flujos de caja previsionales para los años 2020, 2021 y 2022.

9.1 Programas de ingresos y gastos OPEX

Presentamos el programa de ingresos y gastos OPEX para cada línea de negocio:

Negocio aeroportuario

En lo que respecta al negocio aeroportuario, incluyendo AIRM, construimos la hipótesis a través de un **crecimiento anual en el número de pasajeros del 5%**, como factor medio de crecimiento en los últimos años. Así mismo, aplicamos un **decrecimiento anual del 1% a las tasas IMAP**, ingresos máximos por pasajero, de acuerdo con lo establecido en el Plan DORA.

Con ello obtenemos un volumen de ingresos, en millones de euros, para los tres próximos ejercicios.

Así mismo, **aplicamos las tasas medias de gastos OPEX** (Aprovisionamientos, personal y otros gastos de explotación) en línea con los años previos y que nos permitan contener el margen EBITDA del 58%.

Con estos principios, **la siguiente tabla presenta el desarrollo de ingresos y EBITDA del negocio aeroportuario** para los tres próximos ejercicios.

Tabla 37. Crecimiento de ingresos negocio aeronáutico.

NEGOCIO AEROPORTUARIO (Incluye AIRM) M€ (millones de euros)						
Concepto	2020		2021		2022	
Pasajeros	288.999.691		303.449.676		318.622.159	
IMAP	10,28		10,18		10,08	
INGRESOS (M€)	2.971,93 €		3.089,32 €		3.211,35 €	
Aprovisionamientos	- 176,83 € 6%		- 183,81 € 6%		- 191,08 € 6%	
Personal	- 341,77 € 12%		- 355,27 € 12%		- 369,31 € 12%	
Otros gastos de explotación	- 742,98 € 25%		- 772,33 € 25%		- 802,84 € 25%	
EBITDA	1.710,35 € 58%		1.777,90 € 58%		1.848,13 € 58%	

Negocio comercial

En lo que respecta al negocio comercial construimos la hipótesis **tomando el mismo incremento de número de pasajeros** que el negocio aeronáutico (circulan por los mismos aeropuertos), y a su vez vamos **elevando el ingreso por pasajero hasta los 5,55€** tal y como hemos proyectado. Así mismo, en lo que respecta a gastos OPEX carecemos de aprovisionamientos debido a la naturaleza del negocio y aplicamos los costes de personal y otros gastos de explotación como la media sobre ingresos de los últimos ejercicios. Con ello obtenemos los siguientes resultados donde se aprecia que **mantenemos un margen EBITDA superior al +80% pero con mayor volumen de ingresos**.

Tabla 38. Crecimiento de ingresos negocio comercial.

NEGOCIO COMERCIAL ESPAÑA M€ (millones de euros)						
Concepto	2020		2021		2022	
Pasajeros	288.999.691		303.449.676		318.622.159	
Ingresos pasajero	5 €		5,25 €		5,55 €	
INGRESOS	1.445 €		1.593 €		1.768 €	
Aprovisionamientos	0 €		0 €		0 €	
Personal	- 48,41 € 3%		- 53,37 € 3%		- 59,24 € 3%	
Otros gastos de explotación	- 209,52 € 15%		- 231,00 € 15%		- 256,41 € 15%	
EBITDA	1.187,07 € 82%		1.308,74 € 82%		1.452,70 € 82%	

Fuente: Elaboración propia

Negocio internacional

En lo que respecta al negocio internacional, debemos tener en consideración el **crecimiento de London Luton, los servicios de asesoría y consultoría internacional** y a esto se debe sumar la **puesta en explotación de ANB en Brasil**. Por un lado podemos ver el crecimiento que ha experimentado London Luton en los tres ejercicios previos en términos de pasajeros e ingresos, obteniendo así la tarifa por pasajero donde no está planificado su descenso.

Tabla 39. Crecimiento histórico London Luton.

HISTÓRICO LONDON LUTON M€ (millones de euros)			
Concepto	2017	2018	2019
Pasajeros	15.799.219	16.581.850	17.999.969
Ingresos (M€)	204 €	228 €	258 €
IMAP	12,91 €	13,72 €	14,33 €

Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, la información que poseemos nos indica que a este negocio debe sumarse los servicios de consultoría y asesoría internacional, que han supuesto más de 12 millones de euros, pero **de los cuales no tenemos más información**. Por lo tanto, construiremos nuestra hipótesis cogiendo como base los 270 millones de euros del año 2019 y **extrapolando un crecimiento anualizado del 7%** como media de los tres años previos y manteniendo unos gastos operativos en la misma línea. Con esto, el crecimiento de London Luton más los servicios de asesoría y consultoría para los tres próximos años nos presentan los siguientes datos:

Tabla 40. Crecimiento de ingresos negocio internacional.

NEGOCIO INTERNACIONAL (Luton & Asesoría internacional) M€ (millones de euros)						
Concepto	2020	2021	2022			
Ingresos	304 €	342 €	385 €			
Aprovisionamientos	0 €	0 €	0 €			
Personal	- 58 € 19%	- 65 € 19%	- 73 € 19%			
Otros gastos de explotación	- 135 € 45%	- 152 € 45%	- 171 € 45%			
EBITDA	111 € 37%	125 € 37%	141 € 37%			

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, debemos tener también en consideración **la puesta en funcionamiento de ANB** que consta de seis aeropuertos en Brasil y por donde circularon 13,9 millones de pasajeros en 2019 y con una estimación de 14,1 millones para 2020. Para construir la hipótesis de crecimiento de Brasil hemos tomado **decisiones prudentes y cautas tanto en crecimiento como en gastos, de manera que planteamos un escenario conservador** que exige los márgenes EBITDA mínimos de manera que las “sorpresa” futuras que puedan venir sean positivas (mayor tráfico, menores gastos principalmente). Por lo tanto, hemos considerado:

- Crecimiento anual del 2,5% del número de pasajeros.
- Partimos de la tarifa máxima media de los seis aeropuertos para el año 2019, obtenida del plan de resultados 2019 de AENA, y aplicándole una subida tarifaria anual del +3,50% alineado con la inflación de los últimos años en Brasil.
- Aplicamos unos costes de aprovisionamientos del 6% sobre ingresos, en línea con la media de AENA.

- Aplicamos unos costes de personal del 18% sobre ingresos, 6 puntos más de lo que representan en AENA España y que como decimos tomamos esta decisión por prudencia.
- Aplicamos otros gastos de explotación del 33% sobre ingresos, 8 puntos más de lo que representan en AENA España y que como decimos tomamos esta decisión por prudencia.

Con estos principios, la puesta en explotación de **ANB nos estará generando los siguientes ingresos y EBITDA** para los próximos tres años. Por el escenario de prudencia que hemos construido, creemos que pueden ser superiores.

Tabla 41. Crecimiento de ingresos ANB.

AEROPUERTOS NORDESTE BRASIL (ANB) M€ (millones de euros)			
Concepto	2020	2021	2022
Pasajeros	14.100.000	14.452.500	14.813.813
IMAP	6,25 €	6,47 €	6,70 €
Ingresos (M€)	88,13 €	93,49 €	99,18 €
Aprovisionamientos	- 5 €	- 6 €	- 6 €
Personal	- 16 €	- 17 €	- 18 €
Otros gastos explotación	- 29 €	- 31 €	- 33 €
EBITDA	37,89 € 43%	40,20 € 43%	42,65 € 43%

Fuente: Elaboración propia

Negocio inmobiliario

Tal y como hemos visto en el análisis previo, el negocio inmobiliario viene creciendo a tasas medias del 15% anual **sin haber entrado la nueva inversión y explotación de terrenos en Madrid y Barcelona.**

Esta inversión y explotación se prevé iniciar en 2020. Si bien no hemos podido obtener información detallada del Business Plan que identifique los m2 y tarifas de alquiler para construir el modelo, lo que haremos será **acelerar un crecimiento donde este negocio crecerá un 20% en 2020 y después aplicamos una tasa de crecimiento del 25% en 2021 y 2022.** Nos parecen unas tasas de crecimiento razonables viendo el crecimiento histórico del negocio, los datos de sus comparables y el momento de aceleración en el cual se encuentra en 2020.

En lo que respecta a los costes, la naturaleza del negocio no nos presenta gastos de aprovisionamiento y en lo que respecta a gastos de personal y otros gastos de explotación, aplicamos la media histórica sin tener en cuenta la circunstancia puntual acontecida en 2019 y comentada en el análisis previo.

Con todo ello, vemos un negocio en claro crecimiento y donde se recuperan márgenes poderosos.

Tabla 42. Crecimiento de ingresos negocio inmobiliario.

NEGOCIO INMOBILIARIO M€ (millones de euros)						
Concepto	2020		2021		2022	
INGRESOS	95 €		119 €		148 €	
Aprovisionamientos	0 €		0 €		0 €	
Personal	- 11,38 € 12%	-	- 14,22 € 12%	-	- 17,78 € 12%	
Otros gastos de explotación	- 30,34 € 32%	-	- 37,92 € 32%	-	- 47,40 € 32%	
EBITDA	53,09 € 56%		66,36 € 56%		82,95 € 56%	

Fuente: Elaboración propia

Consolidación de líneas de negocio

Con todo lo anterior, consolidamos todas las líneas de negocio y obtenemos los **ingresos totales y los porcentajes de aportación de cada negocio** al total de la compañía.

Tabla 43. Consolidación de ingresos y aporte de líneas al mix.

APORTE DE LÍNEAS AL MIX DE LA COMPAÑÍA M€ (Millones de euros)						
Concepto	2020		2021		2022	
Aeronáutico	2.971,93 € 61%		3.089,32 € 59%		3.211,35 € 57%	
Comercial	1.445 € 29%		1.593 € 30%		1.768 € 32%	
Inmobiliario	95 € 2%		119 € 2%		148 € 3%	
Internacional	392,12 € 8%		435,76 € 8%		484,55 € 9%	
Total	4.903,85 € 100%		5.236,70 € 100%		5.612,38 € 100%	

Fuente: Elaboración propia

Vemos que se va generando el fenómeno esperado, donde va bajando el peso del negocio aeronáutico gracias a que sube el negocio comercial, también el internacional y pronto despegará también el inmobiliario. A este respecto es importante recordar lo apuntado anteriormente. Dadas las características de AENA, esta rotación de aportación de los negocios al mix se realizará a largo plazo puesto que sus propias dimensiones de gran compañía hacen que los ciclos de inversión y explotación necesarios para este nuevo mix requieran pensar en largo plazo.

Al respecto de **agregado de gastos OPEX** (Aprovisionamientos + Personal + Otros gastos de explotación) obtenemos los siguientes datos que guardan total coherencia con el de los tres ejercicios previos.

Tabla 44. Consolidación de gastos OPEX.

GASTOS OPEX M€ (millones de euros)			
Concepto	2020	2021	2022
OPEX	1.804,50 €	1.918,56 €	2.045,29 €

Fuente: Elaboración propia

9.2 Programas de inversión y amortización

En el presente capítulo obtenemos las **inversiones CAPEX** para cada línea de negocio, y por ende **su aplicación al activo no corriente**, así como las **amortizaciones que corresponden** para obtener cada una de las partidas del activo no corriente.

A este respecto recordamos que:

- El activo inmovilizado material recoge las inversiones y amortizaciones del negocio aeronáutico y comercial.
- El activo inmobiliario recoge las inversiones y amortizaciones del negocio inmobiliario.
- El activo intangible recoge las inversiones y amortizaciones del negocio internacional de London Luton y ANB.

