



ICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

VALORACIÓN DE UNA SALIDA A BOLSA: AENA, S.A.

Autor: Alfonso Ruiz González
Director: María Luisa Garayalde

ÍNDICE

RESUMEN	5
INTRODUCCIÓN	6-7
✓ Porque elijo este tema	6
✓ Objetivos	6
✓ Metodología	7
PARTE TEÓRICA:	
✓ VENTAJAS E INCONVENIENTES DE UNA SALIDA A BOLSA	7-9
○ Ventajas	7
○ Desventajas	8-9
✓ CONDICIONES PARA LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE ACCIONES	9-10
○ Procedimientos a seguir para la admisión a cotización	9
○ Requisitos posteriores a la salida a bolsa	9-10
○ La empresa tras la salida a bolsa	10
✓ DISEÑO DE LA SALIDA A BOLSA	10-12
○ Proceso de ejecución	11-12
✓ MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA	12-20
○ Métodos patrimoniales	12
❖ Valor contable	12
❖ Valor sustancial	12
❖ Valor de liquidación	12
○ Métodos basados en rentabilidad	13-16
❖ Flujo de fondos Libre	13-16
❖ Flujo de Fondos Disponibles para el Accionista	16
○ Múltiplos	17-19
○ Modelo de descuento de los dividendos	19-20
○ El valor actual neto (VAN)	20-21

PARTE PRÁCTICA:

✓ HISTORIA DE AENA	21-24
○ Perfil	21-22
○ Historia	22-23
○ Nuevas infraestructuras	23-24
○ Aena y Enaire	24
✓ PROCESO DE VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA	25-26
○ Valor y precio	26
✓ RECIÉN LLEGADOS A LA BOLSA	27-28
✓ CUANDO SE INCORPORÓ AENA AL IBEX 35 Y RAZONES POR LAS QUE LO HIZO	28-31
○ Día del debut en el IBEX 35	30
○ Compañías con más participaciones en Aena	31
✓ PROYECCIÓN DE CUENTAS	32-34
✓ VALORACIÓN DE AENA	34-36
✓ ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	37-38
✓ MULTIPLICADORES	38-42
CONCLUSIÓN	43
BIBLIOGRAFÍA	44-45

Índice de gráficos

✓ Figura I: Distribución del tráfico de pasajeros por área geográfica	22
✓ Figura II: Los nuevos inquilinos de la bolsa	28
✓ Figura III: Evolución del precio de la acción de Aena	29
✓ Figura IV: Evolución de las NOF	34
✓ Figura V: Proyección de las cuentas de pérdidas y ganancias	35
✓ Figura VI: Estimación del precio objetivo	36
✓ Figura VII: Escenario pesimista	37
✓ Figura VIII: Escenario optimista	38
✓ Figura IX: Multiplicadores	38
✓ Figura X: PER relativos IBEX35, ADP y FRAPORT	40

Resumen – Palabras clave

La salida a bolsa de una empresa conlleva consigo un proceso largo y generalmente muy complejo. Son multitud los apartados que hay que tener en cuenta y estudiar profundamente para que la misma tenga éxito y permita a la empresa lograr sus objetivos iniciales. En este trabajo se va a realizar un estudio del desarrollo del proceso para la empresa Aena, S.A., desde el planteamiento inicial del mismo y las ventajas e inconvenientes que ello supone, pasando por el diseño de la operación en el seno de la empresa hasta la realización de la misma mediante la formalización de procesos con reguladores y otra serie de entidades, dedicando especial atención a la valoración de la compañía mediante el Descuento de Flujos de Caja Libre. También se va a hablar de las razones por las que Aena S.A. ha merecido entrar a formar parte del IBEX 35. Todo esto va a permitir establecer una evaluación global de como ha sido el acceso al mercado organizado para Aena S.A.

Palabras clave: Aena, Valoración de empresa, IBEX 35, Descuento de Flujos de Caja Libre, salida a bolsa, proyecto de inversión, OPV.

Abstract - Keywords

The initial public offering of a company is a long process and generally it is very complex. There are many things to be taken into account and you need to study deeply with the purpose that it would be successful and it allows to the company to achieve his original targets. With this work, I will do a depth study of the development process for the Aena company, from the initial planning and the advantages and disadvantages that it has, including the design of the operation within the company to the realization of it through the formalization with regulators and other entities, with particular attention to the valuation of the company by discounting free cash flows. I will also talk about the reasons why Aena deserved to join to the IBEX35 index. All this will allow to establish an overall evaluation of how it has been the Access to the organized market for Aena S.A.

Keywords: Aena, Valuation of a company, IBEX 35, Discount Free Cash Flow, IPO (Initial Public Offering), investment Project.

INTRODUCCIÓN

Por que elijo este tema.

Fundamentalmente la razón por la cual me he decidido a realizar un trabajo de valoración de empresa y desarrollar el proceso de salida a bolsa de Aena ha sido mi profundo interés en esta materia. De las asignaturas que he cursado durante este año en el master, finanzas corporativas ha sido una de las que más me ha gustado y está totalmente relacionado al tema que he elegido. En mi futuro profesional me gustaría dedicarme a algo relacionado con esto y creo que es un primer paso para conseguirlo.

He elegido la empresa Aena, porque es un tema muy reciente y que ha tenido una salida a bolsa muy “sonada” y me gustaba el reto de indagar y conseguir datos sobre la empresa aunque sabía que no iba a ser fácil ya que ha debutado en bolsa hace apenas 5 meses.

Objetivo

Mi trabajo fin de master está relacionado con la reciente salida a bolsa del mayor operador aeroportuario del mundo, Aena. El objetivo de este trabajo es estudiar a fondo como ha llevado a cabo la salida a bolsa la compañía Aena, que factores le llevaron a tomar esta decisión con las ventajas e inconvenientes que eso conlleva y que futuro le esperará a esta empresa una vez que ya cotiza en bolsa. También voy a hacer una valoración de la empresa a través del descuento de flujos de caja libre y un informe sobre la rentabilidad que ha tenido la cotización del precio de Aena desde su debut en bolsa hasta ahora.

En la primera parte del trabajo voy a incluir una parte más teórica en la que explicaré todo el proceso de salida a bolsa de una compañía, ventajas e inconvenientes, el por que a una empresa le puede interesar salir a cotizar en el mercado. También describiré los diferentes métodos de valoración de empresas y el proceso de valoración de una compañía.

La segunda parte del trabajo la voy a enfocar más a una parte práctica en la que me voy a centrar en la gestora de aeropuertos Aena. S.A. Voy a llevar a cabo una valoración de la compañía a través del método de Descuento de Flujos de Caja Libre y el método de Múltiplos, un análisis de sensibilidad con tres escenarios posibles: escenario óptimo, pésimo y normal y, compararé el precio objetivo obtenido con la última cotización para poder hacer una recomendación de compra o venta a un hipotético inversor en bolsa.

Metodología:

El proceso que he llevado a cabo en la realización de este trabajo ha sido buscar autores referentes en el mundo de las salidas a bolsa y valoración de empresas. Los autores en los que me he basado a lo largo de todo el trabajo han sido: Pablo Fernández, Tom Copeland, Juan Mascareñas y Aswath Damodaran. La información que he usado de estos autores han sido papers científicos e informes. En todo este proceso también he leído y analizado libros, artículos y páginas web de diferentes fuentes de información.

En cuanto a la información recopilada de todos los datos económicos de la compañía para proceder, posteriormente, a realizar la valoración de la misma, están sacados de las memorias anuales de la página web de Aena. También me he basado en un informe del banco J.P.Morgan. Para llevar a cabo toda la parte práctica del trabajo he utilizado la herramienta Excel.

Por último, respecto a como he citado las fuentes bibliográficas de las que he obtenido toda la información he seguido el método Harvard.

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE UNA SALIDA A BOLSA.

La bolsa es un indicador muy importante para evaluar el estado de la economía de un país. Siempre ha sido muy atractivo para las empresas el salir a cotizar a bolsa pero no todo son ventajas, también tiene alguna desventaja.

Ventajas de cotizar en bolsa para las empresas:

Cotizar en bolsa se identifica en el mercado como una garantía de solvencia, transparencia y prestigio que son algunos de los objetivos por los que las empresas quieren salir a cotizar al mercado.

- Con la entrada a bolsa la empresa consigue diversificar y abaratar los costes de sus fuentes de financiación, obteniendo así una disminución del perfil de riesgo.
- Las acciones suponen una parte del capital social de la empresa que será repartido entre un grupo numeroso de accionistas con su salida a bolsa. Esto es beneficioso, ya que en caso de que las acciones estén muy repartidas, se reduce la posibilidad que alguien de fuera controle la empresa. Hay que tener en cuenta que esta ventaja puede llegar a convertirse en una desventaja ya que se puede dar el caso de que grupos fuertes de accionistas se pongan de acuerdo y podrían llegar a tomar el control de la empresa si tienen un número importante de acciones.
- “Una de las ventajas de los mercados secundarios es la liquidez a la que dotan a los títulos que se negocian en ellos. No obstante, dado que esta

liquidez depende del volumen negociado, cabe esperar que la probabilidad de salir a bolsa aumente con el tamaño de la compañía". (Sanchis 2009)¹

- En cuanto a la imagen de la empresa, gozará de un mayor prestigio saliendo a cotizar en bolsa y además tendrá una mayor publicidad en todos los medios que informen sobre las cotizaciones bursátiles.
- La empresa y los inversores pueden saber en todo momento el valor de mercado de las acciones emitidas. Esto no sucede en una empresa que no esté cotizando. (Álvarez Otero 2001)²

También tiene **efectos positivos sobre los accionistas:**

- Proporciona liquidez a la acción a un precio objetivo permitiendo al accionista vender su participación cuando éste lo considere oportuno. Es decir, el accionista tiene la posibilidad de salirse del negocio cuando quiera.
- En algunos casos puede dar solución al problema de la sucesión en empresas familiares.
- Te da la posibilidad de tener un conocimiento a través de diversos estudios si la empresa puede tener plusvalías o minusvalías latentes. La empresa al tener la obligación de ofrecer información pública al mercado y de tener transparencia, el inversor con toda esta información se puede aprovechar y hacerse una idea de si es el momento idóneo de entrar o no.
- El accionista minoritario goza de una mayor protección ya que tiene una mayor seguridad al ser una empresa financieramente potente y con mayor acceso a información de la misma.

Desventajas de cotizar en bolsa para las empresas:

- En este apartado tenemos la ventaja que habíamos comentado anteriormente que se podía transformar en desventaja, es decir, la conjunción de varios grupos de accionistas importantes, podría acabar con la pérdida de poder de la cúpula fundadora.
- Las empresas deben dar información periódicamente a sus accionistas y al órgano que supervisa la bolsa (en España la CNMV). Además deben realizar auditorías externas y tienen que seguir una serie de normas internacionales por lo que el seguimiento y el control sobre la empresa es mucho mayor que si no cotizas en bolsa.

