



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección de
Empresas**

**Contabilidad I: Análisis
económico-financiero de Aena**

Presentado por:

Diego Amigorena Encinas

Tutelado por:

Begoña Villarroya Lequericaonandia

Valladolid, 21 de julio de 2021

RESUMEN

El sector aeroportuario, tras haber sido uno de los sectores de mayor crecimiento a lo largo de los últimos años, se ha convertido en uno de los más golpeados por la pandemia de la COVID-19 debido al efecto de las restricciones de movilidad y los confinamientos impuestos a nivel mundial, que han provocado un parón del turismo y de los viajes de negocio, y por tanto una disminución del tráfico aéreo internacional. Dicho sector juega un papel clave en la globalización y, en consecuencia, en el crecimiento económico de los países gracias a su inmensa red mundial. Por ello, vamos a realizar en el presente trabajo un análisis económico-financiero de Aena, empresa propiedad del Estado, y la única del sector aeroportuario en España que tiene la concesión para la gestión y explotación de los aeropuertos nacionales, con el objetivo de conocer su situación actual.

Palabras clave: Globalización, Contabilidad, Administración de empresas, Transporte aéreo.

Códigos de clasificación JEL: F23, M21, M41

ABSTRACT

The airport industry, after having been one of the fastest growing sectors in recent years, has become one of the hardest hit by the COVID-19 pandemic due to the effect of mobility restrictions and worldwide confinements, which have led to a standstill in tourism and business travel, and therefore to a decrease in international air traffic. This sector plays a key role in globalization and, consequently, in the economic growth of countries thanks to its immense worldwide network. Therefore, in this paper we are going to carry out an economic-financial analysis of Aena, a company owned by the Government of Spain, and the only one in the airport industry in the country that holds the concession for the management and operation of national airports, in order to learn about its current situation.

Key words: Globalization, Accounting, Business Administration, Air transportation.

JEL classification codes: F23, M21, M41

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	6
2. METODOLOGÍA	7
3. AENA Y EL SECTOR AEROPORTUARIO	8
3.1. Perfil de Aena	8
3.2. Análisis del sector	9
4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE AENA	11
4.1. Perímetro de consolidación de Aena	11
4.1.1. Empresas dependientes.....	12
4.1.2. Empresas asociadas	13
4.2. Análisis del balance	14
4.2.1. Análisis de la estructura y evolución del activo	14
4.2.2. Análisis de la estructura y evolución del patrimonio neto y del pasivo.....	19
4.2.3. Análisis del endeudamiento.....	23
4.2.3.1. <i>Evolución de la deuda financiera</i>	24
4.2.3.2. <i>Análisis de la solvencia y el endeudamiento a partir de ratios</i>	25
4.2.3.3. <i>Incumplimiento de covenants</i>	27
4.2.3.4. <i>Calificación crediticia</i>	28
4.2.4. Análisis de liquidez	29
4.3. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias	30
4.3.1. Estructura y evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias	31
4.3.1.1. <i>Ingresos no financieros</i>	31
4.3.1.2. <i>Gastos no financieros</i>	36
4.3.1.3. <i>Impuesto sobre las ganancias</i>	39
4.3.2. Análisis de rentabilidad	39
4.3.3. Análisis bursátil	41
4.4. Análisis de la cuenta del estado de flujos de efectivo	42
5. CONCLUSIONES	46
6. BIBLIOGRAFÍA	49
7. ANEXOS	51

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1. Empresas dependientes de Aena	13
Tabla 4.2. Empresas asociadas de Aena.....	14
Tabla 4.3. Balance de Aena. Porcentajes verticales del activo.. ..	15
Tabla 4.4. Balance de Aena. Porcentajes horizontales del activo.....	17
Tabla 4.5. Balance de Aena. Porcentajes verticales del patrimonio neto y del pasivo.....	19
Tabla 4.6. Balance de Aena. Porcentajes horizontales del patrimonio neto y del pasivo.....	21
Tabla 4.7. Balance de Aena. Deuda financiera neta y su peso sobre el total del patrimonio neto y pasivos.....	24
Tabla 4.8. Ratios para evaluar la solvencia y el endeudamiento de Aena	25
Tabla 4.9. Ratio Deuda financiera neta / EBITDA de Aena.....	27
Tabla 4.10. Ratio EBITDA / Gastos financieros de Aena.....	27
Tabla 4.11. Calificación de largo plazo de la deuda financiera de Aena de Fitch Ratings y Moody's	28
Tabla 4.12. Ratios para evaluar la solvencia a corto plazo de Aena.....	29
Tabla 4.13. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Porcentajes horizontales	31
Tabla 4.14. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Ingresos, EBITDA y margen EBITDA de cada línea de negocio (miles de euros)	33

Tabla 4.15. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Porcentajes verticales de las líneas de negocio.....	36
Tabla 4.16. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Porcentajes horizontales del total de ingresos de explotación, total de gastos de explotación, gastos OPEX y beneficio neto.....	37
Tabla 4.17. Ratios para evaluar la rentabilidad de Aena.....	40
Tabla 4.18. Ratios para realizar un análisis bursátil de Aena.....	41
Tabla 4.19. Estado de flujos de efectivo de Aena.....	43
Tabla 4.20. Ratios para evaluar el flujo de caja de explotación de Aena ..	44

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1. Balance de Aena. Estructura del activo (% sobre el total de activos).....	16
Gráfico 4.2. Balance de Aena. Estructura del patrimonio neto y del pasivo (% sobre el total de patrimonio neto y pasivos).....	23
Gráfico 4.3. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Estructura anual de los ingresos ordinarios por líneas de negocio (millones de euros)	32
Gráfico 4.4. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Evolución del total de ingresos de explotación, total de gastos de explotación y gastos OPEX (miles de euros).....	37

1. INTRODUCCIÓN

Aena SME, S.A., en adelante Aena, es el operador aeroportuario líder en el mundo por número de pasajeros. Su actividad principal es la gestión y explotación de la red de aeropuertos nacionales. Está controlado por Enaire, que depende a su vez del Ministerio de Fomento y tiene a su cargo el espacio aéreo español. Por lo tanto, Aena tiene la concesión casi en exclusiva de la gestión de los servicios aeroportuarios en España amparado por el paraguas del Estado.