Inversiones estimadas

El programa de inversiones para los tres próximos años está construido como sigue:

- Las inversiones en inmovilizado material están reguladas por el Plan DORA, por lo tanto **hemos aplicado las inversiones recogidas en dicho plan**.
- Las inversiones en inmobiliario arrancan en 2020 para la puesta en marcha de los nuevos negocios “real estate” en Madrid y Barcelona. Tomando como base el Plan inmobiliario de Madrid y Barcelona, los tres próximos años se estiman invertir 119 M€/año en Madrid y 77 M€/año en Barcelona. Es decir, **196 M€/año en conjunto**.
- Las inversiones en activo intangible recogen una inversión media anual de 55 M€ en London Luton (en línea con su serie histórica) más una inversión de 155 M€ a tres años que exige ANB por contrato. Por lo tanto, **tenemos 102 M€/año de inversión en activo intangible**.
- En lo que respecta a inversiones en otras empresas asociadas, es decir las participaciones minoristas en AMP, SACSA y Aerocali, no se estiman inversiones en los próximos años (del mismo modo que sucedió en los años previos).

Por lo tanto, la siguiente tabla presenta el programa de inversiones estimados con un total de **2.415 M€ de inversión a tres años**.

Tabla 45. Inversiones estimadas.

INVERSIONES ESTIMADAS M€ (millones de euros)				
Inversiones	2020	2021	2022	Total
Inmovilizado material	515 €	503 €	503 €	1.521 €
Inmobiliario	196 €	196 €	196 €	588 €
Intangible	102 €	102 €	102 €	306 €
Total	813 €	801 €	801 €	2.415 €

Fuente: Elaboración propia

Amortizaciones estimadas

A través del siguiente programa de amortizaciones seremos capaces de:

- Aplicarlas como corresponde a la **cuenta de pérdidas y ganancias** y obtener el EBIT de la compañía.
- **Aplicarlas a cada partida del activo** que, junto con su inversión ya identificada, nos va a permitir obtener las partidas más relevantes del activo no corriente del balance previsional.

El proceso seguido, y que se recoge en la siguiente tabla, ha sido el siguiente:

- Identificación de las amortizaciones, deterioros y bajas de inmovilizado realizadas para cada línea de negocio en los años 2018 y 2019. Datos obtenidos en millones de euros.
- Obtención para los años 2018 y 2019 del porcentaje de amortización que se ha aplicado para cada línea de negocio y concepto (amortización, deterioro y baja), así como su media de ambos años.
- Construcción de las partidas de activo no corriente de balance para 2020, 2021 y 2022 puesto que tenemos las partidas de amortizaciones, deterioro y baja de inmovilizado a aplicar así como las inversiones estimadas. Hemos resaltado en verde dichas partidas en las siguientes tablas.

Tabla 46. Tablas amortizaciones, deterioros y bajas activo no corriente.

Concepto	TABLAS DE AMORTIZACIONES, DETERIOROS Y BAJAS DE TOTAL INMOVILIZADO									
	2018	2019								
	Aeronautico	Comercial	Inmobiliario	Internacional	Total	Aeronautico	Comercial	Inmobiliario	Internacional	Total
Amortizaciones	626.966 €	107.303 €	16.676 €	55.438 €	806.383 €	607.144 €	99.668 €	15.776 €	66.373 €	788.961 €
Deterioros inmovilizado	43.061 €	2.914 €	273 €	- €	46.248 €	7.643 €	1.541 €	155 €	57 €	9.396 €
Bajas inmovilizado	13.128 €	2.448 €	260 €	271 €	16.107 €	- €	- €	- €	- €	- €
Total	683.155 €	112.665 €	17.209 €	55.709 €	868.738 €	614.787 €	101.209 €	15.931 €	66.430 €	798.357 €

En 2019 los Deterioros y Bajas se consolidan en una única línea

Concepto	INMOVILIZADO MATERIAL: AMORTIZACIONES, BAJAS, DETERIOROS E INVERSIONES				
	2018	2019	2020	2021	2022
Inicio periodo	13.205.000 €	12.872.780 €	12.670.710 €	12.490.088 €	12.307.382 €
Amortizaciones	- 734.269 €	5,56% - 706.812 €	5,49% - 682.951 €	5,39% - 673.216 €	5,39% - 663.368 €
Deterioros y bajas inmovilizado	- 61.551 €	0,47% - 9.184 €	0,07% - 12.671 €	0,10% - 12.490 €	0,10% - 12.307 €
Inicio - Amort y depreciaciones	12.409.180 €	12.156.784 €	11.975.088 €	11.804.382 €	11.631.707 €
Final periodo	12.872.780 €	12.670.710 €	12.490.088 €	12.307.382 €	12.134.707 €
Inversión	463.600 €	513.926 €	515.000 €	503.000 €	503.000 €

Concepto	INVERSIONES INMOBILIARIAS: AMORTIZACIONES, BAJAS, DETERIOROS E INVERSIONES				
	2018	2019	2020	2021	2022
Inicio periodo	135.110 €	138.180 €	140.930 €	321.005 €	480.731 €
Amortizaciones	- 16.676 €	12,34% - 15.776 €	11,42% - 15.784 €	11,20% - 35.953 €	11,20% - 53.842 €
Deterioros y bajas inmovilizado	- 533 €	0,39% - 155 €	0,11% - 141 €	0,10% - 321 €	0,10% - 481 €
Inicio - Amort y depreciaciones	117.901 €	122.249 €	125.005 €	284.731 €	426.409 €
Final periodo	138.180 €	140.930 €	321.005 €	480.731 €	622.409 €
Inversión	20.279 €	18.681 €	196.000 €	196.000 €	196.000 €

Concepto	INVERSIONES EN ACTIVOS INTANGIBLES: AMORTIZACIONES, BAJAS, DETERIOROS E INVERSIONES				
	2018	2019	2020	2021	2022
Inicio periodo	491.170 €	507.000 €	1.009.240 €	989.828 €	972.752 €
Amortizaciones	- 55.438 €	11,29% - 66.373 €	13,09% - 121.109 €	12% - 118.779 €	12% - 116.730 €
Deterioros y bajas inmovilizado	- 271 €	0,06% - 57 €	0,01% - 303 €	0,03% - 296.95 €	0,03% - 291,83 €
Inicio - Amort y depreciaciones	435.461 €	440.570 €	887.828 €	870.752 €	855.730 €
Final periodo	507.000 €	1.009.240 €	989.828 €	972.752 €	957.730 €
Inversión	71.539 €	568.670 €	102.000 €	102.000 €	102.000 €

Fuente: Elaboración propia.

Con todo ello obtenemos el siguiente **programa agregado de amortizaciones, deterioros y bajas de inmovilizado** necesario para la cuenta de pérdidas y ganancias.

Tabla 47. Programa de amortizaciones, deterioros y bajas activo no corriente.

TOTAL DE AMORTIZACIONES, DETERIOROS Y BAJAS ACTIVO NO CORRIENTE				
Concepto	2020	2021	2022	
Amortizaciones	- 819.844 €	- 827.948 €	- 833.940 €	
Deterioros y bajas inmovilizado	- 13.114 €	- 13.108 €	- 13.080 €	

Fuente: Elaboración propia

Y así mismo hemos obtenido las principales partidas de activo no corriente para llevar a balance, marcadas en verde en las tablas previas.

9.3 Programa de pago de deuda y nueva financiación.

El planteamiento es aprovechar las condiciones favorables y muy competitivas de endeudamiento a largo plazo de AENA, gracias a su relación con Enaire, de manera que en paralelo seamos capaces de incrementar los niveles de tesorería de la compañía, maximizando su capacidad de generación de caja, y mejorando nuestro fondo de maniobra y capacitándonos para acometer inversiones internacionales. El objetivo por tanto es obtener deuda para financiar este crecimiento mientras crece la tesorería. En condiciones normales una compañía con Deuda Neta / EBITDA de 2x, debería acelerar el pago de esta y no emitir un pago de dividendo con pay-out del 80%. Sin embargo, por las características de AENA y su accionista principal, consideramos que podemos hacer un uso “oportunista” de la caja que se genera para invertir en nuevas concesiones internacionales que diversifiquen la compañía, reduzcan el riesgo país y generen más valor al accionista a largo plazo. Por lo tanto, continuaremos con los pagos de deuda planificados por la compañía para los tres próximos años, y a su vez solicitaremos nueva deuda a largo plazo ampliando el préstamo con Enaire en 3.200 M€ para financiar todas las inversiones planificadas y a su vez dotarnos de prácticamente 1.000 millones de euros a un buen tipo de interés que nos van a permitir que incremente nuestros niveles de caja y que coincide con los importes que estimamos para una/dos nuevas inversiones internacionales.

Tabla 48. Programa de pago y obtención de deuda.

PROGRAMA DE PAGO Y OBTENCIÓN DE DEUDA M€ (millones de euros)				
Concepto	2020	2021	2020	Total
Pago de deuda	1.134 €	546 €	1.186 €	2.866 €
Obtención deuda	1.000 €	700 €	1.500 €	3.200 €

Fuente: Elaboración propia

9.4 Cuenta de pérdidas y ganancias previsional

Con lo desarrollado hasta ahora, componemos la cuenta de pérdidas y ganancias previsional con las siguientes consideraciones:

- Obtenemos los ingresos agregados de todas las líneas de negocio obtenidas anteriormente, junto con sus gastos OPEX, para obtener el EBITDA.
- Aplicamos las amortizaciones, deterioros y bajas obtenidas anteriormente para obtener el EBIT.
- Aplicamos los intereses del coste de la deuda, identificada más adelante en balance, aplicando el 1,80% actual para obtener el BAI.
- Aplicamos los impuestos del 23% para obtener el beneficio neto, el cual que vemos que sigue creciendo a buenas tasas. De ese beneficio neto destinamos el 80% a pagar dividendos, como veremos en los flujos de caja de financiación, y el 20% restante lo llevamos a reforzar nuestros fondos propios como también veremos en el patrimonio neto.

Tabla 49. Cuenta de pérdidas y ganancias previsional.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA en M€ (Millones de euros)					
Concepto	2020	2021	2022		
INGRESOS	4.904 €	5.237 €	5.612 €		
Aprovisionamientos	- 182 €	- 189 €	- 197 €		
Personal	- 475 €	- 505 €	- 537 €		
Otros gastos de explotación	- 1.147 €	- 1.224 €	- 1.311 €		
EBITDA	3.099 € 63%	3.318 € 63%	3.567 € 64%		
Amortizaciones	- 820 €	- 828 €	- 834 €		
Deterioro y bajas de inmovilizado	- 13 €	- 13 €	- 13 €		
EBIT	2.266 € 46%	2.477 € 47%	2.720 € 48%		
Intereses	- 122 €	- 125 €	- 130 €		
BAI	2.144 € 44%	2.352 € 45%	2.590 € 46%		
Impuestos	- 493 €	- 541 €	- 596 €		
BENEFICIO NETO	1.651 € 34%	1.811 € 35%	1.994 € 36%		
 Dividendo	1.321 € 80%	1.449 € 80%	1.595 € 80%		
Reservas	330 € 20%	362 € 20%	399 € 20%		
 <i>Deuda financiera</i>	<i>6.779 €</i>	<i>6.933 €</i>	<i>7.247 €</i>		
<i>Coste financiero</i>	<i>1,80%</i>	<i>1,80%</i>	<i>1,80%</i>		
<i>Gastos financieros</i>	<i>122 €</i>	<i>125 €</i>	<i>130 €</i>		
<i>Impuestos</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>		

Fuente: Elaboración propia

Vemos por tanto que los ingresos, EBITDA y beneficio neto siguen creciendo a buen ritmo, manteniendo los márgenes en sus magnitudes históricas pero con los nuevos pesos de cada negocio que marcan la senda del cambio en el mix.