¹ Sanchis (2009) Factores determinantes de la salida a bolsa en España

² Álvarez Otero (2001) Distribución, características y rentabilidades iniciales de las

² Álvarez Otero (2001) Distribución, características y rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa en España

- “Costes asociados con la salida a bolsa y la cotización bursátil: con esto me refiero a todos aquellos costes asociados con el proceso de dar a conocer la compañía, preparar el folleto público, honorarios de las entidades colocadoras. Asimismo, cabría incluir los gastos de naturaleza fija por cotizar los títulos en un mercado secundario que incluyen tasas bursátiles por cotizar en el mercado secundario, los costes derivados de la preparación y difusión de la información pública de la compañía, costes de la auditoría, etc. Estos costes pueden llegar a disuadir a las compañías más pequeñas a salir en bolsa ya que pueden llegar a ser bastante elevados”.
- Como tienen que tener una mayor transparencia, estas empresas se encuentran más controladas por las autoridades y tienen que apostar por una mayor profesionalización lo que supone mayores gastos, aunque al mismo tiempo es probable que ganen en eficiencia. (Sanchis 2009)³

CONDICIONES PARA LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE ACCIONES

Para incorporarse al mercado de valores, una empresa necesita una serie de condiciones mínimas que deberán seguir de una manera estricta. Algunas de las condiciones más importantes son:

- Capital mínimo: la sociedad deberá tener un capital mínimo de 1.202.025 Euros, excluidas las participaciones individuales iguales o superiores al 25%.
- Los beneficios de la empresa que se generen en los dos últimos años, o en tres años no consecutivos dentro de un plazo de cinco años, deben de ser suficientes para poder remunerar al accionista con un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado.
- El número de accionistas con participación individual inferior al 25% del capital será al menos de 100.

Si por el contrario, se trata de una empresa pequeña, dichas condiciones sufrirían importantes cambios ya que las exigencias serían menores.

Procedimientos a seguir para la admisión a cotización de acciones

- Acuerdos societarios (Consejo de Administración, Junta General de Accionistas).
- Verificación previa de la CNMV, de los documentos acreditativos de los acuerdos y del folleto informativo de admisión.

³ Sanchis (2009) Factores determinantes de la salida a bolsa en España

Requisitos posteriores a la salida a bolsa

Las sociedades que están admitidas, tendrán la obligación de ofrecer información detallada anualmente a la CNMV y a la Bolsa, la memoria, estados financieros y auditoría de cada ejercicio completo de la empresa.

Por otra parte, y de manera provisional tendrán que remitir estados financieros trimestrales y semestrales resumidos de acuerdo con los modelos establecidos por la CNMV. Por último, en caso de que la empresa sufra algún hecho considerado de gran importancia durante un ejercicio deberá comunicarlo. (Blanco 2014)⁴

La empresa tras la salida a bolsa

Como se ha indicado anteriormente, la salida a Bolsa aporta importantes ventajas para la empresa y sus accionistas que se mantienen con posterioridad ya que podrán realizarse nuevas ampliaciones de capital que aportarán nuevos recursos financieros. Asimismo, se seguirán obteniendo los beneficios de tipo cualitativo citados con anterioridad.

Respecto a los aspectos económicos, dependiendo del proceso que siga una empresa, el coste derivado de la colocación en bolsa de una compañía puede variar. Respecto a las bolsas de valores españolas, el coste básico por la admisión es del uno por mil sobre el nominal admitido. A su vez, posteriormente es de aplicación un derecho de permanencia, que en la actualidad es el 0,045 por mil de la capitalización bursátil de la compañía.

Cabe destacar que, teniendo en cuenta el acuerdo existente entre las cuatro bolsas españolas, la admisión en más de una bolsa no conlleva ningún coste adicional, ya que las tarifas de admisión y permanencia se pagan independientemente del número de bolsas a las que se solicite la admisión. Por otro lado, los requisitos posteriores de información a las bolsas son homogéneos.

DISEÑO DE LA SALIDA A BOLSA

En el proceso de diseño hay que tener en cuenta los siguientes aspectos y tomar decisiones sobre ellos:

- **Momento de la salida:** en este apartado hay que tener en cuenta si la empresa pasa por una buena época o no, la coyuntura económica del país en el que queremos operar, el momento por el que atraviesa el mercado bursátil.
- **Porcentaje de colocación en el mercado:** se refiere a que cantidad de nuestra empresa queremos que salga a cotizar en bolsa. En este punto es muy importante el hecho de que si decides vender el 50% de la empresa o

⁴ Blanco (2014) Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones

más ya no vas a ser dueño prioritario de la compañía ya que vas a tener que compartir el poder de la cúpula financiera entre más gente.

- Sistema de salida y procedimiento de colocación: ampliación de capital, venta de acciones en cartera o de antiguos socios, venta de acciones nuevas.
- Procedimiento de valoración de la empresa y valor de la acción. Podemos utilizar diversos métodos de valoración, desde el método de los múltiplos, pasando por el método de descuento de dividendos, hasta el más utilizado que es el método de Flujos de Caja Libre.
- Identificación del accionista objetivo: institucional, privado, nacional o extranjero.
- Fijación de la horquilla del precio de salida: es muy importante el proceso del “road show” en que la empresa tiene que hablar con posibles inversores, tanto nacionales como internacionales, y llegar a un precio de salida acorde a las dos partes.
- Lugar de la colocación: mercado secundario, mercado de corros, mercado continuo.
- Naturaleza del sindicato de aseguradores y colocadores: número de participantes, relaciones entre ellos, figuras empleadas”. (IE 2013)⁵

Proceso de ejecución de una salida a bolsa

En la fase de ejecución de la salida a Bolsa es muy importante el papel de como van a actuar los sindicatos encargados de colocar las acciones que la empresa va a sacar a cotizar. Estos, deben tener la capacidad suficiente para llevar a cabo todo el proceso de la operación y desempeñar una labor de asesoramiento al emisor/vendedor en temas tales como:

- Calendario global de la operación: cual va a ser el momento ideal para realizar todo el proceso de la salida a bolsa.
- Estructura del sindicato y elección de los miembros, coordinación entre los mismos: se tiene que tratar de un conjunto compacto y muy sólido que hagan una gran labor a nivel grupal.
- Estrategia de marketing, publicidad e incentivos: es muy importante dar a conocer a los posibles inversores de cómo va a ser la salida a bolsa.
- Coordinación de la documentación, folletos y contratos.
- Al final del proceso, hay que estimar un precio razonable de salida para las dos partes, tanto la empresa como el inversor.

⁵ IE (2013) Salidas a bolsa

- Elaboración del "equity story", es decir, el modelo de negocio y la proyección a futuro que tiene la empresa, el crecimiento del mercado y la capacidad de la compañía de generar beneficios a partir de la base inicial con el cliente. Es muy importante que dicho modelo sea viable, de nada me sirve tener una proyección a futuro muy prometedora si no es nada viable y no ofrezco confianza al inversor. También hay que tener en cuenta el posicionamiento de la compañía.
- Coordinación de las visitas pre-marketing, presentaciones en mercados de capitales extranjeros ante analistas e inversores institucionales.
- Coordinación del cierre de la operación y control que el precio final tenga una buena estabilidad.

Al final, en el proceso de ejecución de la operación es preciso controlar los principales factores clave para tener éxito en una salida a Bolsa:

- Volumen de la operación.
- Porcentaje de acciones que salen a Bolsa.
- Liquidez de los títulos.
- Precio de salida.
- Elección del momento adecuado.

Debido a la complejidad del proceso, se hace muy difícil estimar un presupuesto real del coste de todo el proceso ya que en él se incluyen desembolsos debidos a comisiones, gastos y derechos, diversas tasas y cánones. (IE 2013)⁶

MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

En este apartado distinguiremos dos tipos de valoración:

Métodos patrimoniales: son aquellos métodos que nos indican el valor de lo que una empresa tiene. Por ejemplo, una mesa, una silla, etc. Dentro de este tipo de valoración existen tres maneras de hacerlo:

- **Valor contable:** es igual al total de activos menos el pasivo exigible. O, lo que es lo mismo, es igual al valor de los recursos propios.
- **Valor sustancial:** es similar que el valor contable pero poniendo todos sus valores a valor de mercado de compra En el valor sustancial tenemos en cuenta

⁶ IE (2013) Salidas a bolsa

todos los activos, incluyendo el inmovilizado intangible (marca de una empresa), etc.

- **Valor de liquidación:** es lo mismo que el valor sustancial pero a valor de venta, es decir, cuánto dinero obtendría a día de hoy si vendo todos mis activos. En este apartado incluiríamos partidas que no aparecen en balance como las indemnizaciones.

Métodos basados en rentabilidad: son aquellos métodos que nos indican la rentabilidad que se puede obtener de lo que una empresa tiene. Existen dos métodos que definimos a continuación:

- **Flujo de Fondos Libre:** es el método más utilizado para valoración de empresas. Desde el punto de vista de teoría pura debería calcularse el flujo de fondos para cada período que estime la empresa para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos, dividiendo por $(1+t)$ el flujo del primer año, por $(1+t)^2$ el flujo del segundo año y así sucesivamente hasta llegar al último año (n). El valor de la empresa quedaría compuesto por la suma de todos los valores actuales de los diversos flujos de fondos anuales. El flujo de fondos de cada período lo calcularíamos restándole al BAIT: la tasa impositiva por el BAIT, capex y las inversiones en NOF y a todo esto le sumaríamos las amortizaciones. Es el dinero que quedaría disponibles en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en NOF y activos fijos, suponiendo que no existe deuda. (Meca 2006)⁷

En el flujo de fondos libre, la tasa de descuento sería el WACC y el precio máximo que estaríamos dispuestos a pagar sería el VAN menos la deuda, tanto a corto como a largo plazo, y no tendríamos en cuenta la financiación espontánea.

FLUJO DE FONDOS LIBRE:

+ BAIT (Beneficio antes de Intereses e Impuestos)
- TASA IMPOSITIVA X BAIT
+ AMORTIZACIÓN
- CAPEX
- INVERSIONES EN NOF
= FFL

Para hacer el cálculo de la tasa de descuento: se aconseja emplear el coste promedio del capital (Weighted Average Cost of Capital) o WACC, es decir, el coste medio ponderado de los recursos. Su cálculo sería el siguiente:

⁷ Meca (2006) Valoración de empresas cotizadas

$$WACC = K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+R.P} + K_e \times \frac{R.P}{D+R.P}$$

Donde:

D = valor de mercado de la deuda.

E = valor de mercado de los fondos propios de la empresa.

K_e = rentabilidad exigida por los accionistas.

K_d = coste de la deuda.

T = tasa fiscal, el término (1-t)

Según Pablo Fernandez, “el WACC es simplemente la tasa a la que se debe descontar el FCF para obtener el mismo valor de las acciones que proporciona el descuento de los flujos para el accionista”. “El WACC no es ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida”. (Fernández 2008)⁸

Coste de los fondos propios y coste de la deuda

El coste de los fondos propios es la rentabilidad que espera un inversor cuando invierte en una compañía. La mejor manera de calcularlo sería preguntando a todos los accionistas en el caso de que sean unos pocos. Lo mejor es trabajar con rangos de valor. Y, en el caso en que la empresa tenga muchos accionistas utilizaríamos el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) que es el que se aplica en el 99% de empresas. Como dice Gordon Sapiro, sólo se puede aplicar en empresas cotizadas y que sean maduras. Su fórmula es:

$$K_c = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

El coste de la deuda es cuánto cuesta la deuda de una empresa, viene definido por el tipo de interés que la empresa debe pagar para financiarse en los mercados de deuda mediante la emisión de bonos, obtención de créditos por parte de bancos, etc. Existen tres posibles métodos para calcular K_d :

- ✓ Ir al banco y preguntar, siendo esta la mejor alternativa posible.
- ✓ A través de un cociente entre los gastos financieros y la deuda media.

$$K_d = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda media}}$$

- ✓ Sumándole al tipo de interés libre de riesgo (Euribor) que sería un valor variable, el spread bancario, que sería un valor fijo.

$$K_d = R_f + \text{spread bancario}$$

La financiación mediante deuda genera el pago de intereses, que tiene un efecto fiscal positivo para la empresa, al tener consideración de gastos fiscalmente

⁸ Fernández (2008) Métodos de valoración de empresas

deducibles. Este efecto positivo de la deuda se conoce como escudo fiscal, que viene recogido en la fórmula en el término $(1-T)$.