Aena es además la octava compañía más importantes del IBEX-35, con una capitalización de mercado en la actualidad de más de 19 mil millones de euros. En su salida a bolsa el 11 de febrero de 2015, la cotización era de 58€ por acción. A 31 de diciembre de 2020, su precio era de 142€. Este fuerte aumento junto con un *pay out* del 80%, hace que la Sociedad sea muy atractiva.

Hoy en día, es fundamental que las empresas realicen un análisis exhaustivo de sus cuentas anuales para comprender sus fortalezas y debilidades. Además, en el contexto actual con una pandemia por la COVID-19, es más necesario que nunca saber en qué cuentas se han producido variaciones extraordinarias, y sus causas y consecuencias, para así tener un conocimiento mayor de los posibles riesgos que podrían aparecer a raíz de ello.

Por lo tanto, la situación actual generada por la COVID-19 y las características particulares de Aena, que le llevan a ser una de las empresas más importantes de España, son las motivaciones para analizar la Sociedad y entender las causas del rápido crecimiento que ha tenido en los últimos años, el impacto que ha producido la pandemia y el potencial futuro que le espera.

Este trabajo pretende alcanzar los siguientes objetivos: conocer la estructura de los estados contables de la Sociedad descubriendo la importancia que tiene cada una de las partidas en ellos, entender las causas de las variaciones producidas en el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y el estado de flujos de efectivo durante los años del estudio, comprender los posibles riesgos relacionados con la liquidez, el endeudamiento y las rentabilidades de la Compañía, y conocer el atractivo de la Sociedad para los inversores a partir de un análisis bursátil.

2. METODOLOGÍA

El presente trabajo realiza un estudio económico-financiero de los estados contables de Aena.

Para ello, se comienza recopilando la información necesaria a partir de los diferentes informes de gestión anuales de la Sociedad y los informes de auditoría que realiza KPMG. Después, se analiza individualmente la estructura de cada una de las cuentas anuales de Aena y las causas de su evolución anual, para tras ello calcular una serie de indicadores que nos permitirán conocer la situación económico-financiera de Aena a corto y largo plazo.

El periodo del análisis que vamos a realizar es de cinco años, por lo que estudiaremos la evolución anual de las cuentas desde el año 2016.

La estructura del trabajo se divide en los siguientes apartados:

1. Perfil de Aena. En este primer epígrafe explicamos las características de la empresa, estudiando la actividad económica que desempeña, el área geográfica de operaciones, la estructura del accionariado, y una breve evolución histórica de la compañía.
2. Análisis del sector. Tras introducir a Aena, estudiamos el sector en el que compete, explicando la importancia que tiene a nivel global y local, su modelo de negocio, y las regulaciones que existen en el sector en España.
3. Delimitación del perímetro de consolidación. En este apartado examinamos las empresas que forman el Grupo de Aena, y estudiamos cuáles de ellas se consideran en las cuentas consolidadas y con qué método se incorporan.
4. Análisis del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias, y del estado de flujos de efectivo. En este epígrafe se lleva a cabo el análisis económico-financiero de la Sociedad propiamente dicho. En cada una de las cuentas anuales, se empieza estudiando su estructura y su evolución a lo largo de los cinco últimos años. Tras ello, se realiza una serie de análisis mediante ratios relacionados con cada una de las cuentas. En el balance, se estudia la solvencia a corto y largo plazo y el endeudamiento. En la cuenta de pérdidas y ganancias, se realizan un

análisis de rentabilidad y un análisis bursátil. Por último, en el estado de flujos de efectivo se estudia una serie de indicadores relacionados con el flujo de caja de explotación.

5. Conclusiones. Tras realizar el análisis económico-financiero de Aena, se sintetiza todo lo estudiado con el objetivo de determinar la situación actual de la Sociedad.

3. AENA Y EL SECTOR AEROPORTUARIO

3.1. Perfil de Aena

Aena es una sociedad mercantil estatal que gestiona los aeropuertos y helipuertos españoles de interés general. Es el operador aeroportuario líder en el mundo por número de pasajeros.

Su actividad nuclear es la gestión y explotación aeroportuaria, siendo la encargada de gestionar los 46 aeropuertos principales del país, además de 2 helipuertos. Además de esta actividad, también tiene las líneas de negocio comercial e inmobiliario, que explicaremos más adelante.

A través de su filial Aena Internacional, de la cual posee el 100% de la propiedad, participa también en la gestión de 23 aeropuertos en distintos países de América y en Gran Bretaña.

Desde sus orígenes cuenta con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para su gestión.

La tutela funcional de la Sociedad corresponde al Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, rigiéndose por la legislación pública para sus funciones públicas, mientras que en todo lo relativo a sus relaciones patrimoniales y de contratación se rige por el ordenamiento jurídico privado.

En cuanto al accionariado de Aena, este no es exclusivo del Estado desde que en 2015 salió a bolsa, privatizando el 49% de su capital total que, actualmente, y desde 2012, es de 150.000.000 acciones. Se divide de la siguiente manera:

- El 51% (76.500.000 acciones) es propiedad de Enaire, que es una entidad pública empresarial dependiente del Ministerio de Fomento, que ejerce exclusivamente las competencias en materia de navegación y espacio aéreo, además de la coordinación operativa nacional e internacional de la red nacional de gestión del tráfico aéreo.
- El 49% restante (73.500.000 acciones) es *free float* cotizado.

En cuanto a las fechas más importantes en la historia de Aena destacan las siguientes:

- La Sociedad se constituye el 19 de junio de 1991.
- En 1998 se crea Aena Internacional, con el objetivo de desarrollar el negocio de gestión aeroportuaria a nivel internacional.
- El 25 de febrero de 2011 se creó la sociedad mercantil Aena Aeropuertos, S.A., para modernizar el sistema aeroportuario mediante la implantación de un nuevo modelo de gestión.
- El 4 de julio de 2014, Aena Aeropuertos, S.A. pasa a denominarse Aena, S.A., y Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea se convirtió en Enaire, ente que asumió el 100% de las acciones de Aena y coordinó la operación de privatización del 49% de su capital, que culmina el 11 de febrero con la salida a Bolsa.

3.2. Análisis del sector

Aena opera en el sector aeroportuario, o también denominado sector del transporte aéreo. En los últimos 25 años el crecimiento medio del sector ha sido 1,8 veces el PIB global (CNMC, 2014).