9.5 Balance previsional.

Componemos el balance previsional para los tres próximos ejercicios.

En lo que respecta al activo, tenemos:

- Las partidas de inmovilizado material, activos intangibles e inversiones inmobiliarias las obtenemos consolidando las inversiones, amortizaciones, deterioros y bajas obtenidas previamente.
- Las inversiones en empresas asociadas dan continuidad a los últimos años y no se espera una mayor inversión, como así ha sido en los años previos.
- La partida de otro activo no corriente da continuidad a los años previos.
- Las existencias las calculamos a través de los aprovisionamientos y el periodo medio de almacenamiento PMA de 15 días calculado previamente.
- Clientes y otras cuentas por cobrar las calculamos a través de las ventas y el periodo medio de cobro PMC de 40 días calculado previamente.
- El Efectivo y equivalente aumenta alineado con el incremento de caja que veremos más adelante que se genera en los estados de flujos de caja.

Tabla 50. Balance previsional, total activo.

Concepto	ACTIVO en M€ (Millones de euros)		
	2020	2021	2022
Inmovilizado material	12.490 €	12.307 €	12.135 €
Activos intangibles	990 €	973 €	958 €
Inversiones inmobiliarias	321 €	481 €	622 €
Inversiones empresas asociadas	64 €	64 €	64 €
Otro activo no corriente	180 €	170 €	160 €
Activos no corrientes	14.045 €	13.995 €	13.939 €
Existencias	7 €	8 €	8 €
Clientes y otras cuentas por cobrar	537 €	574 €	615 €
Efectivo y equivalentes	697 €	1.396 €	2.306 €
Activos corrientes	1.242 €	1.978 €	2.929 €
Total Activos	15.287 €	15.973 €	16.868 €

Fuente: Elaboración propia

En lo que respecta al patrimonio neto y pasivo, tenemos:

- Dentro del patrimonio neto, el principal incremento se da en las ganancias acumuladas de años previos, sumándole el 20% del beneficio neto. Al resto de partidas le damos continuidad alineado con los años anteriores.

- Dentro del pasivo no corriente, la deuda financiera por los movimientos de amortización y adquisición de nueva deuda (sobre el programa presentado anteriormente) se incrementa levemente. En cualquier caso, junto con el crecimiento del patrimonio neto, vemos que el ratio de endeudamiento se mantiene como en los últimos años. Analizaremos a través de los ratios pertinentes esta circunstancia. A las provisiones y subvenciones les damos continuidad y crecimiento alineado a los porcentajes representados en los años previos.
- Dentro del pasivo corriente, vemos que el primer año eliminamos la deuda corto plazo de la operación ANB aprovechando que ponemos este negocio en marcha y llevamos la deuda corto plazo a estándares de los últimos años. Las provisiones le damos crecimiento alineado a las nuevas cifras de negocio y lo mismo hacemos con los proveedores.

Tabla 51. Balance previsional, total pasivo y patrimonio neto.

PATRIMONIO NETO Y PASIVO en M€ (Millones de euros)			
Concepto	2020	2021	2022
Capital ordinario	1.500 €	1.500 €	1.500 €
Prima emisión	1.100 €	1.100 €	1.100 €
Ganancias acumuladas	4.226 €	4.556 €	4.919 €
Otras reservas	- 100 €	- 100 €	- 100 €
Participaciones no dominantes	- 20 €	- 20 €	- 20 €
Total Patrimonio Neto	6.706 €	7.036 €	7.399 €
Deuda financiera	6.041 €	6.195 €	6.509 €
Provisiones	80 €	95 €	110 €
Subvenciones	493 €	523 €	563 €
Otros pasivos largo plazo	280 €	320 €	380 €
Pasivo no corriente	6.894 €	7.133 €	7.562 €
Deuda financiera	738 €	738 €	738 €
Provisiones	80 €	100 €	130 €
Subvenciones	35 €	75 €	85 €
Proveedores y cuentas por cobrar	834 €	890 €	954 €
Pasivos corrientes	1.687 €	1.803 €	1.907 €
Total Pasivos y Patrimonio Neto	15.287 €	15.973 €	16.868 €

Fuente: Elaboración propia

9.6 Estado de flujos de efectivo previsional

En lo que respecta a los estados de flujos de efectivo, tenemos:

- Los flujos de caja de explotación siguen manteniendo la capacidad de generación de caja operativa. Tenemos una variación de activo circulante positivo y por tanto financiación espontánea gracias a sus NOF negativas.

Tabla 52. Variación ACN.

Variación de Activo Circulante Neto				
Concepto	2019	2020	2021	2022
NOF (Existencias + Clientes - Proveed) -	168 € -	289 € -	309 € -	331 €
Variación	-	121 € -	20 € -	22 €

Fuente: Elaboración propia

- El flujo de caja de inversión recoge las inversiones apuntadas anteriormente así como la proyección de dividendos que AENA recibe de sus participaciones en AMP, SACSA y Aerocali.
- El flujo de caja de financiación recoge la amortización y nueva deuda planificada, así como el pago de dividendo del 80% sobre beneficio neto.

Como vemos todas las partidas se mantienen en niveles similares a los años previos a excepción de que seguimos obteniendo deuda a largo plazo para poder tener caja “oportunista” para las inversiones internacionales y mejorar nuestro fondo de maniobra y ratios de tesorería y liquidez. Vemos por tanto que generamos un flujo de caja positivo y que nuestros niveles de efectivo suben año a año.

Tabla 53. Flujos de caja previsionales.

FLUJOS DE CAJA en M€ (Millones de euros)				
Concepto	2020	2021	2022	
EBIT	2.266 €	2.477 €	2.720 €	
Impuesto	- 521 €	- 570 €	- 626 €	
BAldl	1.745 €	1.907 €	2.094 €	
Amortización y depreciación	833 €	841 €	847 €	
Variaciones ACN	121 €	20 €	22 €	
Flujo de caja explotación	2.699 €	2.768 €	2.964 €	
Adquisición inmovilizado	- 813 €	- 801 €	- 801 €	
Dividendos recibidos	25 €	27 €	28 €	
Flujo de caja inversión	- 788 €	-774	-773	
Obtención financiación	1.000 €	700 €	1.500 €	
Devolución financiación	- 1.134 €	- 546 €	- 1.186 €	
Dividendos distribuidos	- 1.321 €	- 1.449 €	- 1.595 €	
Flujo de caja financiación	- 1.455 €	- 1.295 €	- 1.281 €	
Efectivo al inicio del periodo	241 €	697 €	1.396 €	
Efectivo al final del periodo	697 €	1.396 €	2.306 €	

Fuente: Elaboración propia

9.7 Análisis de magnitudes y ratios previsionales

Para finalizar, realizamos un análisis de los principales ratios económico financieros previsionales de manera que nos sirvan de KPIs para monitorizar el crecimiento a través del cuadro de mando integral.

Tabla 54. Análisis previsional económico financiero.

ANÁLISIS DE RATIOS ECONÓMICO FINANCIEROS			
Magnitudes cuenta de resultados			
Concepto / Ratio	2020	2021	2022
Ingresos	4.904 €	5.237 €	5.612 €
EBITDA	3.099 €	3.318 €	3.567 €
Beneficio Neto	1.651 €	1.811 €	1.994 €
Margen EBITDA	63%	63%	64%
Margen Beneficio Neto	34%	35%	36%
Magnitudes generación de caja			
Concepto / Ratio	2020	2021	2022
Flujo de caja de explotación	2.699 €	2.768 €	2.964 €
Flujo de Caja Explotación / Ingresos	55%	53%	53%
Fondo de maniobra, liquidez, tesorería y solvencia			
Concepto / Ratio	2020	2021	2022
Fondo de Maniobra	- 445 €	174 €	1.022 €
NOF	- 289 €	- 309 €	- 331 €
OPEX	1.804 €	1.919 €	2.045 €
Liquidez	0,74	1,10	1,54
Tesorería	0,73	1,09	1,53
Solvencia	1,78	1,79	1,78
Endeudamiento y apalancamiento financiero			
Concepto / Ratio	2020	2021	2022
Endeudamiento	56%	56%	56%
Deuda / EBITDA	2,19	2,09	2,03
Apalancamiento	2,16	2,16	2,17
Margen financiero (ROA - Kd)	13,0%	15,5%	14,3%
Rentabilidad y valor al accionista			
Concepto / Ratio	2020	2021	2022
ROA	15%	16%	16%
ROE	25%	26%	27%
ROCE	17%	18%	19%
Nº Acciones (en miles)	150.000	150.000	150.000
BPA	11,01 €	12,08 €	13,29 €
Dividendo	1.321 €	1.449 €	1.595 €
DPA	8,81 €	9,66 €	10,63 €

Fuente: Elaboración propia

En lo que respecta a las magnitudes de la cuenta de resultados vemos que **crecemos de manera ordenada** y mantenemos y **mejoramos paulatinamente los márgenes EBITDA y Beneficio Neto**.

En lo que respecta a las capacidades de generación de caja, vemos que **el flujo de caja de explotación sigue siendo muy relevante**. Recordemos que es una de las principales ventajas competitivas de AENA.

En lo que respecta al **fondo de maniobra** vemos que gracias a ir incrementando nuestros niveles de tesorería **lo llevamos a cifras positivas**. Las **NOF siguen ofreciéndonos una financiación espontánea** que va creciendo, mientras que los **gastos OPEX siguen la línea general** de la compañía. Lo que sí **mejoramos son los ratios de liquidez y tesorería** gracias a ese incremento de tesorería que

estamos motivando. A nivel de solvencia, vemos que sigue siendo una compañía muy robusta.

En lo que respecta al endeudamiento, **mantenemos los niveles de deuda** pero a su vez gracias al crecimiento del EBITDA vemos que **el ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA va mejorando**. Tal y como hemos ido apuntado, mantenemos por tanto el **apalancamiento positivo y margen financiero positivo** lo cual nos va a mejorar la rentabilidad de la compañía y no mermando los beneficios gracias a las buenas condiciones económicas de la deuda de AENA.

Por último, vemos que la compañía sigue siendo **muy rentable en términos de ROA, ROE y ROCE**. Mantiene las rentabilidades de años previos mientras crece a nivel de negocio en un proceso a largo plazo. Así mismo, seguimos aplicando un **pago de dividendo con un pay-out del 80%** y por tanto vemos que a nivel BPA y DPA sigue siendo una compañía que aporta valor al accionista en forma de un dividendo poderoso.

En conclusión, vemos que **la compañía continúa con su tendencia alcista** poniendo en marcha la **explotación de los aeropuertos de Brasil**, la **inversión y primera explotación del nuevo negocio inmobiliario “real estate”**, **desarrollando el negocio comercial** hacia nuevas cotas de ingresos y continuado con el **crecimiento del negocio aeronáutico nacional conteniendo gastos**.

Todo ello **manteniendo en orden las principales magnitudes, márgenes, endeudamiento, rentabilidad y dividendo**, así como **mejorando la tesorería** que nos posibilitará compras oportunistas en la explotación de negocios internacionales.

10 Plan de seguimiento a través de CMI

Presentamos a continuación un **cuadro de mando integral para la monitorización y control del desarrollo de AENA**, incorporando las **cuatro perspectivas**; financiera, de clientes, procesos internos y formación y crecimiento. El Anexo VIII “Cuadro de mando integral” presenta el marco teórico de esta herramienta.

La aplicación de esta herramienta nos permite realizar un **seguimiento y monitorización de la estrategia planteada y su grado de cumplimiento**, detectando posibles desviaciones y valorando la posibilidad de tomar decisiones que permitan corregirlas.