Un poco en la misma línea comentar como si incrementan las ventas de nuestra compañía aumentarían nuestras NOF en la misma proporción siempre y cuando el periodo medio de pago, el periodo medio de cobro y el periodo medio de apalancamiento sean constantes. En el momento en que, por ejemplo, cobremos más tarde, es decir nuestro periodo medio de cobro se vea incrementado, esto nos va a perjudicar y aumentarían nuestras NOF a un mayor ritmo que las ventas.

Una empresa es bueno que esté endeudada siempre y cuando lo tenga controlado, ya que así nuestro ROE será mayor y el valor para los accionistas también. Nuestro ROE tiene que ser mayor que el coste de equity y a menor WACC, el valor de la compañía será mayor. Al final lo que interesa a un posible inversor es que el ROE sea mayor que el WACC. Comentar que a mayores costes fijos, nuestro apalancamiento financiero será mayor por lo que vamos a necesitar incrementar nuestras ventas.

Estimación del Valor Residual:

Como nos dice Pablo Fernández: “la vida de los activos de una empresa no es infinita. Sin embargo, hablando de métodos de valoración de empresas se asume una hipótesis que dice que la vida de una compañía es indefinida. Ahora bien, es preciso decir que a partir de cierto momento la continuidad de la misma no añade valor para el accionista y la ventaja competitiva de muchos negocios tiene a desaparecer al cabo de unos años. El valor residual nos indica cuanto tiempo vamos a tener un activo. Si calculas el valor residual como una perpetuidad estas asumiendo que la empresa tiene una vida ilimitada.

Dado que en ocasiones no es posible estimar los flujos de caja libre, es necesario fijar un horizonte temporal limitado de estimación de los flujos de caja libre esperados y determinar un valor (valor residual) que refleje todos los flujos de caja libre más allá del horizonte temporal limitado de estimación. Calculas los flujos anualmente hasta que la compañía llega a madurez. A partir de ahí puedes calcular el valor residual con la fórmula de una perpetuidad porque asumes que el crecimiento va a ser constante.

La estimación del valor residual depende de una detallada valoración de la posición competitiva de la compañía al final del período cubierto por el horizonte temporal proyectado. Es por eso que, la tasa de crecimiento en el largo plazo que se utiliza para calcular el valor residual, debe ser sostenible en el tiempo y estar en línea con el crecimiento del mercado y el nivel de competitividad del mismo.

La aproximación más consistente con el modelo de descuento de flujos de caja libre (DFCF) es aquella que asume que los FCF crecen siempre a una tasa constante g y en un horizonte temporal limitado”.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año “ n ” es suponer una tasa de crecimiento constante “ g ” de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año “ n ”

aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:

$$VR_n = CF_n (1+g)/(k-g)$$

La tasa de crecimiento estable esperada (g), no puede ser superior a la tasa de crecimiento esperada de la economía en la que opera la empresa.

La elección del modelo más adecuado para la estimación del valor residual va a depender de las expectativas que tenga una empresa sobre los flujos de caja libre futuros que va a obtener dicha empresa. A su vez también dependerá de factores tales como en qué fase del ciclo de negocio se encuentra la compañía y en qué fase del ciclo económico está el país en el que opere la empresa. (Fernández 2008)⁹

- **Flujo de Fondos Disponible para el accionista:** es el flujo de fondos que queda disponible a la empresa para retribuir a sus accionistas. Este flujo se calcula a partir del flujo de fondos libre al que hay que restarle los intereses (después de impuestos), devolución de la deuda (los pagos de principal) y sumarle la nueva deuda en caso de que la haya. Es decir, es el flujo de fondos que queda disponible después de haber cubierto todas las necesidades de reinversión en NOF y activos fijos y después de haber abonado todas las cargas financieras que tuviese y de haber devuelto el principal de la deuda que tuviese.

En este caso la tasa de descuento apropiada será el coste de los recursos propios, ya que en verdad lo que se está valorando son las acciones de la empresa al haber eliminado de los flujos de fondos la carga financiera de la compañía. Respecto al precio máximo por el que estaríamos dispuestos a pagar sería el valor del VAN.

FLUJO DE FONDOS DISPONIBLES PARA EL ACCIONISTA:

FLUJO DE FONDOS LIBRE
- INTERESES PAGADOS (1-t)
- DEVOLUCIÓN DE LA DEUDA
+ NUEVAS DEUDAS
= FFDA

Como dice Pablo Fernández, “al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas. Este “cash flow” supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada período. Por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los

⁹ Fernández (2008) Métodos de valoración de empresas

accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones”.
(Fernández 2008)¹⁰

Múltiplos

Los múltiplos pueden utilizarse como aproximación en caso de que se necesite hacer una valoración muy rápida o si los flujos de fondos que hayamos calculado son muy inciertos o, también podríamos utilizarlo como contraste del valor obtenido por el método de descuento de flujos.

Una agrupación de los múltiplos de valoración concentra los siguientes indicadores:

Múltiplos basados en la capitalización de la empresa: estos múltiplos utilizan el concepto de beneficio o equivalentes para valorar la renta y el crecimiento de una empresa. Probablemente sea uno de los métodos más utilizados por los analistas financieros debido a la disponibilidad de la variable precio y a su mejor comprensión.

- **Price Earnings Ratio (PER):** es el método más utilizado en la valoración por múltiplos al considerarse una buena medida para medir el precio de una compañía en relación a su rentabilidad. Lo calcularíamos dividiendo el precio de la acción entre el beneficio por acción. Podríamos definirlo como el número de años que un inversor tardaría en recuperar su inversión en el caso de que se repartiesen todos los beneficios como dividendos y siendo los beneficios estables. Otra manera de interpretarlo sería el número de veces que vale la empresa respecto al beneficio neto del último año. El PER nos indica cuantos euros de beneficio están incluidos en el precio de la acción.

$$\text{Per} = \frac{P}{BPA_0}$$

Sin embargo, existen ciertas limitaciones a la hora de utilizar el múltiplo del PER. Cuando calculamos el PER como la división entre el precio de la acción (P) entre el BPA_0 estamos teniendo en cuenta dos variables calculadas en momentos del tiempo bastante diferentes. Por ejemplo, si yo quiero calcular el PER de una acción de Repsol el día 15 de Mayo. Lo primero que haría es comprobar el precio al que cotiza dicha acción (P), así como los últimos beneficios por acción que haya publicado Repsol que pueden ser del día 31 de Diciembre pasado, es decir más e cuatro meses de retraso.

Además el precio refleja las expectativas de futuro que tiene la empresa mientras que el BPA_0 muestra resultados pasados, pudiendo ser los resultados del precio muy buenos y los últimos resultados sobre el BPA_0 muy malos y viceversa por lo que la cifra del PER, en ocasiones, puede resultar muy engañosa. Para evitar esto, hay analistas que sustituyen el BPA_0 por el BPA

¹⁰ Fernández (2008) Métodos de valoración de empresas

estimado para el próximo año (BPA_1). De tal manera que las dos variables reflejarían expectativas futuras y calcularíamos el PER estimado: (Meca 2006)¹¹

$$\text{PER est.} = P \cdot BPA_1$$

- **Ratio Market to Book Value** (capitalización bursátil/valor contable): este ratio compara la estimación que hacen los inversores sobre el valor de la empresa con la que hace la contabilidad. Es el cociente entre el valor de mercado del capital y el valor en libros del capital. O, lo que es lo mismo, el cociente entre la capitalización de empresa y sus fondos propios. Se suele utilizar en aquellas empresas en las que sus activos que se reflejan en la contabilidad de la empresa son muy significativos en su negocio.

$$\frac{M}{B} = \frac{\text{valor de mercado de capital}}{\text{valor en libros de capital}} = \frac{\text{capitalización}}{\text{fondos propios}}$$

- **Precio/cash flow:** este ratio es similar al PER en el cálculo y en su utilización. La finalidad de utilizar en el denominador el “cash flow” en vez del beneficio por acción es porque tiene una mayor objetividad y comparabilidad, ya que el “cash flow” trata de medir lo que genera la empresa eliminando las correcciones de valor correspondientes.

Múltiplos basados en el valor de la empresa (EV), entendido como la suma de la capitalización bursátil más la deuda neta e intereses minoritarios.

- **EV/EBITDA:** es uno de los ratios más utilizados por los analistas después del PER. Exceptuando a las empresas financieras, es utilizado por la totalidad de las empresas cotizadas. El “Enterprise Value” es igual a la capitalización bursátil de la compañía más la deuda y “EBITDA” es el beneficio de la empresa antes de impuestos, deterioros, amortizaciones e intereses, evitando así las distorsiones provocadas por distintas estructuras financieras y políticas fiscales. Este ratio es comparable entre empresas de distintos países al no tener en cuenta gastos que son fácilmente manejables por las propias compañías como es el caso de las amortizaciones.
- **Múltiplo de ventas:** (Capitalización bursátil + deuda)/Ventas. Se aconseja su utilización en el caso de empresas en sectores maduros y de márgenes estables.

Múltiplos referentes al crecimiento de la empresa: estos múltiplos permiten dar una mejor visión del futuro de una empresa y anticipar los movimientos bursátiles.

- **Price Earnings Growth (PEG):** se calcula dividiendo el PER entre la tasa de crecimiento esperada en beneficios (g). Resuelve el inconveniente que tenía el método PER ya que, además de considerar las variables del precio y beneficio

¹¹ Meca (2006) Valoración de Empresas Cotizadas

por acción, también tiene en cuenta la tasa de crecimiento que va a tener una empresa durante un plazo determinado de tiempo.

$$PEG = \frac{PER}{g}$$

- **EV/EG:** este ratio es el cociente entre el “Enterprise Value” y EBITDA todo ello a su vez dividido por tasa de crecimiento (g) por lo que dicho ratio compara el valor de la compañía con la tasa de crecimiento de beneficio antes de impuestos, amortizaciones e intereses.

$$\frac{EV}{EG} = \frac{EV/EBITDA}{g}$$

Ventajas e inconvenientes de la utilización de múltiplos en valoración de empresas:

✓ **Ventajas:**

- **Utilidad:** pueden proporcionar información muy valiosa respecto del valor de una empresa.
- **Disponibilidad:** cálculo sencillo y amplia disponibilidad de información.
- **Relevancia:** los múltiplos se basan en datos estadísticos clave que utilizan gran parte de los inversores
- **Comprensión:** los cálculos que se realizan son fáciles de comprender y el resultado obtenido es sencillo de interpretar. Esto ayuda a explicárselo correctamente al cliente y que éste sea capaz de entenderlo.