El sector aeroportuario promueve la globalización y, por tanto, el crecimiento de los países gracias a su inmensa red a nivel mundial y al ser el método de transporte más rápido. Además, es un elemento fundamental para el turismo, el cual es un pilar de crecimiento de muchos países desarrollados. Según la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante CNMC), el 35% de los turistas internacionales viajan a través de la aviación y, según Aena, el 82% de los turistas que visitan a España hacen lo mismo.

Actualmente, el sector aéreo se desenvuelve en un entorno con dinámicas competitivas variadas e intensas. Esto se debe a varios factores, con algunos de ellos que han aparecido recientemente. El número y capacidad de los aeropuertos a nivel mundial ha aumentado, gracias en parte a la desregulación producida que ha hecho que aparezcan nuevos modelos de negocio. Como las compañías de bajo coste, que han permitido una reducción de los costes operativos, lo que ha conllevado menos costes para los pasajeros. Además, las nuevas tecnologías han provocado que estos pasajeros sean más conscientes de las alternativas disponibles al avión (CNMC, 2014).

Los aeropuertos, entendidos como las infraestructuras utilizadas para desarrollar el transporte aéreo, se utilizan como unidades empresariales en las que se llevan a cabo diferentes servicios que pueden dividirse en varias líneas de negocio. Por ejemplo, el negocio principal es el aeronáutico, mediante el cual las empresas del sector cobran una tarifa a las diferentes aerolíneas del mercado por operar en sus aeropuertos. Después, el negocio comercial también es común en todos los aeropuertos, los cuales cobran tarifas por ventas o alquileres a compañías que quieren ofrecer sus bienes o/y servicios en ellos. Esto es el caso de las tiendas *duty free*, o de las diferentes cadenas de restauración, entre otros. Además de estos hay más tipos de negocios.

En España, el sector aéreo tiene una serie de particularidades. La única empresa que opera prácticamente en el mercado español es Aena, funcionando como un negocio de carácter monopolístico. Como hemos comentado antes, el control de la Sociedad es de Enaire, que es una entidad pública empresarial del Ministerio de Fomento.

Esto supone que el sector tiene unas barreras de entrada imposibles de superar si no se liberaliza el mercado. Por lo tanto, Aena no tiene competidores en el mercado español, ya que no se plantea la concesión de explotación de aeropuertos españoles a otras empresas, y además las inversiones necesarias para entrar en el negocio del sector aeroportuario son muy altas.

Sin embargo, en España, el negocio aeronáutico, que se centra en cobrar tarifas a las aerolíneas, está regulado por el Documento de Regulación Aeroportuaria (en adelante DORA) 2017-2021. Este plan es el encargado de

fijar las tarifas máximas y, que proyectó una reducción del 11% agregado entre 2017 y 2021 de las tarifas aeroportuarias que cobra Aena.

Actualmente, se está diseñando el DORA II 2021-2025, el cual plantea un recorte del 50% en la inversión anual inicialmente prevista de 1.000 millones para evitar presión tarifaria.

4. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE AENA

4.1. Perímetro de consolidación de Aena

Las cuentas que vamos a utilizar son las cuentas consolidadas del Grupo, lo que significa que se agrupan todas las sociedades de Aena en nuestro análisis, en vez de estudiar solo la empresa matriz de manera independiente.

Aena es la sociedad dominante de un grupo integrado por ocho sociedades dependientes y cinco asociadas. Asimismo, Aena posee una proporción del capital en otras cinco sociedades con una participación que no es materialmente relevante, y por tanto no tiene un efecto significativo en la evaluación de sus propios activos y pasivos, posición financiera o pérdidas y beneficios.

El segmento Internacional se corresponde con la actividad de desarrollo internacional del Grupo, y coincide con las operaciones de la subsidiaria Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S.A., que consisten en inversiones en otros gestores aeroportuarios, principalmente en Reino Unido, Brasil, México y Colombia. El segmento SCAIRM se corresponde con la actividad de la Sociedad “Aena Sociedad Concesionaria del Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia S.M.E., S.A.” que se considera, asimismo, una única unidad generadora de efectivo en sí misma.

Para llegar a estas cuentas consolidadas, tenemos que conocer las empresas que conforman el denominado perímetro, por lo que hay que diferenciar los métodos de consolidación de los dos tipos de sociedades dentro de la estructura de Aena que mencionamos en el apartado 1.2. (Empresas dependientes y asociadas), además de la empresa matriz Aena SME, S.A.

4.1.1. Empresas dependientes

Las empresas dependientes son todas aquellas sobre las que el Grupo tiene poder para dirigir las políticas financieras y de explotación. Normalmente, la participación es superior a la mitad de los derechos de voto.

Todas las sociedades dependientes de Aena se consolidan a través del método de integración global, y entran dentro del perímetro en la fecha en la que se transfiere el control al Grupo, mientras que se excluyen en la fecha en que cesa el mismo (KPMG Auditores, S.L., 2021).

El método de integración global consiste en incorporar, al balance de la dominante, el patrimonio total de las sociedades dominadas, así como todos los gastos e ingresos que contribuyan a la obtención del resultado en las sociedades dependientes. En otras palabras, se traspasa el 100 % de las entidades dominadas, independientemente de la participación real (Amat Salas & Nombela, 2015).

En el proceso de consolidación se eliminan las transacciones de ingresos y gastos intragrupo, los créditos y débitos entre entidades del Grupo, y también las pérdidas y ganancias que surjan de transacciones intragrupo. Esto se hace para que disminuya el riesgo de fraude en el proceso de consolidación debido a posibles transacciones entre empresas del mismo grupo con el objetivo de falsear la imagen real del consolidado.

El detalle de sociedades dependientes del Grupo a 31 de diciembre de 2020 es el siguiente:

Tabla 4.1. Empresas dependientes de Aena.