La determinación de las metas estratégicas parte de la situación actual de AENA, ya valorada en anteriores capítulos, de la revisión de su Plan estratégico 2018-2021, y de las recomendaciones de mejora planteadas en capítulos previos. Todo ello ha servido de base para proyectar un crecimiento de la compañía y aporte de valor cuya evolución será monitorizada por el presente cuadro de mando integral y sus principales indicadores de gestión. Estos indicadores, para que el Cuadro de Mando Integral cumpla su función siendo lo más sencillo posible, deben reducirse lo máximo posible, incluyendo únicamente los factores clave. Sin embargo, teniendo en cuenta que la compañía cuenta con cuatro líneas de negocio distintas y que todas ellas deberán estar supervisadas y controladas, necesitamos un número mayor de indicadores para poder abarcarlas todas.

Tabla 55. Cuadro de mando integral.

CUADRO DE MANDO INTEGRAL AENA SME SA 2020-2022		
	INDICADORES EFECTO	INDICADORES CAUSA
P. FINANCIERA	-Incrementar el tráfico de pasajeros en los niveles estimados	% crecimiento en pasajeros respecto año previo
	-Mantener la actual rentabilidad en la actividad aeronáutica	% EBITDA sobre total de ingresos por esta actividad
	-Incrementar los ingresos por pasajero en la actividad comercial	% crecimiento en ingreso por pasajero respecto al año anterior
	-Incrementar el peso de la actividad inmobiliaria	% ingresos de la actividad sobre el total de ingresos
	-Consolidar los ingresos por servicios y asesoramiento internacional	% ingresos por esta actividad respecto al ejercicio previo
	-Poner en funcionamiento con éxito la explotación de ANB	% ingresos respecto a las estimaciones realizadas
	-Expandir el negocio internacional con nuevas concesiones aeroportuarias	Nuevas adjudicaciones sobre oportunidades de expansión
	-Mejorar los niveles de tesorería	% crecimiento tesorería.
		% crecimiento ratio de tesorería.
	-Mantener estables las magnitudes financieras y rentabilidad	% crecimiento ratio de liquidez.
		% Cumplimiento de los estándares en los ratios de análisis económico financiero.

P. CLIENTES	<ul style="list-style-type: none"> -Mantener la imagen y el prestigio actuales de la compañía -Mantener los altos niveles de calidad y la satisfacción de los clientes -Incrementar rutas con los clientes (aerolíneas) de menor peso. 	<p>Resultado/Éxito de encuestas realizadas</p> <p>% cumplimiento de los estándares de calidad fijados (regulados por Plan DORA).</p> <p>Diferenciación en la prestación de servicios</p> <p>% que representa cada aerolínea, reducción de la concentración</p>
P. PROCESOS INTERNOS	<ul style="list-style-type: none"> -Mantener e incrementar la actual eficiencia de la compañía -Extrapolar la actual eficiencia a los nuevos proyectos internacionales -Aprovechar los potenciales suelos disponibles actualmente no explotados -Invertir en I+D para desarrollar que mejoren los procesos 	<p>% de existencias sobre ingresos</p> <p>Control de plazos de cobro y pago</p> <p>Control del coste operativo por pasajero</p> <p>Mejora de condiciones en contratos con clientes y proveedores</p> <p>Control del coste de la deuda</p> <p>% EBITDA en las concesiones de la actividad internacional</p> <p>Nuevas hectáreas acondicionadas para su explotación</p> <p>Nuevas soluciones digitales y tecnologías innovadoras</p>
P. ORGANIZACIÓN Y TALENTO	<ul style="list-style-type: none"> -Retener el talento -Definir la estructura organizativa óptima -Potenciar la formación para el desarrollo de capacidades -Apoyar la transformación digital 	<p>% rotación del personal en áreas clave</p> <p>Reparto de tareas y responsabilidades bien definidas</p> <p>Ratio de cobertura del puesto de trabajo estratégico</p> <p>Nº nuevos proyectos orientados a la digitalización de la compañía</p>

Fuente: Elaboración propia.

Proponemos un seguimiento continuado de los parámetros fijados como “indicadores de causa” tanto a nivel de compañía como a nivel de línea de negocio, y cumpliéndose éstos, tendremos la seguridad de que estamos trabajando en la dirección adecuada para llegar a los objetivos fijados, y como consecuencia, para alcanzar las metas estratégicas marcadas.

En caso de desviaciones en indicadores concretos, serán detectados de forma temprana, pudiendo tomar medidas para redireccionarlos hacia los valores esperados, y en caso de detectar problemas de índole más profunda implementar cambios y tomar decisiones que permitan un replanteamiento de determinados procedimientos.

11 Valoración

Proyectamos una **valoración de AENA a través del método de descuento de flujos de caja**, con las siguientes consideraciones:

- Obtenemos los **flujos de caja libre a través de las previsiones proyectadas** para los años 2020, 2021 y 2022. Para los años 2023 y 2024 aplicaremos un crecimiento en línea y sostenido.
- Como tasa de descuento aplicaremos un **coste ponderado de capital (WACC, R) del 7%** de acuerdo con las notas existentes en la memoria de resultados de AENA del año 2019.
- Para la obtención del valor terminal, proyectamos un **crecimiento a perpetuidad del 1%** como dato vinculado al crecimiento económico mundial.

Con todo ello, obtenemos el siguiente valor de empresa y valor de la acción.

Tabla 56. Proyección de flujos de caja libre

Concepto	FLUJO DE CAJA LIBRE M€ (millones de euros)		
	2020	2021	2022
BAldl	1.745 €	1.907 €	2.094 €
Amortizaciones	833 €	841 €	847 €
Inversiones operativas (variaciones ACN)	121 €	20 €	22 €
Inversiones activo fijo	-	813 €	-
Flujo de caja libre	1.886 €	1.967 €	2.163 €

Fuente: Elaboración propia

Tabla 57. Valoración por DFC.

VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA					
Paso 1. Descuento de flujos de caja libre					
Concepto	2020	2021	2022	2023	2024
Flujo de caja libre (M€)	1.886,00 €	1.967,00 €	2.163,00 €	2.200,00 €	2.250,00 €
Factor de descuento $(1+R)^n$	1,07	1,14	1,23	1,31	1,40
Flujo de caja libre descontado (M€)	1.762,62 €	1.718,05 €	1.765,65 €	1.678,37 €	1.604,22 €
Sumatorio flujo de caja libre descontado (M€)	8.528,91 €				
Paso 2. Valor terminal descontado					
<i>Valor terminal = (FCL2024 * (1+g)) / (R - g)</i>					
Flujo de caja libre año 2024 (M€)	2.250,00 €				
Crecimiento perpetuidad (g)	1%				
Coste de capital (R)	7%				
Valor Terminal (M€)	37.875,00 €				
Factor de descuento año 2024	1,40				
Valor Terminal descontado (M€)	27.004,35 €				
Paso 3. Valor empresa y valor acción					
<i>Valor Empresa = Sumatorio flujos de caja libre descontados + Valor terminal descontado - Deuda Financiera</i>					
Deuda financiera a cierre de 2019 (M€)	6.900,00 €				
Valor Empresa (M€)	28.633,26 €				
Nº acciones (millones)	150				
Valor acción	190,89 €				

Fuente: Elaboración propia.

Con todo ello obtenemos un **valor de empresa de 28.633** millones de euros, obteniendo un **valor de la acción de 190€**. En este punto debemos recordar que **iniciábamos este análisis fundamental con la voluntad de estudiar si la evolución del +194% del precio de la acción en apenas 5 años estaba sujetada por los fundamentales de la compañía**, tanto en términos cuantitativos como cualitativos. A fecha de 31 de diciembre de 2019 el precio de la acción se situó en 170,50€. Nuestra valoración, prudente en cuanto a crecimiento del negocio, **nos presenta un upside del +11,7% para los próximos años**. Por tanto, podemos concluir que el análisis cualitativo y cuantitativo del negocio y cuentas de AENA nos indican que **los fundamentales han sujetado el desarrollo del precio de la acción**.

La cotización de la acción en el momento que escribimos las presentes conclusiones, junio de 2020, se sitúa en **127 €/acción con una caída del -25% desde diciembre de 2019**. Esta caída se debe al **impacto negativo del COVID-19 en el negocio futuro de la compañía** puesto que su sector se ha visto seriamente afectado. Como hemos apuntado al inicio del presente TFM y de acuerdo con las indicaciones de la dirección académica, no hemos tenido en consideración el más que probable impacto negativo del COVID-19 en las cuentas y negocio futuro de AENA.

12 Conclusiones

Después del estudio y análisis realizados, podemos concluir que **AENA es una compañía madura y estable en resultados, fiable y prudente en términos de fijación de objetivos y con una visión clara de crecimiento y aporte de valor a sus accionistas**.

De acuerdo con la naturaleza de su negocio, **su crecimiento va a estar ligado al crecimiento económico mundial** y por lo tanto es de esperar que crezca a **tasas contenidas, pero de manera sostenida**. AENA **dispone de activos aún por explotar y poner en valor** que pueden acelerar su crecimiento. Por un lado, su **negocio inmobiliario**, el cual replica el modelo de los competidores europeos donde hemos visto que genera muy buenos resultados. Por otro lado, el crecimiento del **negocio internacional**, donde gracias a su solidez financiera y posicionamiento estratégico y competitivo puede plantearse inversiones para convertirse en un operador a escala global. Consideramos que estas dos palancas, inmobiliario e internacional, pueden ser **grandes catalizadores de valor futuro para la compañía** y, por ende, para sus accionistas.

Tanto el comité de dirección como el consejo de administración realizan una **gestión prudente e inteligente de la compañía**, con buenos criterios de desarrollo e inversión orientados al aporte de valor hacia el accionista. No sólo debido a su generoso **dividiendo con un pay-out del 80%**, si no debido también al **cumplimiento y superación de los objetivos que se fijan para cada línea de negocio**. Desde un punto de vista inversor, **AENA es una compañía estable de gran capitalización**, con muy **buenas rentabilidades en términos ROA, ROE, ROCE y Rentabilidad por dividendo** (+4,5% sostenido). Si a estas claves sumamos que **el 51% de AENA es propiedad del Estado español a través de Enaire**, la compañía se nos presenta como una **muy buena alternativa de inversión estable**, donde como inversores podemos prever un **crecimiento sostenido de su valor mientras recibimos una buena rentabilidad por dividendo**.

Consideramos que AENA, a pesar del actual entorno de incertidumbre debido al COVID-19, es un buen **valor como accionistas a largo plazo** por las siguientes razones:

- La **valoración fundamental de la compañía presenta un upside interesante en una empresa de alta calidad y robustez**.
- El mundo volverá a volar y, tarde o temprano, **recuperaremos cotas de viajeros y tasas de crecimiento positivas** en el tráfico aéreo internacional.
- Es una compañía estable que en condiciones normales ofrece una **rentabilidad estable por dividendo del 4,5%**, muy **por encima de los rendimientos que podemos obtener en los mercados de renta fija**.
- Es una compañía que, a pesar de su gran dimensión, **tiene dos líneas de crecimiento** (inmobiliario e internacional) **como catalizadores de valor** que sujetarán un **desarrollo positivo en la cotización** de la acción.
- Su **máximo accionista es el Estado español**, que cuidará por su buen desempeño y le aportará financiación y apoyo tanto en los buenos como en los malos momentos.
- Es una **compañía estable y bien gestionada**, con plan de crecimiento y desarrollo muy claro y enfocado.

Con todo ello, **consideramos a AENA una buena inversión para el largo plazo** donde hacer **crecer nuestro capital como accionistas a través de la muy probable revalorización del precio de la acción desde los precios actuales**, sujetada en todo momento por el desempeño y crecimiento de sus fundamentales, **mientras obtenemos un dividendo anual al 4,5% de rentabilidad**.