✓ **Inconvenientes:**

- **Estático:** no tiene en cuenta la evolución de los mercados y como esto va a afectar a la empresa ya que se concentra en un momento concreto en el tiempo.
- **Dificultad de compararlos entre ellos** debido a que los múltiplos difieren entre sí dificultando así su comparación.
- **Manipulable:** existe una falta de transparencia lo que hace más fácil que puedan llegar a ser manipulados.
- **Simplista:** concentra el resultado de varios generadores en una única cifra, lo que dificulta saber el efecto que tendría cada uno de ellos individualmente. (Mascareñas, Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas 2011)¹²

¹² Mascareñas (2011) Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas

El modelo de descuento de los dividendos

Las acciones, al tratarse de un activo financiero, pueden ser valoradas en función de los flujos monetarios (derechos de suscripción, dividendos, ...) que se espera obtener desde el momento en que los compramos en adelante.

El modelo de descuento de los dividendos caracteriza el precio de una acción como el valor actualizado de sus dividendos futuros, generalmente por un periodo limitado de tiempo que llamaremos "n", más el valor residual de la empresa al final de dicho período.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPA_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

Donde:

P_0 = el precio de la acción en el momento de la evaluación.

DPA_t = son los dividendos esperados por acción en el año "t" para (t=1,2,..., n).

P_n = es el precio de la acción esperado al final del período considerado.

k= es la tasa de actualización que incluye el riesgo y consideramos que es constante.

n = es el número de años tomados en consideración.

Este modelo entiende el valor de una empresa teniendo en cuenta solamente una variable, no pudiéndolo aplicar a aquellas empresas que no reparten dividendos o empresas que lo hacen pero de manera muy irregular en el tiempo complicando gravemente sus cálculos. Es por ello, que existe un modelo llamado el modelo básico de Gordon Shapiro que simplifica la ecuación anterior asumiendo que los dividendos crecen a una tasa constante que llamaremos "g". Dicho modelo solo tiene sentido si $k > g$, algo a priori normal si se dan las circunstancias normales de mercado. (Mascareñas, Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas 2011)¹³

$$P_0 = \frac{DPA_1}{k-g}$$

El valor actual neto (VAN)

El valor actual neto de una inversión se define como el valor actualizado de la corriente de los flujos de caja que ella promete generar a lo largo de su vida. El VAN lo que realmente nos indica es si el proyecto de inversión crea o destruye valor. Si lo enfocamos desde un punto de vista de valoración de empresa el VAN nos indicaría el precio máximo por el que estaría dispuesto a pagar un posible inversor.

El valor actual consiste en actualizar todos los flujos de caja esperados para lo que utilizaremos un tipo de descuento del "k" por uno, que es el coste de oportunidad

¹³ Mascareñas (2011), Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas

del capital empleado en el proyecto de inversión. Una vez actualizados los flujos de caja les restaremos el valor del desembolso inicial que la empresa haya llevado a cabo (D), por eso se llama Valor Actual Neto. La expresión general del VAN es:

$$\text{VAN} = -D + \frac{FC_1}{(1+K)^1} + \frac{FC_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+K)^n}$$

Teniendo en cuenta este criterio, diremos que cuando el $\text{VAN} > 0$ aceptaríamos el proyecto ya que nos está indicando que obtendríamos unos ingresos de la cantidad del VAN más el porcentaje de la tasa de descuento por encima de lo que otras inversiones semejantes en plazo y en riesgo.

Por el contrario si obtuviéramos un $\text{VAN} < 0$ no aceptaríamos el proyecto ya que incurriríamos en pérdidas.

Siguiendo este criterio, diríamos que entre diferentes alternativas de inversión son preferibles aquellas cuyo VAN sea más elevado porque serán los que mayor valor aporten a la empresa.

HISTORIA DE AENA (Aena 2014)¹⁴

Perfil:

La compañía de Aena es el gestor de aeropuertos más grande a nivel mundial con alrededor de 200 millones de pasajeros en el año 2014. En los últimos tres años pasaron en torno a medio millón de pasajeros por los aeropuertos españoles. En la actualidad la compañía lleva la gestión de 46 aeropuertos y 2 helipuertos en España, y tiene una participación activa en 15 aeropuertos en todo el mundo a través de su filial Aena Internacional (12 en México, 2 en Colombia y uno en Reino Unido, el de Londres-Luton, del cual recientemente se ha hecho con el 51% de su gestión).

La manera de gestionar de esta empresa es de un modelo en red y lleva la gestión de numerosos aeropuertos y todos ellos guardan alguna diferencia entre sí. De esta manera, se puede minimizar costes a través de economías de escala y sinergias.

¹⁴ Aena (2014) Historia de Aena

Figura I: Distribución del tráfico de pasajeros por área geográfica.

Aena Aeropuertos en cifras

Principales magnitudes

47 aeropuertos y 2 helipuertos en España en 2012

2 aeropuertos entre el Top Ten de aeropuertos europeos: Madrid-Barajas y Barcelona-El Prat

194,2 millones de pasajeros gestionados en España en 2012

2.598,5 millones de euros de ingresos ordinarios en 2012

8.447 empleados*



*A 31 de diciembre de 2012

**No incluye España

Fuente: Aena, S.A.

En el gráfico podemos apreciar como el gestor de aeropuertos está presente en todo el mundo. El mayor porcentaje de pasajeros que utilizan los servicios de Aena es en Europa con 58,3 %. Seguidamente estaría España con un porcentaje también bastante destacado de un 34,6%, siendo estas dos áreas geográficas las más transitadas por los pasajeros de Aena.

Entre Latinoamérica y Norteamérica coparían un 5 % del total de pasajeros y finalmente estarían África, Oriente Medio y Asia Pacífico con un 2,2 % entre los tres.

Historia:

Respecto a la creación de la compañía de Aena, está ligada al proceso de liberalización y acceso al mercado que tuvo lugar en los últimos años de los ochenta en el sector del transporte aéreo en toda Europa.

Aena se forma a través del artículo 82 de la Ley 4 del año 1990 de Presupuestos Generales del Estado, siendo su fecha de constitución oficial el 19 de junio de 1991.

Desde la fecha de su creación, la compañía goza de personalidad jurídica propia y tiene suficiente capacidad, tanto pública como privada, para llevar a cabo su gestión. Siguiendo en la misma línea, Aena a la hora de realizar las funciones públicas se tendría que regir por la legislación pública. Sin embargo, todo lo que se refiere a sus relaciones patrimoniales y procesos de contratación se regirían por el ordenamiento jurídico privado.

Las directrices de actuación del nuevo ente se regularon a través del Gobierno de la mano del Ministerio de Transportes, Turismo y Comunicaciones. Actualmente es el Ministerio de Fomento quien se encarga de realizar las gestiones relacionadas con la red de aeropuertos españoles, las instalaciones y redes de ayuda a la navegación aérea y el control de la circulación aérea.

El comienzo de la prestación de servicios tiene como fecha el 2 de noviembre de 1991 y tiene que ver con las funciones correspondientes a la gestión de los aeropuertos españoles, y justo un año más tarde en materia de navegación aérea. Desde dicha fecha, la gestora de aeropuertos ha desarrollado durante toda su trayectoria mejoras continuas que le han permitido adaptarse a todo tipo de cambios que ha habido en su entorno y ha logrado situar a los aeropuertos españoles en las primeras posiciones dentro del entorno que nos rodea. También, es capaz de liderar los sistemas de gestión en lo que se refiere al control de circulación en el ámbito internacional.

Con la introducción de Aena en el mercado de transportes aéreos, ha conseguido modificar todo lo referido a la prestación de servicios de asistencia en tierra. Esto ha tenido un efecto inmediato en la mejora de la calidad de las compañías aéreas y un importante decrecimiento de los costes.

Nuevas infraestructuras

A lo largo de toda la trayectoria de la compañía, siempre ha tenido muy presente el incorporar mejoras todos los años y conseguir realizar nuevos proyectos. Algunos de los más destacados han sido:

El acuerdo Schengen hizo que las instalaciones aeroportuarias tuviesen que adecuarse a una serie de medidas y sufrieron así una remodelación de las infraestructuras hasta el momento existentes.

Durante la década de los años noventa, Aena sufrió un cambio muy radical en la manera de gestionar sus estructuras ya que tuvo que adecuarse a un modelo empresarial totalmente nuevo.

Aena llevo a cabo un cambio radical en la cultura de cómo gestionar el uso de los aeropuertos, aprovechando la construcción de nuevos centros comerciales y prestándolos al servicio de quien estuviese interesado de disfrutar de ellos a cambio de un precio.

Tras las mejoras de 1992, el gestor de aeropuertos afrontó una profunda remodelación de los aeropuertos de Palma de Mallorca y Madrid-Barajas, a la que siguieron la práctica totalidad de los aeropuertos de la red que se vio incrementada con la apertura de los nuevos aeropuertos de La Gomera y León.

Al comienzo del siglo XXI, Aena incorporó a sus filas tres aeropuertos en Colombia y doce aeropuertos en México, lo cual fue un avance muy importante para la compañía en el ámbito internacional.

La finalización en los últimos años de las actuaciones del Plan Barajas, el Plan Barcelona y el Plan Málaga, han supuesto la mejora y ampliación de los tres aeropuertos más importantes del ámbito peninsular y han estado acompañados de la apertura al tráfico aéreo de los nuevos aeropuertos de Logroño, Albacete,

Aena y Enaire

A través del acuerdo al que llegó el Consejo de Ministros el 25 de febrero de 2011, se creó la sociedad mercantil Aena Aeropuertos, como desarrollo del Real Decreto Ley 13, de 3 de diciembre de 2010, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y creación de empleo.

Por Orden Ministerial de 7 de junio de 2011, se llegó al acuerdo de iniciar la actividad de Aena Aeropuertos, S.A., por el cual se le asignan una serie de funciones y obligaciones que la compañía realizaba en todo lo relacionado con la gestión y explotación de los servicios aeroportuarios.

En el año 2013, la compañía realiza dos importantes adquisiciones. En la primera, adquiere el 66% del capital de Aerocali, donde ya tenía el 33% por el que pasa a tener el 99% del total. Se trata del tercer aeropuerto más grande de Colombia con una importante afluencia de pasajeros. En cuanto a la segunda adquisición, adquiere el 11% del aeropuerto de Luton, del que ya disponía el 40% por el que pasa a ser inversor prioritario teniendo más del 50% del capital del aeropuerto.

Mediante el Real Decreto Ley 8, de 4 de julio de 2014 se ha producido el cambio de denominación de la sociedad mercantil Aena Aeropuertos, S.A., que ha pasado a denominarse Aena, S.A.

A su vez, la entidad pública empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea, Aena, ha pasado a denominarse Enaire.

Enaire continúa con la misma naturaleza y régimen jurídico previsto para Aena, ejerciendo solo las competencias en todo lo relacionado con la navegación y el espacio aéreo, además de la coordinación operativa nacional e internacional de la red nacional de gestión del tráfico aéreo.

Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea se convirtió en Enaire, la cual asumió el 100% de las acciones de Aena y coordinó la operación de privatización del 49% de su capital, que culmina el día 11 de febrero con la salida a cotización a Bolsa.