Sociedades dependientes	Actividad	% Directo	% Indirecto	Titular de la participación
Aena, Sociedad Concesionaria del Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia S.M.E., S.A. ("SCAIRM")	Sociedad titular de la concesión de la explotación del Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia.	100		AENA S.M.E., S.A
Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S.A. ("ADI")	Explotación, conservación, gestión y administración de infraestructuras aeroportuarias, así como los servicios complementarios.	100		AENA S.M.E., S.A.
London Luton Airport Holdings III Limited ("LLAH III")	Tenencia de participaciones en la sociedad que ostenta la concesión de la explotación del Aeropuerto de Luton.		51	Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S.A
London Luton Airport Holdings II Limited ("LLAH II")	Tenencia de participaciones en la sociedad que ostenta la concesión de la explotación del Aeropuerto de Luton.		51	London Luton Airport Holdings III Limited (LLAH III)
London Luton Airport Holdings I Limited ("LLAH I")	Tenencia de participaciones en la sociedad que ostenta la concesión de la explotación del Aeropuerto de Luton.		51	London Luton Airport Holdings II Limited (LLAH II)
London Luton Airport Group Limited ("LLAGL")	Sociedad garante de la adquisición de la concesión de la explotación del Aeropuerto de Luton.		51	London Luton Airport Holdings I Limited (LLAH I)
London Luton Airport Operations Limited ("LLAOL")	Sociedad titular de la concesión de la explotación del Aeropuerto de Luton.		51	London Luton Airport Group Limited ("LLAGL")
Aeroportos do Nordeste do Brasil S.A. (ANB)	Prestación de servicios públicos para la ampliación, conservación y explotación de la infraestructura aeroportuaria de los complejos aeroportuarios integrantes del bloque Nordeste de Brasil.		100	Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S.A

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Aena

4.1.2. Empresas asociadas

Las empresas asociadas son todas las entidades sobre las que el Grupo ejerce influencia significativa, pero no tiene control. Normalmente, vienen acompañada por una participación de entre un 20 % y un 50 % de los derechos de voto.

Todas las sociedades con control conjunto y asociadas de Aena se consolidan con el método de la puesta en equivalencia (KPMG Auditores, S.L., 2021).

El método de puesta en equivalencia consiste en sustituir o actualizar el valor contable de la inversión de una sociedad matriz en una subsidiaria, teniendo en cuenta el neto patrimonial de la filial y no el coste de adquisición de la inversión (Amat Salas & Nombela, 2015).

Bajo este método, la inversión se reconoce inicialmente a coste, y el importe en libros se incrementa o disminuye para reconocer la participación del inversor en

los resultados de la asociada después de la fecha de adquisición. La inversión del Grupo en asociadas incluye el fondo de comercio identificado en la adquisición.

El detalle de sociedades con control conjunto y asociadas a 31 de diciembre de 2020 es el siguiente:

Tabla 4.2. Empresas asociadas de Aena.

Sociedades asociadas	Actividad	% Directo	% Indirecto	Titular de la participación
Aeropuertos Mexicanos del Pacífico, S.A. de CV (AMP) México DF	Participación en el operador del Grupo Aeroportuario del Pacífico (GAP).		33,33	Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S. A
Sociedad Aeroportuaria de la Costa S.A. (SACSA) Aeropuerto Rafael Núñez Cartagena de Indias – Colombia	Explotación del aeropuerto de Cartagena.		37,89	Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S. A
Aerocali, S.A. Aeropuerto Alfonso Bonilla Aragón Cali - Colombia	Explotación del aeropuerto de Cali.		50	Aena Desarrollo Internacional S.M.E., S. A

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Aena

4.2. Análisis del balance

El balance comprende, con la debida separación, el activo, el pasivo y el patrimonio neto de la Sociedad.

Por su parte, el activo y el pasivo se dividen en corriente y no corriente, por lo que es necesario entender las diferencias que existen entre ellos para diseñar los distintos indicadores y su posterior análisis.

4.2.1. Análisis de la estructura y evolución del Activo

“El activo son los bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados, de los que se espera que la empresa obtenga beneficios o rendimientos económicos en el futuro” (Ministerio de Economía y Hacienda, 2021).

La clasificación entre activo corriente y no corriente se realiza de acuerdo con lo siguiente.

El activo corriente comprende los activos vinculados al ciclo normal de explotación que la empresa espera vender, consumir o realizar en el transcurso

de este (el cual no suele exceder de un año), los activos financieros clasificados como mantenidos para negociar, y el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

Los demás elementos del activo se clasificarán como no corrientes.

Para entender mejor la composición y estructura del activo vamos a realizar un análisis vertical, el cual consiste en analizar el peso relativo de cada una de las cuentas.

Para ello, el cálculo a realizar es el siguiente:

$$\frac{\text{Inmovilizado material}}{\text{Activo total}} * 100$$

Este mismo cálculo se repite con todas las cuentas del activo y, más adelante, con las cuentas del patrimonio neto y el pasivo.

Tabla 4.3. Balance de Aena. Porcentajes verticales del activo.

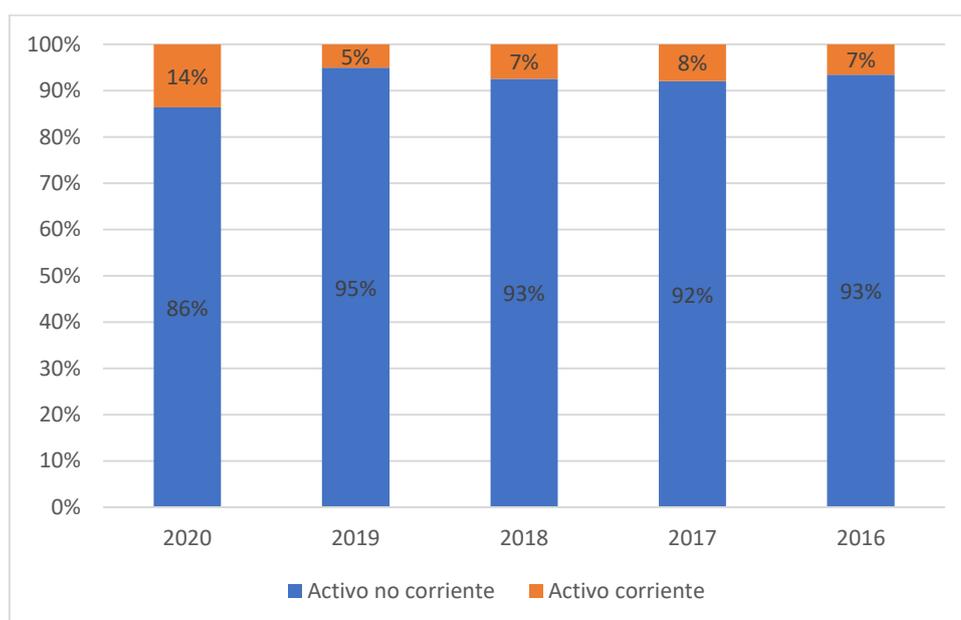
	2020	2019	2018	2017	2016
ACTIVOS NO CORRIENTES	86,43%	94,94%	92,53%	92,07%	93,48%
Inmovilizado material	78,73%	85,09%	86,40%	86,27%	87,43%
Activos intangibles	4,48%	6,78%	3,40%	3,21%	3,39%
Inversiones inmobiliarias	0,89%	0,95%	0,93%	0,88%	0,87%
Activos por derecho de uso	0,22%	0,41%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversiones en empresas asociadas	0,37%	0,43%	0,44%	0,42%	0,46%
Activos financieros mantenidos para la venta	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros activos financieros	0,58%	0,54%	0,49%	0,47%	0,38%
Otros activos no corrientes	0,15%	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%
Instrumentos derivados financieros	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%
Activos por impuestos diferidos	1,00%	0,72%	0,84%	0,80%	0,93%
ACTIVOS CORRIENTES	13,57%	5,06%	7,47%	7,93%	6,52%
Existencias	0,04%	0,05%	0,05%	0,05%	0,06%
Clientes y otros activos corrientes	5,71%	3,39%	3,05%	2,30%	2,82%
Efectivo y equivalentes	7,82%	1,62%	4,37%	5,59%	3,64%
TOTAL ACTIVOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Observando la tabla anterior en un primer vistazo, vemos que la partida más importante con diferencia con respecto a la siguiente es la del inmovilizado material (para ver los saldos de cada cuenta y su variación anual ver anexo 1).