13 Bibliografía

AENA inicia tres años de inversión en Brasil con la toma de sus primeros aeropuertos (2020, 9 de enero). *Cinco días, El País. Edición digital.*

AENA invertirá 5.000 millones entre 2022 y 2026 (2019, 5 de junio). *Cinco días, El País. Edición digital.*

AENA puja por un aeropuerto de 2.000 millones para entrar en EEUU (2019, 7 de noviembre). *El Economista. Edición digital.*

AENA se acerca al récord con el mercado dividido (2019, 7 de julio). *Cinco días, El País. Edición digital.*

AENA se alía con un gigante de los viajes chino para atraer turistas a España (2019, 4 de diciembre). *El Economista. Edición digital.*

AENA SME, S.A. (2018). *Plan estratégico 2018 – 2021.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

AENA SME, S.A. (2018). *Informe de auditoría de cuentas anuales consolidadas emitido por un auditor independiente, año 2019.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

AENA SME, S.A. (2018). *Informe de gestión consolidado correspondiente al ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2018.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

AENA SME, S.A. (2019). *Informe de auditoría de cuentas anuales consolidadas emitido por un auditor independiente, año 2019.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

AENA SME, S.A. (2019). *Informe de gestión consolidado correspondiente al ejercicio anual finalizado el 31 de diciembre de 2019.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

AENA SME, S.A. (2019). *Plan inmobiliario aeropuerto Adolfo Suárez Madrid-Barajas.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

AENA SME, S.A. (2019). *Plan inmobiliario aeropuerto de Barcelona – El Prat.* Recuperado de <http://www.aena.es/>

Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies: revisiting the z-score and zeta models.* Material no publicado.

Allen, F., Mayers, S. C. y Brealey, R. A. (2010). *Principios de finanzas corporativas.* McGraw-Hill.

Amat, O. (2008). *Ánalysis de estados financieros.* Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Amat, O. (2008). *Comprender la contabilidad y las finanzas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Amat, O. y Nombela, V. (2015). *Manual de análisis de empresas cotizadas*. Barcelona: O. Amat V. Nombela.

Arthur D. Little (2015). Airports 4.0: *Impact of digital transformation on airport economics*. Recuperado de <https://www.adlittle.com/en/insights/viewpoints/airports-40>

Cunningham, L.A., Eide, T.T. y Hargreaves, P. (2018). *Invirtiendo en calidad*. Madrid: Ediciones Deusto.

Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Dorsey, P. (2016). *El pequeño libro que genera riqueza*. Madrid: Ediciones Deusto.

Dorsey, P. (2004). *The five rules for successful stock investing*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Gobierno de España, Ministerio de Fomento, Secretaría de estado de infraestructuras, transporte y vivienda (2017). *Documento de regulación aeroportuaria 2017 – 2021*. Recuperado de <https://www.mitma.gob.es/>

Kaplan, R.S. y Norton D.P. (2002). *Cuadro de mando integral*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Las aerolíneas defenderán un marco tarifario a la baja frente al plan inversor de AENA (2019, 11 de junio). *Cinco días, El País. Edición digital*.

La economía española cerró 2019 con un crecimiento del 2% tras acelerarse en el último trimestre (2020, 31 de enero). *El País. Edición digital*.

Las siete fortalezas que AENA defiende ante el inversor (2015, 26 de enero). *El Economista. Edición digital*.

Martínez Pedrós, D. y Milla Gutiérrez, A. (2005). *La elaboración del plan estratégico y su implantación a través del cuadro de mando integral*. Ediciones Díaz de Santos.

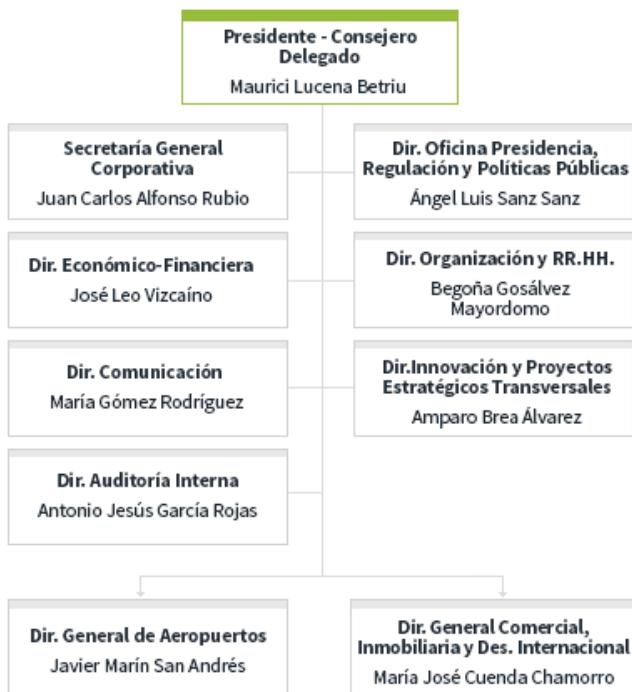
Piotroski, J. D. (2000). *Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers*. Journal of accounting research, vol. 38 supplement 2000.

14 Anexos

Anexo I: Estructura de órganos de gobierno.

El Comité de Dirección, como estructura organizativa para la dirección y gestión operativa de AENA, se estructura como sigue:

- Presidente y Consejero Delegado: Maurici Lucena Betriu.
- Director General de Aeropuertos: Javier Marín San Andrés
- Director General Comercial, Inmobiliario y de Desarrollo Internacional: María José Cuenda Chamorro.
- Director de la Oficina de la Presidencia, Regulación y Políticas Públicas: Ángel Luis Sanz Sanz.
- Secretario General y del Consejo de Administración: Juan Carlos Alfonso Rubio
- Director Económico-Financiero: José Leo Vizcaíno
- Directora de Organización y RRHH: Begoña Gosálvez Mayordomo
- Director Auditoría Interna: Antonio Jesús García Rojas
- Directora de Innovación y proyectos estratégicos transversales: Amparo Brea Álvarez
- Directora de Comunicación: María Gómez Rodríguez



Por su parte, el **Consejo de Administración** supone el órgano de supervisión que controla la actividad de AENA de acuerdo con las normas de gobierno corporativo recogidas en los Estatutos Sociales, en el Reglamento General de la Junta de Accionistas y en el Reglamento del Consejo de Administración. El Consejo de Administración de AENA se compone de 15 consejeros estructurados como sigue:

- 6 consejeros independientes.
- 7 consejeros dominicales nombrados por la Administración del Estado.
- 1 consejero dominical en representación de TCI Advisory Services.
- 1 consejero ejecutivo que representa el actual presidente y consejero delegado de Aena.

Anexo II: Responsabilidad social corporativa y medio ambiente.

Como referencia nacional en el sector aeroportuario, **AENA desarrolla su negocio con responsabilidad y sostenibilidad**, totalmente comprometida con un turismo responsable, intentando dar ejemplo con prácticas empresariales que contribuyen al mantenimiento del medio ambiente, y con un fuerte compromiso con nuestra sociedad y nuestro entorno. Este compromiso queda plasmado en el **plan de Responsabilidad Corporativa incluido en el plan estratégico 2018-2021**. En él se detallan objetivos claros para dar respuesta a todas las demandas referentes a dicha materia, y con el objetivo último de **minimizar la huella ambiental** de su actividad.

La compañía tiene claro que la gran imagen de la que goza actualmente tiene mucho que ver con su política llevada a cabo hasta el momento fomentando la transparencia y el compromiso con el cuidado del medio ambiente y la sostenibilidad, además de constituir esto último un factor clave en el desarrollo de su negocio en un futuro. Esto le permite mantener una indudable imagen de total credibilidad, confianza y reputación, al mismo tiempo que es percibida como una sociedad que crea valor para la sociedad que la rodea.

Todos estos principios y valores quedan plasmados, por una parte, en el Marco de Actuación de la compañía, y por otra parte, en el plan de Responsabilidad Corporativa.

En el **Marco de Actuación** quedan reflejadas las **políticas de buen gobierno corporativo**, las cuales son la base de actuación del Consejo de Administración y del resto de órganos de la sociedad. Los documentos que lo componen son los siguientes:

- **Política de retribución del accionista.** Relaciona la remuneración del accionista con el beneficio obtenido por AENA.
- **Política de gobierno corporativo.** Recoge los principios que rigen la actuación de la sociedad, así como el compromiso con la mejora continua.
- **Código de conducta.** Principios y valores de ética, integridad, legalidad y transparencia.
- **Política marco de responsabilidad corporativa.** Recoge los principios generales de actuación para buscar un futuro mejor sin comprometer los resultados actuales.
- **Política fiscal corporativa.** Asegura el cumplimiento de la normativa fiscal, atendiendo al interés social.
- **Política de comunicación.** Tiene el objetivo de impulsar un marco de relación con los grupos de interés de la compañía.
- **Política de cumplimiento normativo.** Identifica y regula los principios de actuación respecto al cumplimiento normativo en todas las áreas de la compañía.
- **Política de selección de consejeros.** Asegura que la selección de candidatos se lleva a cabo según el análisis previo de las necesidades del Consejo.
- **Política de comunicación y relación con inversores.** Supervisa la información suministrada a los accionistas.
- **Política de gestión integrada de calidad, medio ambiente y eficiencia energética.** Contiene los principales compromisos asumidos por la compañía en esta materia.
- **Política de discapacidad.** El objetivo es contribuir a que todas las personas tengan cabida sin exclusión.
- **Política contra la corrupción y el fraude.** Plasma el fuerte compromiso de AENA en sancionar cualquier actuación fraudulenta.
- **Sistema de cumplimiento normativo.** Recoge los controles establecidos por la compañía para evitar que cualquier directivo o empleado pueda actuar al margen de la ley.

- **Reglamento interno de conducta en el mercado de valores.** Fija las reglas para regular los intereses de los inversores y prevenir cualquier abuso.

La finalidad de todos estos documentos es, en definitiva, cumplir con la legalidad, operar con integridad, honestidad y confianza, con independencia y transparencia, mantener la excelencia y calidad en la satisfacción de las expectativas de los grupos de interés, y fomentar el respeto a la imagen y reputación de AENA.

Respecto al **Plan de Responsabilidad Corporativa**, pretende potenciar su compromiso, implica al conjunto de grupos que tienen que ver de alguna forma con sus actividades y se integra de forma transversal en su modelo de gestión; contiene los siguientes objetivos:

- **Consolidar la estrategia empresarial** con medidas que la hagan más consistente, eficiente y competitiva para la sociedad, mediante una acción social alineada con la estrategia del negocio.
- **Apoyar proyectos y acciones de índole social y cultural, medioambiental, docente, etc.**, que estén directa o indirectamente relacionados con el entorno aeroportuario.
- **Reforzar el esfuerzo en materia de transparencia y comunicación** para reconocer y anticiparse a las demandas de los principales grupos de interés.

AENA hace de su **compromiso con la sostenibilidad y el cuidado del medio ambiente** el eje esencial de su reputación. Partiendo de los diez principios del Pacto Mundial y de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, la compañía desarrolla **cinco líneas de actuación**. A través de ellas, AENA integra en el negocio diferentes elementos que dan satisfacción a la demanda de clientes y accionistas, ofreciendo mecanismos de evaluación y herramientas de difusión, haciendo de la transparencia un principio clave. Las líneas de actuación son las siguientes:

- **Promoción de la cultura y de la acción social.** En ella quedan englobadas iniciativas para la inserción laboral de personas con otras capacidades, colaborar en diferentes causas solidarias, fomentar el arte y la cultura, promover entre los empleados hábitos de vida saludable y su participación en programas de voluntariado.