PROCESO DE VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA

Según Juan Mascareñas la valoración de una compañía es un proceso que se compone de una serie de pasos:

- ✓ Conocer la empresa y su cultura organizativa: implica conocer el personal de la empresa, como éstos afrontan y resuelven cualquier problema que les pueda surgir.
- ✓ Conocer el quipo directivo: quien compone el equipo directivo de la empresa y cuales son los valores que les caracterizan a cada uno, la forma de trabajar que tienen.
- ✓ Conocer el negocio y su entorno: quienes son sus proveedores, que perfil de clientes tienen, características de sus competidores. Si la empresa goza de una buena salud financiera y que evolución ha tenido en el tiempo. Hacer un análisis del sector en el que opera y estudiar la situación económica general de dicho sector en que la empresa centra sus actividades. Estudiar cual es su “business plan” y que viabilidad tiene de cumplirlo o no.
- ✓ Prever el futuro: lo que queremos saber con esto es el valor de la empresa en relación a los flujos de caja que se estima genere en el futuro. Para calcularlo, será necesario utilizar diferentes métodos de valoración de empresas y hacer proyecciones a futuro.
- ✓ Conclusión: consiste en matizar los resultados obtenidos durante todo el proceso de valoración de una empresa y a raíz de los datos obtenidos poder sacar una conclusión final adecuada al objetivo inicial que teníamos al realizar la valoración de empresa.

Es muy importante saber identificar correctamente cual es el plan de negocio de una empresa y así poder saber si la empresa va a generar suficiente liquidez para que su rentabilidad sea mayor al coste de capital. Es decir, el análisis de las empresas que no obtienen beneficios y generan flujos de caja negativos hay que fijarse en la capacidad de la empresa en crear valor. Al final lo que interesa a un posible inversor es si la empresa tiene el potencial o no de generar ingresos y si tiene capacidad de transformar dichos ingresos en flujos de caja para los accionistas. (Mascareñas, Metodología de la valoración de las empresas de Internet 2001)¹⁵

¹⁵ Mascareñas, (2001) Metodología de la valoración de las empresas de Internet

Valor y precio:

Como decía Antonio Machado “solo el necio confunde el valor con el precio”.

En general, una empresa tiene distinto valor dependiendo de quién sea el comprador y el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad de dinero a la que después de una negociación, acuerdan ambas partes en llevar a cabo la operación de compraventa de una empresa. Lógicamente el vendedor va a tratar de que el valor de su empresa sea el más alto posible mientras que la figura del comprador va a tratar de conseguir que el valor de dicha empresa sea el menor posible para así poder obtener la mayor rentabilidad posible en el futuro. Esta diferencia en el valor de una empresa se puede dar por diversas causas: distintas percepciones entre comprador y vendedor sobre el futuro del sector en el que opera la empresa, distintos objetivos y estrategias, economías de escala, etc.

Entonces, si pensamos que el precio que nos piden está por encima de lo que nosotros consideremos que vale la empresa (valor) , no la compraríamos y en caso contrario pues nos interesaría comprar ya que consideramos que esa empresa esta infravalorada por la que creemos que le podemos sacar una rentabilidad.

El valor real es activos menos deuda. En un principio un activo vale lo que va a generar en un futuro. Al final tenemos dos partes que son: el vendedor y el comprador. Al vendedor le interesará que el valor de mercado sea lo más bajo posible y al comprador, por el contrario, le interesará que sea lo más alto posible.

Una valoración de empresa se realiza por motivos muy diversos:

- ✓ Operaciones de compraventa: el comprador va a saber cuál es el precio máximo a pagar y el vendedor el precio mínimo por el que debe vender.
- ✓ Valoración de empresas cotizadas en bolsa: para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado
- ✓ Salidas a bolsa: a través de la valoración de la empresa que quiera salir a cotizar en bolsa vamos a poder obtener un precio objetivo que va ser el precio al que se van a ofrecer las acciones al público. Este es el motivo que me ha llevado a realizar la valoración de empresa de Aena que más tarde explicaré en detalle.
- ✓ Herencias y testamentos: la valoración nos va a permitir comparar las acciones con el de los otros bienes.
- ✓ Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: valorando una empresa y sus líneas de negocio podemos saber si es más rentable seguir en el mercado, abandonar, fusionarse, potenciar la postura en el sector, etc.

RECIÉN LLEGADOS A LA BOLSA

Euskaltel ha sido la sexta empresa en debutar en Bolsa en 2015, después de Aena, Saeta, Naturhouse, Cellnex y Talgo. Entre las seis empresas ocupan un valor bursátil conjunto alrededor de los 20.000 millones de euros. Otras dos compañías podrían salir a cotizar a bolsa, con lo que sería el mejor año en OPV desde el año 2007.

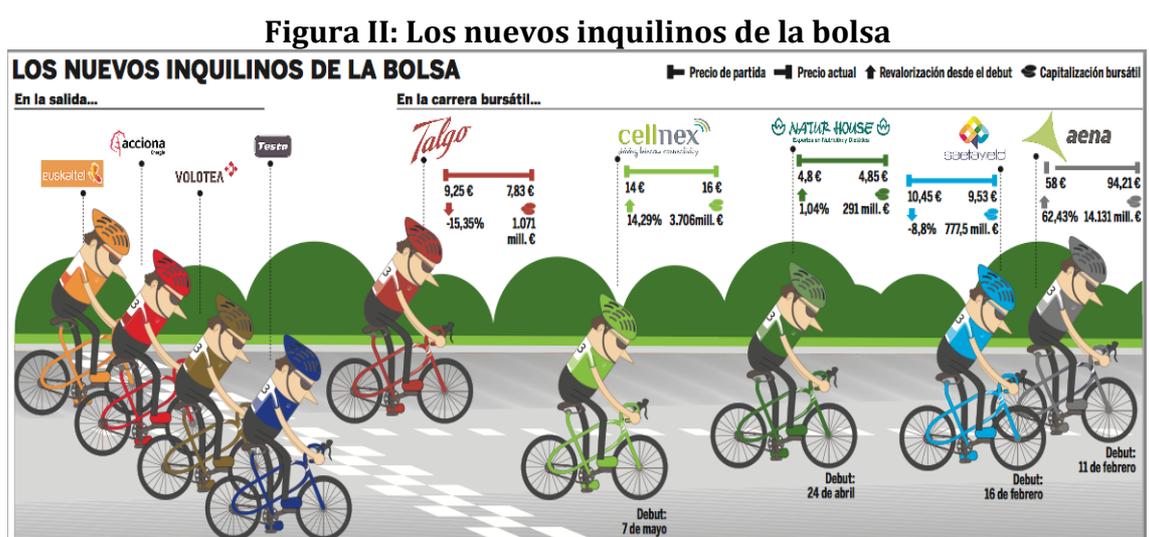
El caso más exitoso de las OPV de este año es el de la compañía Aena, que obtiene una rentabilidad del 62,43% desde que el 11 de febrero debutase en Bolsa. El buen funcionamiento de su negocio sumado al gran crecimiento del tráfico aéreo en los últimos meses, han impulsado la cotización de la compañía.

Cellnex, filial de Abertis, también ha sacado partido a su andadura bursátil: desde su debut, el 7 de mayo, sube entorno a un 14,29%.

Naturhouse acumula un escaso 1,04% desde que debutara el 24 de abril. Su negocio viene de la mano de la buena marcha económica, tanto la española como la de Europa, por su presencia en países como Francia e Italia.

Por su parte, las empresas Saeta y Talgo han debutado en el mercado acumulando caídas, de entre el 8% y el 16%. Saeta Yield, filial de renovables de ACS decrece en un 8,8% desde que el 16 de febrero saliera a Bolsa. Su rentabilidad por dividendo, entorno al 7% es de las más elevadas del Mercado Continuo, pero su negocio y su tamaño (800 millones de capitalización bursátil) le hace tener importantes riesgos.

Y Talgo, ha sido la última compañía en salir a Bolsa, el 7 de mayo, con un registro del 15,35% negativo desde entonces. (Esperanza 2015)¹⁶



Fuente: D.Esperanza

¹⁶ Esperanza (2015) Así son los recién llegados a la bolsa

En el gráfico podemos observar claramente como la gestora de aeropuertos, Aena, se encuentra en la primera posición del pelotón de las empresas que han debutado en bolsa recientemente. Se puede apreciar como ha sido la compañía que más ha subido el precio de su acción desde su ingreso en la bolsa española con una rentabilidad del 62,43% y una capitalización bursátil de alrededor de los 14.000 millones de euros.

Seguidamente irían las cinco empresas que le acompañan a Aena en su carrera bursátil. Éstas son Cellnex, Talgo, Saetayield, Naturhouse y Euskaltel en orden de mayor a menor capitalización bursátil.

En la cola del pelotón encontraríamos a las tres empresas que tienen la intención de salir a cotizar en bolsa a lo largo de este año que son: la filial de renovables de Acciona, la aerolínea de bajo coste Volotea y la filial patrimonial de Sacyr, Testa.

CUANDO SE INCORPORÓ AENA AL IBEX 35 Y RAZONES POR LAS QUE LO HIZO

Aena se incorporará al principal indicador de la Bolsa española, el Ibex 35, a partir del cierre de la sesión del viernes 19 de junio, con efectos desde el lunes 22 de junio.

La decisión la tomó el pasado 9 de junio el Comité Asesor Técnico del Ibex 35 de acuerdo con las normas técnicas para la composición y cálculo de los Índices Ibex y viene a confirmar las previsiones que existían de que este Comité realizaría cambios en el índice teniendo en cuenta los volúmenes y la capitalización de los valores de los últimos seis meses.

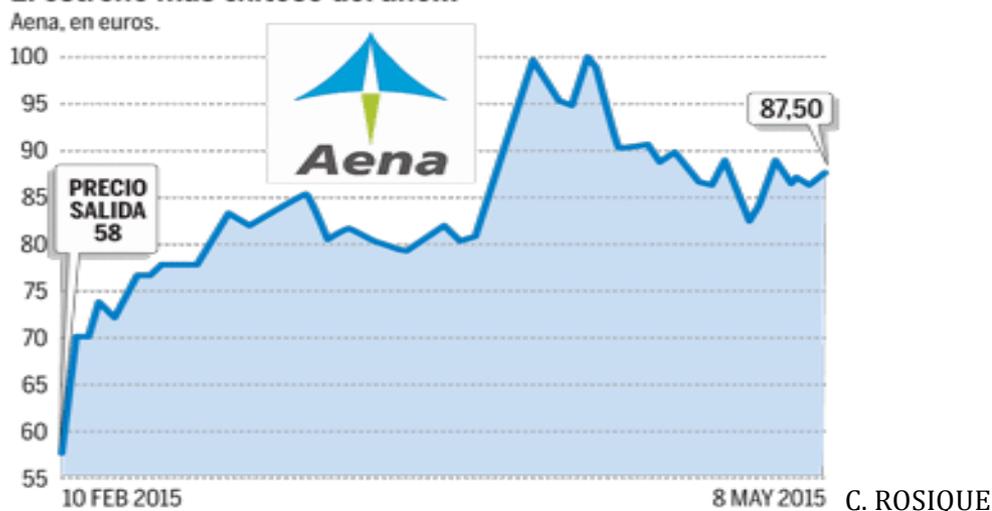
A la hora de decidir la composición del Ibex, el Comité computa el volumen de contratación en euros en el mercado de órdenes durante el periodo de control, que en este caso incluye de diciembre de 2014 a mayo de 2015.

Son varias las razones que hicieron a Aena entrar a formar parte del selecto grupo de las 35 mayores empresas por capitalización.

Desde su salida a Bolsa el pasado 11 de febrero, Aena se convirtió en la clara favorita para formar parte de las mayores empresas cotizadas españolas y pronto se situó en la séptima posición por volumen negociado acumulado en los últimos seis meses. Asimismo, tras haber subido más del 60% desde su debut, su capitalización bursátil excede ampliamente el nivel exigido para la inclusión en el índice, siendo la capitalización bursátil de la compañía alrededor de los 15.000 millones de euros. Además su volumen medio de negociación es muy superior al del resto de candidatos que luchaban por hacerse con un hueco en el IBEX 35.