En consecuencia, esto produce una gran diferencia entre masas patrimoniales en el activo, ya que solo con el peso del inmovilizado material el activo no corriente es mucho mayor que el activo corriente. Esto se puede confirmar observando el siguiente gráfico.

Gráfico 4.1. Balance de Aena. Estructura del activo (% sobre el total de activos).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Podemos ver que, a excepción del periodo 2020, el activo no corriente supone más del 90% del total del activo de Aena en el último lustro.

Por lo tanto, es clave estudiar de manera exhaustiva la composición de la partida del inmovilizado material para tratar de comprender el gran peso que tiene en el balance de la Sociedad, ya que esta cuenta recoge el valor contable de las infraestructuras aeroportuarias nacionales en su conjunto.

Mientras, el activo intangible recoge sobre todo el valor contable de la concesión de ANB y London-Luton, las inversiones inmobiliarias el valor contable de los terrenos y propiedades propias del negocio inmobiliario, y las inversiones en empresas asociadas el valor de las inversiones en AMP, SACSA y Aerocali.

Entonces, para ver la evolución de estas cuentas en el último lustro, la siguiente tabla nos va a mostrar las variaciones anuales de cada una de ellas, teniendo como referencia su saldo en 2016 (base 100).

Tabla 4.4. Balance de Aena. Porcentajes horizontales del activo.

	2020	2019	2018	2017	2016
ACTIVOS NO CORRIENTES	93%	97%	95%	97%	100%
Inmovilizado material	91%	93%	95%	97%	100%
Activos intangibles	134%	192%	96%	93%	100%
Inversiones inmobiliarias	103%	104%	102%	100%	100%
Activos por derecho de uso	57%	100%			
Inversiones en empresas asociadas	80%	89%	91%	89%	100%
Activos financieros mantenidos para la venta	0%	0%	0%	98%	100%
Otros activos financieros	155%	137%	124%	122%	100%
Otros activos no corrientes	925%	168%	125%	109%	100%
Instrumentos derivados financieros	0%	0%	318%	100%	
Activos por impuestos diferidos	109%	74%	87%	85%	100%
ACTIVOS CORRIENTES	210%	74%	110%	120%	100%
Existencias	73%	76%	81%	79%	100%
Clientes y otros activos corrientes	204%	115%	104%	80%	100%
Efectivo y equivalentes	217%	43%	115%	151%	100%
TOTAL ACTIVOS	101%	96%	96%	99%	100%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG. Año base 2016.

Primero, vemos que el inmovilizado material ha sufrido una disminución consistente desde 2016. Si nos fijamos en explicaciones de los informes de gestión consolidados de los distintos ejercicios, podemos ver que las causas de que este epígrafe haya estado disminuyendo a lo largo del último lustro se debe, simplificándolo en abundancia, a que la dotación a la amortización es mayor que las altas.

Esta dotación a la amortización suele estar en gran parte relacionada con las infraestructuras, mientras que las altas se deben al inmovilizado en curso, el cual se trata de mejoras y ampliaciones en los diferentes aeropuertos de la red.

En el resto de las cuentas del activo no corriente, la única variación importante en los últimos años es la que se produce en la partida de los activos intangibles en 2019, duplicando el saldo de 2018. Esto se debe a la inversión realizada en la concesión administrativa de ANB, cuya explotación ha comenzado en 2020.

En cuanto al activo corriente, vemos que fluctúa con fuerza en los últimos periodos, ya que aumenta en 2017 y 2018, para luego descender con fuerza en 2019 y crecer con aún más fuerza en 2020.

Observamos que su aumento en 2017 se debe en gran medida al mayor efectivo en el periodo, ya que se suscribe nueva deuda y mejoran los flujos de explotación. Sin embargo, en 2018, el efectivo disminuye, sobre todo por el aumento en los dividendos pagado y, en 2019, sufre un descenso aun mayor relacionado con la inversión llevada a cabo en la concesión de la explotación de ANB que hemos comentado con anterioridad.

Por último, en 2020, vemos que la cuenta de efectivo aumenta en más de un 400%. Esto ha sido condicionado por la situación de la pandemia, que ha provocado una fuerte reducción de los flujos de explotación (-93,1%), lo que ha hecho que la Sociedad haya tenido que utilizar nueva financiación ajena para reforzar la liquidez. Esto lo veremos más en profundidad en el análisis de la deuda financiera y del estado de flujos de efectivo.

Para terminar con el activo corriente, vamos a hablar de la cuenta de clientes, ya que como podemos ver, las existencias, por el modelo de negocio de la Sociedad, son prácticamente inexistentes.

Desde el 2016 y hasta el 2019, la cuenta de clientes se mantiene más o menos constante, con su saldo dependiendo sobre todo de los momentos de cobro. Pero, en 2020, se produce un fuerte aumento. La explicación tiene que ver con la cuantía de los alquileres de los espacios comerciales de los aeropuertos durante la pandemia, lo cual sigue suponiendo un grave problema para la empresa, ya que los clientes y Aena piensan diferente sobre los costes compartidos que corresponden a cada parte durante el estado de alarma. Esto hace que actualmente los clientes no hayan querido pagar todavía las rentas a las que por contrato tiene derecho Aena (Magariño J. F., 2021).