- **Impulsar la formación de profesionales y la empleabilidad.** Va enfocada a apoyar la formación en materia aeronáutica y empleabilidad y a ofrecer a la sociedad un entorno impulsando la empleabilidad.
- **Iniciativas ambientales más allá de la regulación.** Tiene como objetivos reforzar el compromiso de AENA con la sostenibilidad ambiental y rehabilitar zonas verdes en los entornos aeroportuarios.
- **Apoyo al emprendimiento y las soluciones innovadoras.** Se trata de fomentar la investigación en el desarrollo de nuevas tecnologías dirigidas al entorno aeroportuario y colaborar con iniciativas enfocadas a la innovación social.
- **Transparencia y reporte corporativo.** Se centra en reforzar la comunicación con todos los grupos de interés de la compañía, favorecer las alianzas empresariales y mantener el liderazgo empresarial.

Todos estos principios y objetivos que demuestran un firme compromiso con todos los aspectos de Responsabilidad Social Corporativa se complementan, a su vez, con el **compromiso** que AENA mantiene **con la protección de los derechos humanos**, que se traslada a todos los ámbitos de su actividad.

Este fuerte compromiso tiene como objetivos el **respeto a los principios expresados en la Declaración Universal de los Derechos Humanos de las Naciones Unidas**, cumplir las normas vigentes en los países en los que opera, un rechazo total a cualquier tipo de fraude o corrupción en el desarrollo de su actividad, y promover la transparencia y el diálogo con los grupos de interés. Existe un Órgano de Supervisión y Control de Cumplimiento de estos compromisos adquiridos, que vela porque éstos se cumplan en todo momento, y existe a disposición de todos los empleados un Canal de Denuncias para comunicar cualquier conducta inapropiada.

Anexo III: Detalle de ratios financieros.

Ratio	Objetivo	Cálculo y valor ideal
Fondo de Maniobra	Obtiene respuesta acerca del equilibrio patrimonial de la empresa. Es la parte del activo corriente que es soportada por la estructura de financiación permanente de la compañía.	Activo Corriente – Pasivo Corriente. [Valor ideal: Si el fondo de maniobra es cero, la empresa tendría un equilibrio perfecto, pero tener problemas o riesgo de liquidez.]
Necesidades Operativas de Fondos – NOF	Son las inversiones operativas de corto plazo (corrientes) que la compañía necesita para su propia operativa.	(Existencias + Clientes) – (Proveedores + Otros acreedores comerciales).
Periodo medio de cobro – PMC	Los días, de media, que la empresa tarda en cobrar de sus clientes.	PMC = (Clientes / ventas) * 365
Periodo medio de pago – PMP	Los días, de media, que la empresa tarda en pagar a sus proveedores.	PMP = (Proveedores / Compras) * 365
Periodo medio de almacenamiento - PMA	Los días, de media, que la empresa almacena existencias.	PMA = (Existencias / Compras) * 365
Ratio de Liquidez	Diagnostica la capacidad de la compañía de hacer frente a sus pagos a corto plazo.	Activo Corriente / Pasivo Corriente. [Valor ideal: entre 1,5 y 2,5]
Ratio Ácido de Liquidez	Igual que el anterior, pero eliminando Existencias del Activo Corriente porque son activos que van a tardar más tiempo en convertirse en disponible.	Activo Corriente – Existencias / Pasivo Corriente. [Valor ideal: Por encima de 1]
Ratio de Tesorería	Indica el peso que tiene nuestro realizable y disponible sobre la deuda de la empresa a corto plazo. Incorpora el Realizable de la compañía para tener una visión total de la Tesorería, adelantándonos a la composición del Estado de Flujos de Tesorería.	Realizable + Disponible / Pasivo Corriente. [Valor ideal: 1, aproximadamente. Por debajo de 1 podría haber problema de impagos. Muy alejado de 1 significa una infrautilización de activos líquidos y pérdida de rentabilidad]
Ratio de Solvencia	Indica la capacidad de atender el total de deudas con terceros, no sólo las de corto plazo.	Total Activo / (Pasivo no corriente + Pasivo corriente) [Valor ideal: Siempre por encima de 1]
Ratio de Endeudamiento	Indica el porcentaje que representa la financiación externa sobre el total de estructura de financiación	Total Pasivo / Total Pasivo + Patrimonio Neto [Valor ideal: En función de la estructura de capital de la compañía]
DFN / EBITDA	Relaciona la deuda financiera neta sobre el EBITDA generado de la compañía. Es decir, los años que necesitamos de EBITDA para pagar toda la deuda financiera neta.	Deuda L/P + Deuda CP – Caja / EBITDA [Valor ideal: Cuanto más bajo mejor]

Capacidad de devolución de deuda	Indica la capacidad que tiene la compañía para atender los pagos de la deuda.	Flujo Caja Operativo / Deuda LP + Deuda CP.
Capacidad de pago de carga financiera	Indica la capacidad que tiene la compañía para atender la carga financiera (coste) de la deuda.	EBITDA / Gastos Financieros [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Coste de la deuda	Indica el coste total que la compañía paga por financiarse de manera externa (endeudarse)	Pago de intereses / Deuda LP + Deuda CP
Rentabilidad Económica – ROA.	Analiza la rentabilidad económica de la compañía (activo)	ROA = Beneficio Neto / Activos Totales [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Rentabilidad Financiera – ROE.	Analiza la rentabilidad financiera de la compañía (patrimonio neto, valor para el accionista)	ROE = Beneficio Neto / Patrimonio Neto [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Retorno del capital invertido - ROCE	Analiza la rentabilidad sobre capital total empleado, teniendo en cuenta la financiación externa largo plazo.	ROCE = EBIT / Capital Empleado. Siendo Capital Empleado (Patrimonio Neto + Pasivo no corriente) [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Beneficio por acción (BPA)	Obtiene el importe que genera cada acción (participación) de la compañía sobre el total del beneficio. Ratio de interés para los inversores.	Beneficio Neto / Total de acciones [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Dividendo por acción (DPA)	Obtiene el importe que genera cada acción (participación) de la compañía sobre el total del beneficio destinado a dividendo. Ratio de interés para los inversores.	Dividendo Total / Total de acciones [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Rentabilidad por dividendo	Obtiene la rentabilidad que genera el dividendo por acción sobre el precio de cotización de la acción.	DPA / Precio de la acción. [Valor ideal: Cuanto más alto mejor]
Apalancamiento financiero	El apalancamiento financiero analiza cómo la deuda puede generar mayor rentabilidad financiera (ROE) para el accionista. Si el ratio de apalancamiento financiero está por encima de 1, podemos afirmar que la deuda aumenta la rentabilidad y por tanto es conveniente.	(BAI/BAII) * (Activo / Patrimonio Neto) Valor ideal: Por encima de 1 para que sea un apalancamiento financiero positivo. Es decir, que la deuda aporte mayor rentabilidad financiera.
Margen financiero	Nos indica si la rentabilidad financiera ROE aumenta con el endeudamiento. Si el margen financiero es positivo, podemos afirmar que la deuda aumenta el ROE.	ROA – Kd Valor ideal:

		<p>ROA – Kd > 0 → Apalancamiento financiero positivo. ROE > ROA.</p> <p>ROA – Kd = 0 → Apalancamiento financiero nulo.</p> <p>ROA < Kd = 0 → Apalancamiento financiero negativo. ROE < ROA.</p>
PER	Múltiplo de valoración precio sobre resultados	<p>Capitalización / Beneficio neto</p> <p>[Valor ideal: Debe analizarse]</p>
EV/EBITDA	Múltiplo de valoración valor empresa sobre EBITDA	<p>Valor empresa = Capitalización + deuda – caja</p> <p>Valor empresa / EBITDA</p> <p>[Valor ideal: Debe analizarse]</p>

Anexo IV: Altman z-score y Piotroski f-score.

El Z-Altman score es una forma sencilla de analizar la fortaleza financiera de una compañía y predecir una posible quiebra de la misma. La fórmula fue creada en 1960 por el profesor de la Universidad de Nueva York Edward Altman y consiste en el siguiente cálculo:

$$\text{Altman Z-score} = 1,2 * T1 + 1,4 * T2 + 3,3 * T3 + 0,6 * T4 + 1,0 * T5$$

Donde:

- T1: (Capital Circulante/Activos Totales)
- T2: (Beneficios no distribuidos/Activos Totales)
- T3: (EBITDA/Activos Totales)
- T4: (Capitalización Bursátil/Deuda Total)
- T5: (Ventas Netas/Activos Totales)

La probabilidad de quiebra de una empresa dependerá del resultado de la fórmula Altman Z-score. Según el resultado, la empresa podrá encontrarse en la zona segura, zona gris o en la zona de peligro.

- Z-score superior a 2,99: Zona segura, y en principio no hay que preocuparse.
- Z-score entre 1,81 y 2,99: Zona gris y puede anticipar problema de quiebra.
- Z-score inferior a 1,81: Zona de peligro con quiebra en el corto plazo.

En lo que respecta al **Piotroski F-Score**, orientado a cuantificar la fortaleza financiera y operativa de una compañía, este nos indica que una empresa es “ganadora” si presenta una puntuación entre 8 y 9 en el F-Score ratio. Fue creado en el año 200 por el de la Universidad de Stanford Joseph Piotroski. Este ratio analiza tanto indicadores de rentabilidad como de rendimiento financiero, obteniendo un +1 en cada uno de ellos en caso positivo:

- Indicadores de rentabilidad
 - ROA positivo en el año (Sí = 1, No = 0).
 - Flujo de caja operativo positivo en el año (Sí = 1, No = 0).
 - ROA del año superior al año anterior (Sí = 1, No = 0).
 - Flujo de caja superior al beneficio neto (Sí = 1, No = 0).
- Indicadores de rendimiento financiero:
 - Deuda L/P menor este año que el anterior (Sí = 1, No = 0).
 - Ratio Liquidez mejor este año que el anterior (Sí = 1, No = 0).

- No ha habido ampliaciones de capital o emisión de nuevas acciones (Sí = 1, No = 0).
- Indicadores de eficiencia operativa:
 - Margen bruto del año mejor que el año anterior (Sí = 1, No = 0).
 - Rotación de activos mayor que el año anterior (Sí = 1, No = 0).

Anexo V: Detalle de compañías competidoras.

Presentamos las principales claves de los competidores analizados para poner en contexto los datos de AENA.

- **Aeroports de Paris** es el principal operador de infraestructuras aeroportuarias de Francia. Es el segundo operador europeo en cifra de negocio tras AENA, y gestiona los dos grandes aeropuertos de París como son Charles de Gaulle y Orly, junto con otros 25 aeropuertos a nivel internacional a través de su filial ADPM. El estado francés es propietario del 50,6% de ADP.
- **Fraport** es la sociedad gestora del aeropuerto de Frankfurt y un conjunto de 26 aeropuertos a nivel internacional en India, Bulgaria, Eslovenia, Turquía, Rusia, Perú, China y EEUU. El estado de Hesse controla el 31,30% del accionariado y el estado alemán el 20%.
- **Grupo Aeroportuario del Pacífico** opera y administra 12 aeropuertos en el centro México y zona Pacífico junto con 2 aeropuertos en Jamaica. El accionariado de Grupo Aeroportuario del Pacífico presenta un 85% de Free Float y un 15% en propiedad de Aeropuertos Mexicanos del Pacífico, sociedad de la cual AENA es propietario del 33%. Es decir, Aeropuertos Mexicanos del Pacífico es el socio estratégico de Grupo Aeroportuario del Pacífico donde además de dicha propiedad dispone de un contrato de gestión y transferencia tecnológica, siendo **AENA Internacional** el socio operador del Grupo Aeroportuario del Pacífico.
- **Grupo Aeroportuario del Sureste** es el primer grupo aeroportuario mexicano y latinoamericano, operando 16 aeropuertos entre México, Colombia y Puerto Rico, siendo su accionista mayoritario el empresario mexicano Fernando Chico Pardo.