Figura III: Evolución del precio de la acción de Aena

> El estreno más exitoso del año...



En el gráfico podemos ver la evolución del precio de Aena desde que salió a bolsa un 11 de Febrero a un precio de 58 euros hasta el día 8 de Mayo en el que el precio de la acción se sitúa en 87,50 euros habiendo alcanzado en algún momento un precio alrededor de los 104 euros por acción.

Durante la primera Junta General de Accionistas de Aena, celebrada el pasado 3 de junio, el presidente y consejero delegado de Aena, José Manuel Vargas, ya anticipó que la compañía podría incorporarse al Ibex 35 en ese mismo mes.

Mientras tanto, las restricciones salariales en Aena están provocando una desbandada de altos directivos. Y del equipo que dirigió la OPV y dio la cara ante los inversores, sólo queda su presidente José Manuel Vargas Gómez.

¿Posibilidad de que el IBEX 35 pase a ser IBEX 36?

Los cuidadores del IBEX llegaron a barajar la posibilidad de que el índice en vez de albergar a 35 empresas, este año podría haber estado compuesto por 36 valores y celebrar una reunión extraordinaria posteriormente para excluir a una segunda empresa. Se llegó a hablar mucho de la compañía Jazztel.

Se hablaba de Aena y Acerinox como empresas que iban a entrar a formar parte del citado índice y de BME como la compañía que abandonaría, por lo que el IBEX pasaría a formar parte de 36 empresas. Este caso ya se había dado en una ocasión en diciembre de 2011, cuando tuvieron claro que debían incorporar a la empresa Dia y pospusieron la expulsión de otro valor, al considerar que los volúmenes estaban distorsionados por la prohibición de posiciones cortas.

Al final se mantuvieron las empresas que entraban con éxito en dicho índice y la compañía Acciona se unió a BME como aquellas que abandonaron el IBEX 35.

Desde el día 25 de Junio el IBEX 35 pasó a estar compuesto por 34 empresas saliendo definitivamente del índice la empresa Jazztel.

Día del debut en el IBEX 35

El día del debut del gestor de los aeropuertos en el IBEX 35 cerró con una subida del 1,2%, a 95,9 euros por acción.

Aena acumula una ganancia del 65% desde su estreno en Bolsa el pasado 11 de febrero, fecha en la que debutó a 58 euros por acción. Su capitalización bursátil asciende a los 14.385 millones de euros.

Perfil del inversor de Aena

El perfil de un inversor que mejor se adaptaría a quien quiera invertir en la compañía Aena sería un perfil conservador. "El gestor de aeropuertos es un valor adecuado para inversores que buscan negocios defensivos, pero con crecimiento, como Ferrovial y Abertis, tiene la posibilidad de crecer con nuevos aeropuertos".

"Llegó a ofrecer una rentabilidad por dividendo de más del 3%, sin embargo la gran subida que ha sufrido desde entonces ha diluido ese retorno. Sería una alternativa interesante a precios más bajos" según Nicolás López, director de análisis de M&G Valores. (C.Rosique 2015)¹⁷

Rating de Aena

Las agencias de calificación de riesgos Moody's y Fitch han asignado a Aena una nota de Baa1 y BBB+, respectivamente (aprobado alto), ambas con perspectiva estable, en la primera valoración crediticia al gestor aeroportuario.

Según ha informado la compañía en un comunicado, estas calificaciones "confirman la solvencia de la empresa, y superan el objetivo de calificación que se había marcado".

La puntuación de las agencias, según Aena, se basa en la "alta proporción del tráfico internacional que gestiona la compañía, así como su eficiencia operativa y la calidad de las infraestructuras".

La compañía ha destacado también como factores positivos su "elevada capacidad de generación de caja y las tarifas aeroportuarias competitivas". (EFE 2015)¹⁸

Compañías con más participaciones en Aena

Con la salida a bolsa de Aena la privatización ha sido parcial y no supuso la pérdida del control mayoritario por parte del Estado. Se realizó una venta de hasta un 49% del capital menos una acción por la que el Estado recaudó unos 4.263 millones de euros. Dicho porcentaje se repartió en un 28% a partir de una oferta pública de

¹⁷ C.Rosique (2015) Salidas a bolsa: cuál se adapta mejor a cada perfil de inversor

¹⁸ EFE (2015) Moody's y Fitch otorgan a Aena un aprobado alto en su primera calificación

venta (OPV) y un 21% con destino a la formación de un núcleo estable de accionistas de referencia.

Respecto a la venta del 28%, las principales entidades que controlan el 18,17% del capital de Aena en el mercado, son tres entidades bancarias internacionales y dos fondos:

- ✓ Fondo británico **The Children's Investment Fund Management (TCI)**: cuenta con un 7,714% en el capital de Aena, consolidándose como segundo accionista, a través de su filial TCI Luxembourg (4,4%) y Talos Capital Limited (3,314%).
- ✓ Por su parte, Bank of America Corporation controla el 2,305% del capital de Aena, equivalente a 3,45 millones de títulos, a través de Merrill Lynch International, y **Morgan Standley** ostenta el 3,617% del capital (5,42 millones de títulos). Por su parte, el fondo Fidelity International Limited cuenta con el 1,341% del capital (2,01 millones de acciones).
- ✓ HSBC Holdings posee una participación del 3,2% en Aena, convirtiéndose en el cuarto accionista del gestor de los aeropuertos españoles. La matriz del grupo financiero británico HSBC adquirió 4,8 millones de títulos de Aena, representativas del 3,202% del capital, un paquete accionarial valorado en 392,5 millones de euros. (Navas 2014)¹⁹

PROYECCIÓN DE CUENTAS DE AENA

Lo primero que he hecho ha sido recoger toda la información de las cuentas anuales consolidadas de los ejercicios que van desde el año 2011 al año 2014. En ellas se recoge toda la información sobre los estados financieros de la empresa de dichos años. Me he fijado tanto en el balance de situación como en la cuenta de pérdidas y ganancias.

A continuación he hecho una proyección de cinco años que abarca desde el año 2015 al año 2019 con el fin de hacer una estimación de cómo se va a encontrar la compañía en el futuro. Para llevar a cabo dichas estimaciones he tenido en cuenta tanto las variaciones relativas como absolutas entre los distintos años y la tasa de la inflación, a parte de varios informes de diferentes bancos y de la memoria de la propia compañía.

Ventas

La variable de ventas he estimado que la empresa iba a ver incrementada dicha partida alrededor de un 8 % anual. Las razones que me han llevado a estimar dicho porcentaje han sido:

¹⁹ Navas (2014) Aena venderá un 28% con una OPV en bolsa y un 21% entre socios de referencia

- El impacto positivo que ha tenido sobre los ingresos aeronáuticos la adecuación a mercado de las tarifas y la nueva tarifa de meteorología.
- La mejoría del tráfico con un crecimiento de las operaciones entorno al 2,5% y de los pasajeros tanto en ruta como en los aeropuertos del 5%.
- La firma de nuevos contratos a largo plazo por parte de Aena, con especial mención al contrato de World Duty Free Group, la ampliación y remodelación de los espacios destinados a la actividad comercial, y el diseño de un nuevo plan de negocio de la gestión de los aparcamientos. Todos estos servicios permite incrementar la partida de ingresos tanto dentro como fuera de las terminales.
- La compra del 11% del aeropuerto de Luton situando la participación de Aena en un 51%, le permite incrementar sus ingresos en el ámbito internacional.
- Al encontrarnos en una fase del ciclo económico en el que los tipos de interés están muy bajos, apenas existe inflación y encontrarnos en una política monetaria expansiva, esto provoca una reducción en los precios, incentivando a los consumidores a comprar.
- El haber entrado a cotizar en el IBEX 35 va a ser un impulso muy importante y le da un salto de gran calidad y prestigio por lo que los clientes van a confiar más en sus servicios y van a querer hacer uso de ellos.

Activo corriente

Debido a que las ventas van a sufrir un incremento del 8%, el Activo Corriente (Existencias, clientes y efectivo y equivalente al efectivo) también variarán en la misma proporción.

Gastos

Basándome en los datos históricos que he conseguido sobre otros gastos en Aena desde el año 2011 hasta el año 2014, he estimado que incurrirá en mayores gastos (5%) debido a que va a incrementar sus ingresos por lo que va a necesitar más gastos de personal, mantenimiento, vigilancia privada, etc.

Sin embargo se va a ver incrementada la partida de gastos en menor porcentaje que el de sus ventas debido a que en los últimos tres años ha implantado medidas de eficiencia y operativas que le han permitido reducir sus gastos en un 5,1% de media. También ha sufrido una mejora importante gracias a nuevas medidas de provisiones de riesgos e insolvencias de clientes.

En cuanto a los **aprovisionamientos**, ha sufrido una disminución del gasto del 8% que representa un ahorro de 15,7 millones de ahorro frente a 2013, como consecuencia principalmente de la finalización del proceso de liberalización del servicio de control de tránsito aéreo en 12 torres supone, que ha supuesto un ahorro neto de 22,6 millones de euros. Estos menores costes han compensado el nuevo gasto por el servicio de meteorología.

Respecto a la **amortización** del inmovilizado ha ascendido a 814,8 millones de euros y se ha reducido respecto al 2013 en 2,9 millones de euros (-0,4%). Si se excluye la amortización del segmento internacional que aumenta debido al gasto incurrido por Luton (13 millones de euros) la amortización se hubiese reducido en 15,9 millones de euros (-1,9%) debido a la finalización de la vida útil de algunos activos, al cambio de vida útil de las pasarelas (de 12 a 22 años) y al descenso del volumen de inversión que no supone incrementos interanuales del gasto.

Hablando del **deterioro** del inmovilizado ha ascendido a 9,9 millones de euros, debido principalmente al deterioro de valor de terrenos sin previsión de explotación en los próximos años en los aeropuertos de Barcelona y Valencia, que ha sido parcialmente compensado por la venta de inmovilizado que ha sido objeto de renovación. En 2013 se registraron 56,1 millones de euros como consecuencia de la reducción del Plan de Inversiones para los próximos años.

Activo No Corriente

El Activo No Corriente verá incrementado sus activos en un porcentaje pequeño, alrededor del 3%, debido a los datos históricos que he obtenido con una media del 0,3% y también al plan de reducción del volumen de inversiones que pretende llevar a cabo Aena.

Deuda financiera

En cuanto a la deuda financiera, tanto a corto plazo como a largo plazo, que tiene Aena he estimado que ambas van a verse reducidas en un 3% y 7% respectivamente. Las razones que me han llevado a hacer dicha estimación han sido:

- ✓ Basándonos en datos históricos la deuda financiera de Aena en los últimos años se ha visto reducida de una manera bastante importante.
- ✓ El objetivo del ministerio de Fomento es reducir la deuda hasta llegar a la cifra de 8.000 millones al cierre del año 2015, aunque según mis estimaciones creo que esto no va ser posible y conseguirán llegar a dicha cifra hacia finales del año 2017.

Necesidades Operativas de Financiación

Como consecuencia de un mayor peso de la partida de clientes sumada a las existencias frente a la de proveedores, las Necesidades Operativas de Financiación continuarán teniendo signo positivo, cada vez en mayor cuantía. He estimado que crecerían a un ritmo constante del 8%, en el mismo porcentaje que las ventas. Esto es normal dado el sector en que AENA desarrolla su actividad.