4.2.2. Análisis de la estructura y evolución del patrimonio neto y del pasivo

Una vez analizada la parte de los bienes y los derechos que posee Aena, vamos a pasar a estudiar todos aquellos elementos que constituyen la financiación, tanto propia (patrimonio neto) como ajena (pasivo) de la empresa.

Para ello, vamos a empezar con un análisis vertical de la estructura del patrimonio neto y del pasivo de la Sociedad. Además, en los anexos 2 y 3 podemos encontrar las diferentes partidas de cada cuenta con su saldo y su variación con respecto al año anterior, para así poder ver fácilmente su evolución.

Tabla 4.5. Balance de Aena. Porcentajes verticales del patrimonio neto y del pasivo.

	2020	2019	2018	2017	2016
PATRIMONIO NETO	38,72%	42,86%	40,43%	37,16%	32,40%
Capital ordinario	9,58%	10,07%	10,07%	9,80%	9,67%
Prima de emisión	7,03%	7,39%	7,39%	7,19%	7,10%
Ganancias/(pérdidas) acumuladas	24,33%	26,45%	23,72%	20,77%	16,26%
Diferencias de conversión acumuladas	-1,16%	-0,14%	-0,14%	-0,15%	-0,10%
Otras reservas	-0,71%	-0,75%	-0,54%	-0,50%	-0,73%
Participaciones no dominantes	-0,34%	-0,16%	-0,07%	0,04%	0,21%
PASIVOS NO CORRIENTES	49,92%	43,17%	49,51%	53,15%	57,77%
Deuda financiera	45,44%	38,11%	44,12%	47,53%	51,00%
Instrumentos financieros derivados	0,65%	0,64%	0,38%	0,30%	0,62%
Subvenciones	2,72%	3,10%	3,33%	3,34%	3,51%
Prestaciones a los empleados	0,23%	0,30%	0,31%	0,39%	0,34%
Provisiones para otros pasivos y gastos	0,45%	0,52%	0,57%	0,46%	0,86%
Pasivos por impuestos diferidos	0,35%	0,39%	0,48%	0,52%	0,58%
Otros pasivos a largo plazo	0,10%	0,10%	0,33%	0,60%	0,85%
PASIVOS CORRIENTES	11,35%	13,97%	10,06%	9,70%	9,84%
Deuda financiera	7,27%	8,32%	4,92%	4,80%	5,68%
Instrumentos financieros derivados	0,20%	0,21%	0,22%	0,24%	0,26%
Proveedores y otras cuentas a pagar	3,31%	4,57%	4,11%	3,82%	2,83%
Pasivos por impuesto corriente	0,00%	0,07%	0,17%	0,02%	0,00%
Subvenciones	0,22%	0,24%	0,24%	0,26%	0,25%
Provisiones para otros pasivos y gastos	0,35%	0,57%	0,40%	0,55%	0,83%
TOTAL PASIVOS	61,28%	57,14%	59,57%	62,84%	67,60%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

“El patrimonio neto constituye la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o

propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones que le afecten” (Ministerio de Economía y Hacienda, 2021).

Empezando con el patrimonio neto, su peso con respecto al total de pasivos y patrimonio neto aumenta cada año desde 2016, llegando a ser en 2019 un 10% superior. Esto se debe a que las reservas por beneficios se incrementaron anualmente a razón de un extraordinario 26% en 2017, y un 11% los dos años siguientes. Mientras, en 2020, esta cuenta disminuye debido a las pérdidas producidas en el periodo, algo que explicaremos en mayor profundidad en el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Además, Aena está aplicando una política de dividendos con un *pay-out* del 80% sobre el beneficio neto (aprobada en el consejo de administración). Sin embargo, no se han repartido dividendos en los dos últimos periodos.

También vemos que el capital ordinario y la prima de emisión mantienen un peso constante, debido a que su saldo no varía en ninguno de los años analizados, ya que no ha habido ampliaciones de capital.

En cuanto al pasivo, se relaciona con “las obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya extinción la empresa espera desprenderse de recursos que puedan producir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. A estos efectos, se entienden incluidas las provisiones” (Ministerio de Economía y Hacienda, 2021).

El pasivo corriente comprende las obligaciones vinculadas al ciclo normal de explotación, las obligaciones cuyo vencimiento se espera se produzca en el corto plazo (máximo de un año), y los pasivos financieros clasificados como mantenidos para negociar, también en el corto plazo.

Los demás elementos del pasivo se clasificarán como no corrientes.

El pasivo no corriente pasa de tener un peso de casi el 58% en 2016, a un 43% en 2019. En el análisis vertical vemos que la partida más significativa es la deuda financiera, que representa casi el 90% del pasivo no corriente.

Además, en la siguiente tabla podemos observar que la deuda a largo plazo y el pasivo no corriente tienen prácticamente las mismas variaciones anuales,

por lo que podemos decir que la disminución del pasivo no corriente corresponde sobre todo a devolución de deuda financiera.

Tabla 4.6. Balance de Aena. Porcentajes horizontales del patrimonio neto y del pasivo.

	2020	2019	2018	2017	2016
PATRIMONIO NETO	121%	127%	120%	113%	100%
Capital ordinario	100%	100%	100%	100%	100%
Prima de emisión	100%	100%	100%	100%	100%
Ganancias/(pérdidas) acumuladas	151%	156%	140%	126%	100%
Diferencias de conversión acumuladas	1117%	133%	125%	139%	100%
Otras reservas	99%	99%	71%	67%	100%
Participaciones no dominantes	-167%	-74%	-34%	17%	100%
PASIVOS NO CORRIENTES	87%	72%	82%	91%	100%
Deuda financiera	90%	72%	83%	92%	100%
Instrumentos financieros derivados	105%	99%	58%	47%	100%
Subvenciones	78%	85%	91%	94%	100%
Prestaciones a los empleados	68%	84%	88%	111%	100%
Provisiones para otros pasivos y gastos	52%	58%	63%	53%	100%
Pasivos por impuestos diferidos	61%	65%	79%	89%	100%
Otros pasivos a largo plazo	11%	12%	37%	69%	100%
PASIVOS CORRIENTES	117%	136%	98%	97%	100%
Deuda financiera	129%	141%	83%	83%	100%
Instrumentos financieros derivados	80%	80%	83%	93%	100%
Proveedores y otras cuentas a pagar	118%	155%	140%	133%	100%
Pasivos por impuesto corriente	7%	310%	759%	100%	
Subvenciones	91%	93%	92%	105%	100%
Provisiones para otros pasivos y gastos	43%	66%	47%	65%	100%
TOTAL PASIVOS	92%	81%	85%	92%	100%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	101%	96%	96%	99%	100%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG. Año base 2016.