Anexo VI: Acciones tácticas para el crecimiento.

Acciones tácticas en el negocio aeroportuario

1. **Impulso de colaboraciones con agentes sinérgicos que traccionen demanda.** Como acciones que activen ese factor de aceleración puede ser el establecimiento de **acuerdos con actores sinérgicos** que nos ayuden a **explotar el Big Data en torno al alto volumen de pasajeros** que se genera en la red AENA para convertirlo en **inteligencia de negocio** que permita **inferir más tráfico a los aeropuertos**. En esta línea podemos apuntar como ejemplo a seguir los siguientes dos acuerdos que AENA ha cerrado con China:

- **Colaboración con CTrip:** Ctrip es el proveedor de viajes y turismo líder en China y que opera principalmente a través de su Website. Su modelo de negocio es similar a Booking (EEUU) o Expedia (Europa). En Ctrip destaca su programa de inteligencia artificial, que le permite anticipar tendencias en los hábitos de comportamiento de los clientes y así poder ofrecerles lo que necesitan en cada momento, haciendo propuestas individualizadas a cada persona. El acuerdo permitirá desarrollar actuaciones encaminadas a promocionar el tráfico aéreo entre China y España. Para ello se analizarán de forma conjunta las tendencias del mercado turístico y de transporte aéreo para identificar aquellas rutas con origen China y destino algún aeropuerto español en las que existe mayor potencial para su apertura, además de estudiar las ya existentes con el mercado chino que convenga potenciar por su interés turístico.
- **Colaboración con Capital Airports Holding:** Capital Airports Holding Company (CAH) es la propietaria y operadora de 53 aeropuertos en China, distribuidos en 7 provincias: Beijing, Tian Jin, Jiangxi, Hebei, Jilin, Mongolia Interior y Heilongjiang. **Entre ellos, gestiona el aeropuerto de Beijing, que alcanzó los 101 millones de pasajeros en 2018, lo que le sitúa como el aeropuerto de mayor tráfico de Asia y el número dos del mundo**, después del aeropuerto de Atlanta. Asimismo, CAH es la propietaria y operadora del nuevo aeropuerto de **Beijing-Daxing**, en servicio desde el pasado mes de octubre 2019, que permitirá, junto al ya existente en la capital china, **alcanzar los 170 millones de pasajeros**. Beijing-Daxing se considera a su vez el **paradigma mundial en torno al concepto Smart Airport** puesto que ha sido diseñado y dotado de

soluciones digitales para garantizar la **mejor experiencia a los pasajeros** y tener las **mayores tasas de eficiencia operativa gracias a la transformación digital**.

2. **Cuadro de Mando gastos de personal.** Diseño de un cuadro de mando específico con los indicadores claves que recojan las principales partidas, su monitorización y control. El objetivo es contener su crecimiento y mantenerlo, como máximo, a las mismas tasas de crecimiento que los ingresos con voluntad de ir rebajándolos y por tanto mejorar paulatinamente el EBITDA para devolverlo al margen de 2017.
3. **Importar Know-how Beijing-Daxing en operativa digital.** Concretamente en lo que respecta a mejorar costes de explotación, proponemos **importar know-how de Beijing-Daxing**, gracias al acuerdo de colaboración existente, sobre **digitalización de procesos operativos que nos permitan ser más eficientes** y poder contener dichas partidas de costes.

Acciones tácticas en el negocio comercial

Los tres ejes comerciales más relevantes para hacer palanca para acelerar este crecimiento son:

- Tiendas especializadas.
- Publicidad.
- Parking.

Las acciones que consideramos para cada el impulso de cada uno de ellos también incorporan nuevas capas de soluciones digitales y servicios. Concretamente pensamos en lo siguiente:

1. **Servitización de nuevas demandas en parking.** El parking ofrece sin duda un servicio principalmente al 31% de pasajeros domésticos (+85 millones de pasajeros). Hoy en día AENA únicamente ofrece servicio para estacionar el vehículo, pero en torno a un vehículo estacionado pueden crearse nuevos servicios monetizables que pueden aportar valor al pasajero como por ejemplo servicio de repostaje sin acudir a una gasolinera y revisión del vehículo (neumáticos, lunas, etc). Existen compañías que prestan estos servicios contratables a través de App móvil y con quienes AENA podría llegar a un acuerdo cobrando una comisión de cada operación. Ejemplos de este tipo de

compañías son: Start Yoshi (<https://www.startyoshi.com/>) o Filld (<https://filld.com/>).

2. **Marketing de proximidad:** Explorar nuevos modelos de ingresos publicitarios a través de canales digitales, principalmente el móvil y en un modelo pago-por-click. Pensamos en establecer acuerdos con compañías especialistas en marketing móvil de proximidad, con quienes establecer una colaboración permitiéndoles explotar datos anonimizados para generar impactos comerciales y turísticos (lugares que visitar, etc.) de acuerdo con el perfilado del turista.
3. **Plataforma Marketplace E-Commerce:** Pensamos en incorporar una experiencia omnicanal (online y offline) permitiendo a los pasajeros poder comprar online y recoger en tienda productos de los *retailers* existentes en el aeropuerto. Este modelo, ya desplegado en el aeropuerto de Frankfurt (gestionado por Fraport) adapta la venta retail a las tendencias ya consolidadas de compra online principalmente desde el móvil. En este caso no pensamos en acuerdos de colaboración con terceros, sino invertir en nuestra propia plataforma e-commerce móvil.
4. **Importar know-how comercial London Luton.** En el año 2019 **los ingresos comerciales de London Luton crecieron un 12,3%** (vs. +8% en AENA) destacando el crecimiento en retail (tiendas y restauración) que creció un 20,4% (vs. +10% en AENA). Este crecimiento se debió principalmente a la apertura de nuevos locales con mejores cánones de concesión y la ampliación y remodelación de la terminal donde se mejoró el flujo de pasajeros. Por lo tanto recomendamos **importar a la red de aeropuertos nacionales las buenas prácticas** llevadas a cabo en London Luton para acelerar este crecimiento del negocio comercial.

Anexo VII: Modelado Project Finance para la inversión internacional.

Presentamos un esquema *Project Finance* con tres escenarios de inversión: Reducido, medio y alto. Estructuraremos este modelo con:

- La inversión necesaria cuantificando las horquillas “reducida”, “media” y “alta”.
- La estructura de capital y financiación del Project Finance (Equity y Deuda).
- Hipótesis de las variables claves de negocio (volumen de pasajeros y tarifas)
- Aplicación de márgenes y rentabilidad exigidos al proyecto de inversión sobre los patrones existentes en AENA y Luton para así obtener los costes de explotación.
- Proyección de Flujos de Caja futuros, obtención del valor proyecto y VAN, descontando los flujos al coste de capital adecuado.

La idea es llevar a cabo la expansión internacional constituyendo **nuevas sociedades para la explotación de cada nueva adjudicación**, todas ellas a través de AENA Desarrollo Internacional SME SA y aportando el **40% del total de la inversión vía Equity y endeudando las nuevas sociedades con el 60% restante**, lo cual será posible aportando el respaldo de AENA SME SA. Esto permitirá apalancar el proyecto, aprovechando tanto la alta rentabilidad que la sociedad es capaz de generar en su negocio como el actual bajo coste de la deuda, y haciendo más rentable la reinversión de beneficios de AENA y recuperando caja año tras año vía dividendos de la nueva sociedad que explota cada aeropuerto.

Para este estudio hemos valorado **tres modelos de proyecto tipo**; inversiones en aeropuertos que puedan gestionar unos 60 millones de pasajeros anuales, cuyas **adjudicaciones pueden rondar los 2.000 millones de euros**, aeropuertos que gestionen en torno a 30 millones de pasajeros anuales con un **coste de adjudicación de unos 1.000 millones**, y finalmente, aeropuertos que gestionen en torno a 15 millones de pasajeros con un **coste de adjudicación de unos 500 millones de euros**.

En la entrada a estas subastas, partimos de la premisa de que AENA conoce **tres datos clave** con los cuales podrá valorar el atractivo del proyecto y el precio máximo a pagar por la concesión; el **número de pasajeros que está gestionando actualmente** ese aeropuerto, el **importe máximo anual por pasajero que se puede cobrar** según la regulación de cada país, y el **coste operativo actual por pasajero**. Todos estos datos son en principio transparentes y de fácil acceso.

El importe máximo anual por pasajero es diferente en cada país, siendo por ejemplo en España actualmente 10,29 euros o 6,30 euros en Brasil. Según este determinante dato, habría que hacer cada proyecto tipo para cada uno de los países en los que quisiésemos optar a gestionar aeropuertos; dado que es un dato clave en la valoración del proyecto, **supondremos un valor medio estándar de 9,50 euros**. Esto sería fácil de adaptar a cada uno de los países en lo que surgiese alguna oportunidad de inversión ya que, por una parte, **esta tarifa va normalmente vinculada de forma directamente proporcional a los costes operativos por pasajero**, y por otra parte va también a **determinar el precio de la adjudicación**. Con esto queremos decir que, al adaptar, por ejemplo, un proyecto de inversión de 1.000 millones a un país en el que este importe máximo anual por pasajero fuese de 8 euros en lugar de 9,50, el precio de la adjudicación también bajaría notablemente, con lo que finalmente la generación de caja del proyecto sería similar.

Pasamos a mostrar los datos simulados de cada uno de los proyectos tipo.

Previsiones proyectos tipo de adjudicación de gestión aeroportuaria con una inversión de 500, 1.000 y 2.000 millones de euros.

Para estos cálculos se ha estimado una **cifra inicial de pasajeros** en el proyecto de menor inversión **de 15 millones anuales, 30 millones** para el proyecto de inversión intermedia y **60 millones** para la de mayor calado, según se comentaba en el planteamiento.

Hemos fijado el **ingreso por pasajero en los 9,50 euros** comentados, y los **costes operativos por pasajero los hemos fijado en 6,25 euros**. Pensamos que AENA tiene capacidad para reducir este coste, ya que la media del coste operativo por pasajero actual de los aeropuertos que está gestionando está en 4,6 euros; sin embargo, **preferimos ser conservadores en el planteamiento** ya que hasta que consigan adaptar el funcionamiento del aeropuerto a su modelo actual puede pasar algún tiempo.

La **amortización** la hemos calculado a **25 años**, ya que la mayoría de las adjudicaciones son a 25 o 30 años, y el **tipo impositivo** lo hemos mantenido como están actualmente en España, al **25%**.

En cuanto a los flujos de caja operacionales, **hemos estimado que anualmente serán necesarias inversiones en inmovilizado**, las hemos fijado en **10 millones de euros para los proyectos de inversión de 500 millones**, en **15 millones para**

los proyectos de inversión de 1.000 millones y en 20 millones para los de 2.000 millones. Estas inversiones no son proporcionales porque reflejan las economías de escala existentes en el negocio. Hemos considerado también necesarias inversiones en necesidades operativas de fondos a medida que el negocio vaya creciendo.

El **coste de la deuda**, hemos considerado que es el que actualmente tiene AENA, el **1,32%**, y la financiación a devolver en un plazo de 25 años. Para el cálculo del VAN de cada uno de los proyectos, con su correspondiente tasa de descuento, hemos tomado **un WACC del 7,00%**, que sería el que tendrían las sociedades constituidas por AENA Desarrollo Internacional SME SA para la gestión de cada aeropuerto. Hemos tomado este valor del WACC, el mismo que hemos tomado para calcular el valor de AENA por descuento de flujos de efectivo, porque la proporción de Equity y deuda de los proyectos que se proponen viene a ser prácticamente idéntica a la que tiene actualmente AENA. El **porcentaje de Equity y deuda** es en todos los proyectos el planteado inicialmente, **40% y 60% respectivamente**.