De ese modo, las Necesidades Operativas de Financiación serían las siguientes para el periodo comprendido entre 2015 Y 2019:

Figura IV: Evolución de las NOF

NOF	2015	2016	2017	2018	2019	%
Proveedores	615.435	664.670	717.843	775.271	837.292	8%
Clientes	653.999	706.319	762.825	823.851	889.759	8%
Existencias	4.991	5.390	5.821	6.287	6.790	8%
NOF	43.555	47.040	50.803	54.867	59.256	8%

VALORACIÓN DE AENA

Como resultado de todo el análisis previo unido a la proyección de las cuentas que afectan a pérdidas y ganancias, llegamos a la siguiente estimación de dicha cuenta:

Figura V: Proyección de las cuentas de pérdidas y ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2016	2017	2018	2019	%
Ventas	3.322.128	3.587.898	3.874.930	4.184.924	4.519.718	8%
Costes	- 546.338	- 573.654	- 602.337	- 632.454	- 664.077	5%
Margen Bruto	2.775.790	3.014.243	3.272.592	3.552.470	3.855.641	9%
Otros gastos	- 799.080	- 839.034	- 880.986	- 925.036	- 971.287	5%
Resultado operativo (EBITDA)	1.976.710	2.175.209	2.391.606	2.627.434	2.884.354	10%
Amortizaciones	- 839.296	- 864.474	- 890.409	- 917.121	- 944.634	3%
Depreciaciones	- 10.225	- 10.532	- 10.848	- 11.173	- 11.508	3%
Resultado de explotación (EBIT)	1.127.189	1.300.203	1.490.350	1.699.141	1.928.211	15%
Impuestos	- 200.678	- 204.691	- 208.785	- 212.961	- 217.220	2%
Amortizaciones	839.296	881.260	925.323	971.589	1.020.169	3%
Capex	- 411.000	- 423.330	- 436.030	- 449.111	- 462.584	3%
NOF DIFERENCIAL	- 9.858	- 10.647	- 11.499	- 12.418	- 13.412	5%
Flujo de caja de las actividades de inversión	1.344.949	1.542.795	1.759.360	1.996.240	2.255.164	14,7%

Una vez calculado los flujos de caja, procedemos a la valoración de la empresa para evaluar si deberíamos invertir en ella o no. Para ello, primero hemos calculado la tasa a la que descontaremos los diferentes flujos de caja.

Esta tasa la hemos obtenido siguiendo el modelo CAPM, para el cual hemos considerado los siguientes factores determinantes:

- ✓ Tasa libre de riesgo: 1,06%
- ✓ beta de Aena: 0,89
- ✓ Tasa esperada de mercado: 5,68%

Todos estos valores han sido recogidos a fecha actual, siendo la tasa libre de riesgo el bono español a cinco años ya que estoy realizando una proyección a cinco años y hay que coger el mismo período de años. En cuanto a la tasa esperada de mercado he obtenido la rentabilidad promedio del IBEX-35 de los últimos dieciocho años.

Una vez sabemos esto, he calculado la tasa de descuento, obteniendo un valor de 5,17%. Será este porcentaje el que emplearemos para descontar los flujos de caja estimados.

Estimación del valor residual

El valor residual lo he calculado por perpetuidad ya que se trata de una compañía que, en un principio, su idea es estar presente en el mercado de manera indefinida. Para su cálculo he aplicado la siguiente fórmula:

$$V.R = \frac{FCF_{2019} * (1+g)}{(K-g)} = 44.477.111$$

Donde:

FCF_{2019} = El flujo de fondos descontados del último período (2.255.164).

g = he estimado que es un 2% (tasa de inflación).

K = es la tasa de descuento (5,17%)

Método de descuento de flujos de caja

Una vez descontados todos los flujos de caja, llegamos a la conclusión de que la suma de todos estos flujos de caja descontados es muy superior a su valor en libros.

$$VAN = \frac{1344949}{1,0517^1} + \frac{1542795}{1,0517^2} + \frac{1759360}{1,0517^3} + \frac{1996240}{1,0517^4} + \frac{2255164+44477111}{1,0517^5} = 42.638.016$$

*Total Patrimonio Neto*₂₀₁₄ = 3.578.304

Por lo que podemos observar, si valoramos la empresa en función de los flujos futuros, AENA es una compañía rentable que va a seguir creciendo en el futuro próximo.

Estimación del precio objetivo

Para el cálculo del precio objetivo de la acción de Aena he calculado el precio máximo a través de la resta entre el resultado del VAN y la suma de la deuda, tanto como a corto plazo como a largo. A este resultado le he sumado el "cash" que tenía Aena en el año 2019 ya que al realizar el cálculo de las NOF no lo había tenido en cuenta.

Una vez tengo el precio máximo lo divido por el número total de acciones de la empresa y me da un precio objetivo de 75,43€. Esto quiere decir que en ningún caso estaría dispuesto a pagar más de 75,43€ por acción.

Si lo comparo con el precio de la acción de hoy (92,50€), llego a la conclusión de que el precio de la acción de la compañía Aena está claramente sobrevalorado.

Figura VI: Estimación del precio objetivo.

VAN	42.638.016
Deuda a l/p y a c/p	7.856.714
Caja	426.553
Pmax	35.207.856
Número de acciones	466742
Precio Objetivo	75,43 €

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Para comprobar la sensibilidad de la valoración ante variaciones en una cuenta tan importante para toda empresa como lo es ventas, he estimado un segundo **escenario pesimista** en el que éstas aumentarán en un 4% menos que en el estudio previo, es decir, a un ritmo del 4% anual. Considerando que el resto de cuentas varía del mismo modo, el resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias sería el siguiente:

Figura VII: Escenario pesimista

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2016	2017	2018	2019	%
Ventas	3.199.086	3.327.049	3.460.131	3.598.536	3.742.478	4%
Costes	- 546.338	- 573.654	- 602.337	- 632.454	- 664.077	5%
Margen Bruto	2.652.748	2.753.395	2.857.794	2.966.082	3.078.401	4%
Otros gastos	- 799.080	- 839.034	- 880.986	- 925.036	- 971.287	5%
Resultado operativo (EBITDA)	1.853.668	1.914.360	1.976.808	2.041.047	2.107.114	3%
Amortizaciones	- 839.296	- 864.474	- 890.409	- 917.121	- 944.634	3%
Depreciaciones	- 10.225	- 10.532	- 10.848	- 11.173	- 11.508	3%
Resultado de explotación (EBIT)	1.004.147	1.039.354	1.075.552	1.112.753	1.150.971	4%
Impuestos	- 200.678	- 204.691	- 208.785	- 212.961	- 217.220	2%
Amortizaciones	839.296	881.260	925.323	971.589	1.020.169	3%
Capex	- 411.000	- 423.330	- 436.030	- 449.111	- 462.584	3%
NOF DIFERENCIAL	- 9.858	- 10.647	- 11.499	- 12.418	- 13.412	5%
Flujo de caja de las actividades de inversión	1.221.907	1.281.946	1.344.561	1.409.852	1.477.924	4,9%

Vemos como los flujos de caja pasan de un 15,4% a un 4,9% de incremento anual. Pese a este descenso, sigue siendo una variación positiva, por lo que siguiendo el método de descuento de flujos de caja, el resultado será igualmente positivo. La empresa es rentable en este nuevo escenario, pero ya no hay mucho más margen para caída en ventas.

$$VAN = \frac{1221907}{1,0517^1} + \frac{1281946}{1,0517^2} + \frac{1344561}{1,0517^3} + \frac{1409852}{1,0517^4} + \frac{1477924+29148120}{1,0517^5} = 28759229$$

He estimado un tercer posible **escenario optimista** en el que la partida de ventas aumentarán en un 4% más que en el estudio anterior que se daba en unas circunstancias de mercado normales, es decir, a un ritmo del 12% anual. Considerando que el resto de cuentas varía del mismo modo, el resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias sería el siguiente:

Figura VIII: Escenario optimista

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2015	2016	2017	2018	2019	%
Ventas	3.445.169	3.858.590	4.321.620	4.840.215	5.421.041	12%
Costes	- 546.338	- 573.654	- 602.337	- 632.454	- 664.077	5%
Margen Bruto	2.898.832	3.284.935	3.719.283	4.207.761	4.756.964	13%
Otros gastos	- 799.080	- 839.034	- 880.986	- 925.036	- 971.287	5%
Resultado operativo (EBITDA)	2.099.751	2.445.901	2.838.297	3.282.725	3.785.677	16%
Amortizaciones	- 839.296	- 864.474	- 890.409	- 917.121	- 944.634	3%
Depreciaciones	- 10.225	- 10.532	- 10.848	- 11.173	- 11.508	3%
Resultado de explotación (EBIT)	1.250.231	1.570.895	1.937.041	2.354.431	2.829.534	26%
Impuestos	- 200.678	- 204.691	- 208.785	- 212.961	- 217.220	2%
Amortizaciones	839.296	881.260	925.323	971.589	1.020.169	3%
Capex	- 411.000	- 423.330	- 436.030	- 449.111	- 462.584	3%
NOF DIFERENCIAL	- 9.858	- 10.647	- 11.499	- 12.418	- 13.412	5%
Flujo de caja de las actividades de inversión	1.467.990	1.813.487	2.206.050	2.651.531	3.156.487	23,5%

Vemos como los flujos de caja pasan de un 15,4% a un 23,5% de incremento anual. Lógicamente podemos apreciar un incremento importante y nos sigue dando variación positiva, por lo que siguiendo el método de descuento de flujos de caja, el resultado será muy óptimo y sólo pasará en caso de que las condiciones de mercado sean perfectas para la compañía Aena. La empresa obtendría la máxima rentabilidad posible en esta situación.

$$VAN = \frac{1467990}{1,0517^1} + \frac{1813487}{1,0517^2} + \frac{2206050}{1,0517^3} + \frac{2651531}{1,0517^4} + \frac{3156487+62253305}{1,0517^5} = 58.635.355$$

MULTIPLICADORES

Figura IX: Multiplicadores

MULTIPLICADORES	2015	2016	2017	2018	2019
Precio	94	97,76	101,67	105,74	109,97
Numero de acciones	150.638	144.845	139.274	133.917	128.766
SOBRE EL PRECIO					
Beneficio neto	713.000	770.040	831.643	898.175	970.029
por acción	4,733	5,316	5,971	6,707	7,533
Valor en libros	4.115.050	4.732.307	5.442.153	6.258.476	7.197.247
por acción	27,317	32,672	39,075	46,734	55,894
Ventas	3.322.128	3.587.898	3.874.930	4.184.924	4.519.718
por acción	22,054	24,771	27,822	31,250	35,100
Dividendo por acción	3,500	3,640	3,786	3,937	4,095
SOBRE EL VALOR DE LA EMPRESA					
Capitalización bursatil	14.160.000	14.160.000	14.160.000	14.160.000	14.160.000
Efectivo y equivalentes	313.529	338.612	365.701	394.957	426.553
Deuda a c/p	1.116.563	1.083.066	1.050.574	1.019.057	988.485
Valor de la empresa	12.729.907	12.738.322	12.743.725	12.745.986	12.744.961
Ebitda	2.055.000	2.096.100	2.138.022	2.180.782	2.224.398
MULTIPLICADORES					
P/E	19,86	18,39	17,03	15,77	14,60
P/B	3,44	2,99	2,60	2,26	1,97
P/S	4,26	3,95	3,65	3,38	3,13
EV/EBITDA	6,19	6,08	5,96	5,84	5,73
Payout	73,95%	68,47%	63,40%	58,70%	54,35%

Ratio payout: se calcula dividiendo el dividendo por acción de una empresa entre el beneficio neto por acción. Cuanto mayor sea el payout de una compañía, ésta podrá cotizar a un PER más alto asumiendo el resto de variables constantes. El payout de una compañía depende del crecimiento futuro de la compañía y de su rentabilidad:

A mayor crecimiento estimado futuro, menor payout: mayores serán mis necesidades de retener beneficios no repartiendo dividendos para así poder financiar el crecimiento de la propia compañía.