Concretamente, la deuda a largo plazo disminuye en valores cercanos al 10% anual, debido sobre todo a que en esos años el capital se va amortizando más rápidamente que se contrata nueva deuda.

Mientras, en 2020, tanto la deuda financiera como el pasivo no corriente aumentan en más de un 20%. Esto se debe a la agresiva compra de nueva deuda que hace la Sociedad para reforzar la liquidez tras la fuerte disminución de los flujos generados de explotación por la pandemia. De la nueva financiación, 1.441,5 millones de euros es a largo plazo. Esta cantidad es mayor que los 633,6 millones de euros de deuda amortizada y la deuda traspasada de largo a corto plazo, por lo que es razonable el aumento en 2020.

El pasivo corriente, por su parte, mantuvo un peso del 10% con respecto al total del patrimonio neto y pasivos entre 2016 y 2018. Esto se explica por dos razones. La primera es la compensación que se producía al disminuir la deuda a corto plazo al irse amortizando, y la segunda el aumento del saldo de los proveedores de inmovilizado por un mayor volumen de inversión realizado.

Sin embargo, en 2019, la situación cambia, y se aprecia un empeoramiento del nivel de deuda de la compañía, ya que la deuda a corto plazo pasa de ponderar el 5% en 2018 al 8% en 2019 del total del patrimonio neto y pasivos, lo que supone un incremento de 506 millones de euros. Este incremento se debe a nuevas disposiciones de pólizas de crédito formalizadas con entidades financieras y la emisión de deuda corporativa, ya que la deuda amortizada se compensa con la deuda que pasa de largo a corto plazo.

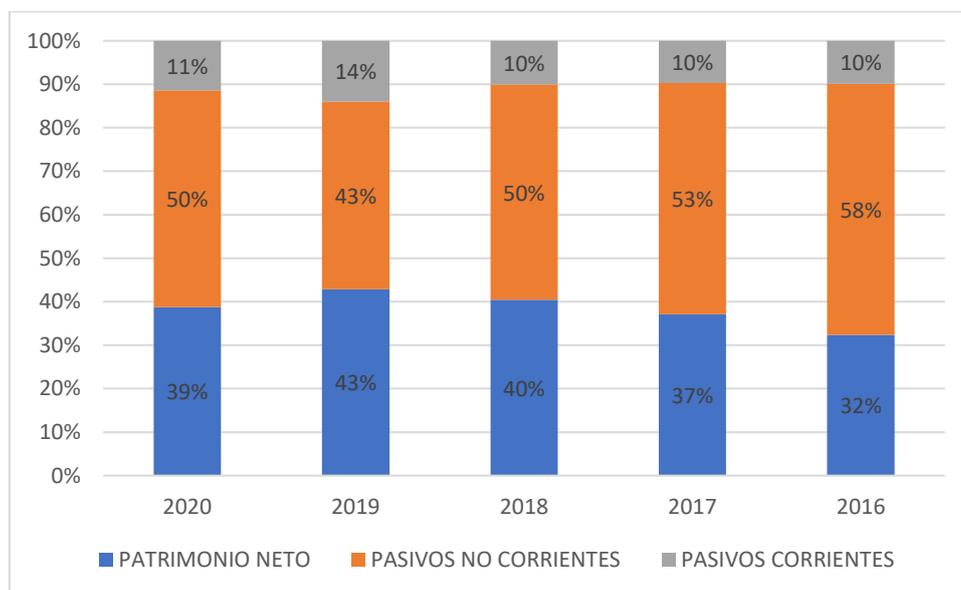
Además, en 2019, el saldo de los proveedores sigue aumentando al mismo ritmo que en los años anteriores.

Por último, en 2020, la tendencia cambia de nuevo, y el peso del pasivo corriente vuelve a niveles previos a 2019, ya que tanto el saldo de la deuda a corto plazo como el de los proveedores disminuye.

La deuda a corto plazo ha disminuido en 99 millones de euros (-8%) debido a que la devolución de deudas con entidades de crédito y el pago del principal de la deuda espejo con Enaire ha sido superior a la nueva financiación bancaria obtenida y el traspaso de deuda de largo a corto plazo.

Luego, el saldo de proveedores también decrece debido al impacto de la COVID-19, ya que se ha suspendido el programa de inversiones y se ha llevado a cabo un plan de ahorro de costes que hace que disminuya el saldo de tanto los proveedores de inmovilizado como los proveedores por prestaciones de servicios. Además, el importe de los anticipos de clientes también ha bajado por la fuerte reducción de los ingresos que ha provocado la pandemia.

Gráfico 4.2. Balance de Aena. Estructura del patrimonio neto y del pasivo (% sobre el total de patrimonio neto y pasivos).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Como resumen, y con ayuda del gráfico superior, podemos decir que la Compañía tiene una capitalización óptima en cuanto al peso del patrimonio neto sobre el total de pasivos y patrimonio neto. Además, su estructura de capital, con un mayor peso del pasivo no corriente, es coherente con la estructura de su activo, ya que es una empresa de explotación de los activos fijos, como los aeropuertos, y no una de rotación.

Ahora, una vez hemos entendido la estructura del balance, y su evolución a lo largo del último lustro, vamos a estudiar a partir de indicadores el endeudamiento y el nivel de liquidez de la Sociedad.

4.2.3. Análisis de la estructura de la deuda financiera y el endeudamiento

En este epígrafe vamos a estudiar la evolución de la deuda financiera de Aena a partir de información obtenida de los informes de gestión de cada periodo, y también la solvencia y el endeudamiento de la Sociedad a partir de varios ratios.

4.2.3.1. Evolución de la deuda financiera

En la siguiente tabla podemos ver el saldo de la deuda financiera neta contable de Aena, la cual se calcula como la diferencia entre la deuda financiera bruta contable y el efectivo.

Tabla 4.7. Balance de Aena. Deuda financiera neta y su peso sobre el total del patrimonio neto y pasivos.