Presentamos a continuación el valor y VAN de cada uno de los escenarios de inversión:

PROYECTO TIPO ADJUDICACION AEROPUERTO INVERSION 500M€						
Cifras en millones	2020	2021	2022	2023	2024	V Terminal
Pasajeros	15,000	15,345	15,698	16,059	16,428	-00
INGRESOS OPERATIVOS	142,50	145,78	149,13	152,56	156,07	-00
Gastos operativos	-93,75	-95,91	-98,11	-100,37	-102,68	-00
Amortizaciones	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-00
RESULTADO EXPLOTACION	28,75	29,87	31,02	32,19	33,39	-00
Impuestos	-7,19	-7,47	-7,75	-8,05	-8,35	-00
BAldl	21,56	22,40	23,26	24,14	25,04	-00
Amortizaciones	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	-00
Inversión en CAPEX	-11,00	-11,00	-12,00	-12,00	-12,00	-00
Inversiones activo fijo	-10,00	-10,00	-10,00	-10,00	-10,00	-00
Inversiones operativas	-1,00	-1,00	-2,00	-2,00	-2,00	-00
FLUJO DE CAJA LIBRE	30,56	31,40	31,26	32,14	33,04	1.432,38
FLUJO CAJA DESCONTADO	28,56	27,43	25,52	24,52	23,56	1.021,27
VAN PROYECTO	650,86					
FLUJO DE CAJA LIBRE	30,56	31,40	31,26	32,14	33,04	
Escudo fiscal (25%)	0,99	0,95	0,91	0,87	0,83	
FLUJO DE CAJA DE CAPITAL	31,55	32,35	32,17	33,01	33,88	
Flujo Caja Servicio Deuda	-15,96	-15,80	-15,64	-15,48	-15,33	
Amortización de capital	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	-12,00	
Intereses	-3,96	-3,80	-3,64	-3,48	-3,33	
FLUJO CAJA ACCIONISTA	15,59	16,55	16,53	17,53	18,55	

PROYECTO TIPO ADJUDICACION AEROPUERTO INVERSION 1.000M€						
Cifras en millones	2020	2021	2022	2023	2024	V Terminal
Pasajeros	30,000	30,690	31,396	32,118	32,857	-00
INGRESOS OPERATIVOS	285,00	291,56	298,26	305,12	312,14	-00
Gastos operativos	-187,50	-191,81	-196,22	-200,74	-205,35	-00
Amortizaciones	-40,00	-40,00	-40,00	-40,00	-40,00	-00
RESULTADO EXPLOTACION	57,50	59,74	62,04	64,38	66,78	-00
Impuestos	-14,38	-14,94	-15,51	-16,10	-16,70	-00
BAldl	43,13	44,81	46,53	48,29	50,09	-00
Amortizaciones	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	-00
Inversión en CAPEX	-17,00	-17,00	-18,00	-18,00	-18,00	-00
Inversiones activo fijo	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-15,00	-00
Inversiones operativas	-2,00	-2,00	-3,00	-3,00	-3,00	-00
FLUJO DE CAJA LIBRE	66,13	67,81	68,53	70,29	72,09	3.124,84
FLUJO CAJA DESCONTADO	61,80	59,23	55,94	53,62	51,40	2.227,97
VAN PROYECTO	1.509,95					
FLUJO DE CAJA LIBRE	66,13	67,81	68,53	70,29	72,09	
Escudo fiscal (25%)	1,98	1,90	1,82	1,74	1,66	
FLUJO DE CAJA DE CAPITAL	68,11	69,71	70,35	72,03	73,75	
Flujo Caja Servicio Deuda	-31,92	-31,60	-31,29	-30,97	-30,65	
Amortización de capital	-24,00	-24,00	-24,00	-24,00	-24,00	
Intereses	-7,92	-7,60	-7,29	-6,97	-6,65	
FLUJO CAJA ACCIONISTA	36,19	38,10	39,06	41,06	43,10	

PROYECTO TIPO ADJUDICACION AEROPUERTO INVERSION 2.000M€						
Cifras en millones	2020	2021	2022	2023	2024	V Terminal
Pasajeros	60,000	61,380	62,792	64,236	65,713	-00
INGRESOS OPERATIVOS	570,00	583,11	596,52	610,24	624,28	-00
Gastos operativos	-375,00	-383,63	-392,45	-401,47	-410,71	-00
Amortizaciones	-80,00	-80,00	-80,00	-80,00	-80,00	-00
RESULTADO EXPLOTACION	115,00	119,49	124,07	128,77	133,57	-00
Impuestos	-28,75	-29,87	-31,02	-32,19	-33,39	-00
BAldl	86,25	89,61	93,05	96,58	100,18	-00
Amortizaciones	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	-00
Inversión en CAPEX	-22,00	-22,00	-23,00	-23,00	-23,00	-00
Inversiones activo fijo	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-20,00	-00
Inversiones operativas	-2,00	-2,00	-3,00	-3,00	-3,00	-00
FLUJO DE CAJA LIBRE	144,25	147,61	150,05	153,58	157,18	6.813,20
FLUJO CAJA DESCONTADO	134,81	128,93	122,49	117,16	112,06	4.857,71
VAN PROYECTO	3.473,17					
FLUJO DE CAJA LIBRE	144,25	147,61	150,05	153,58	157,18	
Escudo fiscal (25%)	3,96	3,80	3,64	3,48	3,33	
FLUJO DE CAJA DE CAPITAL	148,21	151,42	153,70	157,06	160,50	
Flujo Caja Servicio Deuda	-63,84	-63,21	-62,57	-61,94	-61,31	
Amortización de capital	-48,00	-48,00	-48,00	-48,00	-48,00	
Intereses	-15,84	-15,21	-14,57	-13,94	-13,31	
FLUJO CAJA ACCIONISTA	84,37	88,21	91,13	95,12	99,20	

El VAN de los proyectos es elevado; la clave de ello está en el **apalancamiento ampliamente positivo que tiene la compañía**, financiando el 60% del proyecto con deuda y con un coste muy reducido, un 1,32%. Teniendo esto en cuenta hemos cogido un WACC del 7,00%, tipo al cual vamos a ir descontando los flujos de caja

generados por los proyectos y que será clave también en el cálculo del valor terminal. **Podríamos haber utilizado un WACC algo inferior, pero hemos preferido, una vez más, ser conservadores para obtener unos valores actuales netos lo más aproximados posibles a la realidad.**

En cuanto a la proyección de las inversiones de 1.000 y 2.000 millones de euros, los datos son casi lineales, pero sí es cierto que se consiguen ligeras economías de escala en algunos aspectos, por ejemplo, las inversiones en activo fijo durante los próximos años para nuevas inversiones, ampliaciones y mantenimiento de las instalaciones se diluyen.

Además, hemos mantenido en estas proyecciones, como ya hemos comentado por ser conservadores, un coste operativo por pasajero de 6,25 euros. En este sentido, lo lógico es que en aeropuertos con mayor tráfico de pasajeros estos costes se vayan reduciendo levemente ya que en este coste operativo por pasajero están incluidos gastos fijos, los cuales al incrementar el tráfico de pasajeros se van diluyendo a medida que se incrementa el número de pasajeros gestionados. Esto iría aumentando el VAN y el retorno vía dividendos de la inversión de AENA en estos proyectos a medida que el proyecto es de mayores dimensiones.

La principal conclusión que se puede obtener es que este tipo de inversiones y Project Finance demandan grandes inversiones pero, bien gestionadas, **generan un gran valor a largo plazo** a los accionistas.

Anexo VIII: Cuadro de Mando Integral

Para la elaboración del cuadro de mando integral de AENA nos hemos basado en la publicación que Robert S. Kaplan y David P. Norton hacían en Harvard Business Review en 1992, "The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance", así como en otra de las numerosas publicaciones que se han llevado a cabo a posteriori sobre el trabajo de estos dos autores, concretamente el libro Cuadro de Mando Integral escrito por ambos autores, en el año 2002. El desarrollo que llevaron a cabo sobre esta herramienta se ha tomado como referencia en este campo durante las últimas décadas.

El cuadro de mando integral se define como una poderosa herramienta en la gestión empresarial, que permite un seguimiento de la estrategia marcada de una forma relativamente fácil, una vez identificados los puntos clave del negocio, quizá esto último sea la tarea más complicada para implementarla.

Según estos autores, esta herramienta se compone de cuatro perspectivas; financiera, de clientes, procesos internos y formación y crecimiento. Todas ellas deben estar interrelacionadas entre sí, y las medidas implementadas en cualquiera de ellas deben repercutir positivamente en el resto, con el fin último a largo plazo del incremento de la rentabilidad para el accionista. Esta interrelación entre todas las perspectivas debe llevarnos a poder describir la estrategia de la compañía a través de las relaciones causa efecto.

Esta interrelación entre las distintas perspectivas tiene su base, de alguna forma, en el razonamiento de que para que un negocio exista, debe haber clientes. Por tanto, el primer paso será coger clientes y vincularlos de forma que sean rentables para la empresa. Estos dos hechos están situados en las perspectivas de clientes y financiera respectivamente.

A partir de aquí, para poder tener clientes y darles el servicio que necesitan, habrá que identificar los procesos clave en los que la empresa deberá ser excelente para poder dar ese servicio a sus clientes, siendo además lo suficientemente eficiente como para hacerlo a un coste que le permita generar beneficio. Esto está dentro de la perspectiva de procesos internos.

Y, por último, el hecho de tener que llegar a la excelencia en estos procesos internos destapará unas necesidades en cuanto a habilidades y conocimientos del personal, que deberán ser cubiertas para que todo encaje. Estas necesidades están dentro de la perspectiva de formación y crecimiento.

La aplicación de esta herramienta nos permite realizar un seguimiento sencillo de la estrategia planteada y su grado de cumplimiento, detectando posibles desviaciones y valorando la posibilidad de tomar decisiones que permitan corregirlas. El primer paso es determinar las metas estratégicas concretas que perseguimos, normalmente definidas a un plazo de entre tres y cinco años.

Una vez definido con claridad el punto al que se quiere llegar en los próximos ejercicios, hay que identificar los aspectos clave del negocio, valores concretos que se deben alcanzar en determinados campos para conseguir esas metas estratégicas fijadas. Estos hitos se expresarán en forma de objetivos y serán los indicadores de efecto, los objetivos que, siendo alcanzados, nos asegurarán el cumplimiento de las metas estratégicas marcadas.

Finalmente, fijaremos los indicadores de causa, que nos permitirán comparar los valores actuales de los indicadores de efecto con los valores antiguos, y ver la evolución y la dirección en la que se está moviendo la empresa.

El fin último es que los indicadores de causa nos permitan ver que la consecución de los objetivos marcados, identificados como indicadores de efecto, va en la buena dirección, y que efectivamente consiguiendo los objetivos propuestos la empresa va alcanzando las metas estratégicas fijadas.

En caso de que a la hora de llevarlo a la práctica se detecten desviaciones se tratará de tomar medidas para reconducirlas hacia los valores buscados. Es posible que en el desarrollo se detecten incoherencias, posiblemente por una mala implementación del cuadro de mando integral, habrá que valorar llevar a cabo cambios en el mismo, valorar nuevamente los objetivos marcados o incluso, en situaciones extremas, llevar a cabo una nueva definición de la estrategia corporativa marcada.