A mayor rentabilidad de los recursos propios, mayor payout: necesitaré retener un menor porcentaje de mis beneficios para financiar el crecimiento.

En el caso de Aena, al haber salido a bolsa recientemente los primeros años va a tener un porcentaje alto de payout (alrededor del 70%) para atraer a posibles inversores por su alto reparto de dividendos y después reducirá su payout (entorno al 50%) con el objetivo de poder financiarse su crecimiento en el sector.

Ratio PER: cuantas veces pago por el beneficio generado en un ejercicio determinado. eL PER nos va a servir para compararlo con el del su sector y con el del IBEX 35 que es donde cotiza Aena. De esta manera podré decir si la empresa esta sobrevalorada o infravalorada:

- ✓ Si el PER rel > 1: la compañía, en principio, está relativamente más cara que el sector porque cotiza con un PER más alto.
- ✓ Si el PER rel < 1: la compañía, en principio, está relativamente más barata que el sector porque cotiza con un PER inferior.

$$PER_{rel} = \frac{PER_{compañía}}{PER_{sector}}$$

Figura X: PER relativos IBEX35, ADP y FRAPORT

PER FRAPORT	22,46
PER ADP	30,08
PER IBEX 35	27,34

MULTIPLICADORES	2015	2016	2017	2018	2019
PER relativo IBEX	0,72639896	0,67259163	0,62277003	0,57663891	0,53392492
PER relativo ADP	0,66023097	0,61132497	0,56604164	0,52411263	0,48528947
PER relativo FRAPORT	0,88422741	0,81872908	0,75808248	0,70192822	0,64993354

En el caso de Aena tenemos un PER relativo respecto del IBEX 35 <1 en la proyección de los cinco años por lo que, en un principio, Aena está relativamente más barata que el IBEX.

Respecto a sus competidores, la compañía francesa ADP y la compañía alemana Fraport, en ambos casos tenemos un PER relativo < 1 por lo que, en un principio, Aena está relativamente más barata que ambas empresas.

Esta interpretación es válida si las perspectivas de crecimiento futuras, perfil de riesgo de la compañía y niveles de generación de beneficios flujos de caja libres futuros son similares.

Ratio EV/EBITDA: es el cociente entre el valor de la empresa (capitalización bursátil de la compañía menos efectivo y equivalentes y la deuda a corto plazo) y el EBITDA de la empresa (Beneficio antes de impuestos, intereses y amortizaciones).

Este indicador, refleja de manera objetiva y comparable cuánto de eficiente es la empresa para generar beneficios en base a los recursos invertidos.

En términos generales, cuanto menor sea el EV/EBITDA de una compañía, siempre y cuando no sea menor que 0, supondría que ésta es más eficiente al generar resultados por encima de los recursos invertidos. De esta manera resulta más atractivo para un posible inversor ya que obtendría más beneficios por unidad de valor de la empresa.

Si el EV/EBITDA fuese menor que 0, nos indicaría que la empresa está pasando por una situación difícil y tiene un alto nivel de riesgo invertir en ella.

El EV/EBITDA de Aena es bastante bajo y con el paso de los años he estimado que va a ir decreciendo por lo que es una buena señal para invertir en la compañía, ya que nos dice que está generando resultados por encima de los recursos invertidos.

Ratio Price/Sales: Es el precio de las acciones de una empresa dividido por las ventas por acción de dicha empresa. Este indicador refleja cuánto están dispuestos a pagar los inversores por cada euro de ventas, estando relacionado con el crecimiento esperado de la empresa.

Este método está basado en el hecho de que la evolución de las ventas es el factor básico de crecimiento de los beneficios, y que, dado que la capacidad de fijación de precios es una variable prácticamente sectorial, un bajo ratio Precio / Ventas puede representar una rentabilidad alta, pues el potencial de mejora de eficiencia es grande y debe traducirse en incrementos futuros del precio.

Si la empresa está capacitada de aumentar su eficiencia incurriendo en menos coste para vender lo mismo, aumentará la rentabilidad sobre ventas, lo cual hará que el ratio Price/Sales sea mayor. Dado que trabajamos sobre el mismo volumen de ventas, ese mayor ratio debe venir de un incremento en el precio.

En el caso de Aena tenemos un Price/Sales bastante bajo (entorno a 4) y con el paso del tiempo, éste se va a ver reducido ya que he estimado que las ventas van a crecer en mayor proporción que el precio de la acción.

Ratio Price/Book Value: es el cociente entre el precio de 1 acción de una compañía y su valor en libros. Mide la relación entre el precio que se paga por una compañía y su valor patrimonial contable.

- ✓ Si es inferior a 1: el precio al que cotiza la compañía es inferior a su valor contable, por lo que podríamos estar ante una oportunidad de compra.
- ✓ Si es igual a 1: la compañía cotiza a un precio aproximado a su valor contable.
- ✓ Si es superior a 1: la empresa cotiza a un precio superior a su valor contable. Este es el caso Aena ya que tenemos un Price/Book Value mayor que 1 en la proyección a cinco años que he hecho.

ROE (return on equity): es el cociente entre el beneficio netos después de impuestos y los fondos propios de una empresa. Este ratio se utiliza como medida de la rentabilidad que tiene una empresa. Por ejemplo, en el caso de Aena, que tiene un ROE del 19,6% en el año 2013, quiere decir que por cada 100 euros invertidos se están creando 19,6 nuevos euros.

En el caso de Aena en los primeros años (2011 y 2012) obtuvo ROEs negativos ya que la empresa incurrió en pérdidas. En los años siguientes el ratio ROE es positivo

aunque con el paso de los años se irá viendo reducido debido a que la partida de los fondos propios crecerá a un ritmo mayor que el beneficio neto de la empresa.

ROCE (return on capital expenditure): se define como el cociente entre el beneficio neto y todas aquellas partidas necesarias para la obtención de dichos beneficios. Su finalidad es poder evaluar la capacidad del equipo directivo y sus habilidades para obtener rentabilidades con ganancias reinvertidas. Mide la eficiencia de una compañía.

El ratio ROCE en Aena es creciente con el paso de los años lo que nos indica que el beneficio crece a un mayor ritmo que el coste de todas las partidas necesarias para obtener dicho beneficio. Esto nos indica que la compañía es cada vez más eficiente.

Deuda financiera neta sobre EBITDA: es el cociente entre la suma de la deuda, tanto a corto como a largo plazo, de una empresa entre su EBITDA. En el caso de Aena podemos apreciar como este ratio va decreciendo con el paso de los años debido a que la deuda financiera disminuye y el EBITDA de la compañía aumenta.

Lo mismo sucede con el **ratio deuda financiera neta sobre patrimonio neto:** es lo mismo que el anterior ratio, lo único que cambia es que, en vez de dividir la deuda financiera entre EBITDA, la dividimos entre el patrimonio neto de la empresa. El resultado, en el caso de Aena, es igual que el anterior ratio estudiado ya que decrece a lo largo de los años debido a un mayor aumento de los fondos propios y un descenso de la deuda financiera de la compañía.

CONCLUSIONES

En este trabajo se han tratado todos los aspectos relevantes y se ha descrito todo el proceso que se ha de llevar a cabo para la realización de una salida a bolsa, en este caso concretamente de la compañía Aena S.A. La principal razón que lleva a la empresa a salir a bolsa es la busca de financiación externa, ya que en los años anteriores había incurrido en importantes pérdidas. De esta manera, Aena consiguió ingresar con la venta del 49% del capital menos una acción, unos 4.263 millones de euros. El mercado elegido ha sido el español debido a que al tratarse de una empresa española le sale más barato y, además, la mayor parte de los ingresos proceden de España y Europa con la que tiene buen acceso.

El problema de salir a bolsa es la posible pérdida de control de los actuales dueños (el Estado) de la compañía sobre la misma. Para evitar esta pérdida de control, el porcentaje de acciones que entraron a cotizar fue del 49%, consiguiendo de esta manera eludir que otros accionistas entren en la misma y se hagan con el control.

Para llegar a un precio objetivo de la acción de la compañía, se ha calculado el valor de la compañía por el método de descuento de flujos de fondos libre, llegando a la conclusión de que el precio de la acción a día de hoy está claramente sobrevalorado. Después de todo el estudio realizado, me atrevería a decirle a un posible inversor que quiera comprar acciones de Aena que no lo haga.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ✓ Aena S.A. (2014): Memoria anual 2014.
- ✓ Aena S.A. (2013): Memoria anual 2013.
- ✓ Aena S.A. (2012): Memoria anual 2012.
- ✓ Aena S.A. (2011): Memoria anual 2011.
- ✓ Álvarez Otero, Susana (2001). "Distribución, características y rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa en España", pp. 513-522.
- ✓ Boletín Oficial del Estado. Gobierno de España. Real Decreto 1310/2005. (2005) Madrid: Ministerio de la presidencia.
- ✓ Bolsa de Madrid. Salir a bolsa. Disponible en:
<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx>
- ✓ Copeland, Tom; Koller, Tim y Murrin, Jack (2004). "Valoración Medición y Gestión del Valor".
- ✓ Damodaran, Aswath y Cornell, Bradford. "Value Creation or Investor Sentiment?".
- ✓ Farinós, José E. y Sanchis, Vicente A. (2009). "Factores determinantes de la salida a bolsa en España". Disponible en <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2009-03.pdf>, pp. 9-14.
- ✓ Fernández, Pablo (2008). "Métodos de Valoración de Empresas". IESE Business School. Universidad de Navarra.
- ✓ Fernández, Pablo (2013). Libro "Valoración de empresas y sentido común". Segunda edición.
- ✓ Instituto de Empresa. "SALIDAS A BOLSA". Disponible en:
<http://www.ie.edu/flubian/documentos/salidasbolsadefinitivo.PDF>
- ✓ J.P.Morgan Cazenove. Europe Equity Research (25 June 2015).
- ✓ Martínez Conesa, Isabel y García Meca ,Emma (2006). Libro de "Valoración de Empresas Cotizadas".
- ✓ Mascareñas, Juan (2011). "Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas", pp. 27.32. Pp. 320-358.

- ✓ Mascareñas, Juan (2001). "Metodología de la valoración de las empresas de Internet". Universidad Complutense de Madrid, pp. 1-12.
- ✓ López Blanco, Elías. "Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones". Comisión Nacional de Valores. Disponible en:
http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008_30.pdf
- ✓ López Lubián, Francisco (2005). "Fusiones y adquisiciones: Un ejemplo de valoración". Director del área de finanzas. Instituto de empresa Business School.
- ✓ Página web de Aena S.A. Historia de Aena. Disponible en:
<http://www.aena.es/csee/Satellite/conocenos/es/Page/1237569523510/Resena-historica.html>