	2020	2019	2018	2017	2016
Deuda financiera bruta contable	8.255.802	6.913.439	7.305.506	8.010.959	8.792.623
Efectivo y equivalentes	1.224.878	240.597	651.380	854.977	564.616
DEUDA FINANCIERA NETA CONTABLE	7.030.924	6.672.842	6.654.126	7.155.982	8.228.007
Peso s/ total patrimonio neto y pasivos	52,71%	46,43%	49,03%	52,33%	56,68%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Vemos que el peso de la deuda neta sobre el total del patrimonio neto y pasivos era descendente desde 2016 hasta 2019, pasando de ser un 57% a un 46%, debido sobre todo a que la deuda bruta decrecía con fuerza cada año. Según los informes de gestión de Aena, esto se debe a la amortización de deuda a largo plazo correspondiente al calendario de pagos que se había establecido con las entidades de créditos, y a una parte que se amortizaba anticipadamente y se compensaba con nueva deuda.

Esta amortización era superior a las nuevas contrataciones de productos, como el préstamo con el Banco Europeo de Inversiones (en adelante BEI) en 2017 o la línea de crédito sindicada sostenible en 2018, por lo que es razonable la disminución de la deuda.

En consecuencia, podemos decir que la evolución en los periodos anteriores a 2020 era constante, sin haber ningún hecho especialmente relevante.

Sin embargo, en 2020, esta tendencia ha cambiado, y la deuda neta ha aumentado de nuevo, volviendo a suponer más de la mitad del total del patrimonio neto y pasivos. Pero, a pesar de que la deuda bruta tiene 1,3 millones de euros más de saldo que en 2019 (19% más), la deuda neta no crece tanto (5% más) ya que el efectivo aumenta también en casi 1 millón de euros por el refuerzo de la liquidez que hemos comentado.

El aumento de la deuda bruta se explica a partir de la contratación de nuevos préstamos con varias entidades de créditos por un importe neto de 2.325,6 millones de euros con el objetivo de reforzar la liquidez de Aena. Adicionalmente, se han firmado dos nuevos préstamos con el BEI por 114 millones de euros que sin embargo a cierre del periodo se mantienen sin disponer.

En noviembre de 2020, la Sociedad también registró un Programa de Pagares sustituyendo al iniciado en 2019, pudiendo emitir un saldo vivo máximo de 900 millones de euros en deuda a corto plazo.

4.2.3.2. *Análisis de la solvencia y el endeudamiento a partir de ratios*

La evaluación del endeudamiento nos va a permitir conocer el nivel de riesgo financiero de la empresa. Para que este sea óptimo, el nivel de deuda no tiene que ser excesivo comparado con la financiación propia y con la capacidad de generación de fondos. Además, conviene que el coste de la deuda sea reducido y que puede ser pagado sin problemas con los fondos que genera la empresa (Amat Salas & Nombela, 2015).

El estudio lo vamos a realizar a partir de una serie de indicadores, cuyos objetivos y cálculos se pueden encontrar en el anexo 6.

Tabla 4.8. Ratios para evaluar la solvencia y el endeudamiento de Aena.

	Conveniente	2020	2019	2018	2017	2016
Solvencia	Mayor que 1	1,63	1,75	1,68	1,59	1,48
Endeudamiento	0,5 - 0,6	0,61	0,57	0,60	0,63	0,68
Calidad de la deuda	Reducido	0,19	0,24	0,17	0,15	0,15
Capacidad de devolución	Elevado	0,08	0,32	0,29	0,25	0,23
Deuda sobre resultados	Reducido	9,84x	2,41x	2,50x	2,84x	3,59x
Cap. De pago de carga fra	Elevado	6,15x	22,17x	19,64x	17,71x	14,16x
Coste de la deuda (Kd)		1,41%	1,80%	1,85%	1,77%	1,84%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Para empezar, podemos decir que el riesgo de solvencia de Aena es muy reducido. Entre 2016 y 2019 se produjeron mejoras cada año en este apartado

y, aunque en 2020 los resultados obtenidos son peores, estos siguen muy por encima del valor óptimo 1, por lo que no hay indicios de quiebra.

Los datos también nos muestran que el ratio de endeudamiento fue disminuyendo hasta 2019, llegando al 57% que se encontraba dentro del intervalo óptimo. En 2020, ha aumentado de nuevo, alejándose de los valores óptimos, debido sobre todo al refuerzo de la liquidez a través de la contratación de nueva deuda que se ha llevado a cabo.

Pero, aunque estos datos son altos, ya que se encuentran normalmente en los valores superiores del intervalo, los plazos de vencimiento son largos, ya que como vemos en el ratio de la calidad de la deuda, del total de los pasivos, menos del 20% es a corto plazo. Excepto en 2019, por las nuevas disposiciones de pólizas de crédito que se formalizaron y la emisión de deuda corporativa que hemos explicado antes.

Además el coste de la deuda es bajo, habiendo incluso disminuido a lo largo del lustro de un 1,84% en 2016 a un 1,41% en 2020. Esto se debe a que los gastos financieros han decrecido todos los años desde 2016 mientras que la deuda ha ido variando.

En cuanto al nivel de deuda sobre resultados, vemos que hasta 2019 la deuda era cada vez más reducida con respecto a la capacidad de generación de fondos de la Sociedad, por lo que estaba en la senda adecuada.

Algo similar ocurría con la capacidad de pago de la carga financiera, ya que la generación de beneficios era cada año mejor, al mismo tiempo que los gastos financieros, o el coste de la deuda, disminuían.

Sin embargo, en 2020, debido a la pandemia, el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (en adelante EBITDA) ha sufrido una disminución del 74%, lo que ha provocado que la tendencia de ambos ratios cambiara radicalmente, obteniendo unos resultados mucho peores que conllevaron incluso el incumplimiento de un *covenant*, tal y como vamos a explicar a continuación.

4.2.3.3. Incumplimiento de covenants

Ahora vamos a explicar un hecho poco usual que se ha producido en 2020.

Aena tiene la obligación de cumplir con una serie de ratios financieros relacionados con los préstamos que tienen firmados. Una de las condiciones a cumplir es que la Deuda Financiera Neta/EBITDA debe ser menor o igual a 7x.

Tabla 4.9. Ratio Deuda financiera neta / EBITDA de Aena.

	2020	2019	2018	2017	2016
Deuda financiera bruta contable	8.255.802	6.913.439	7.305.506	8.010.959	8.792.623
Efectivo y equivalentes	1.224.878	240.597	651.380	854.977	564.616
DEUDA FINANCIERA NETA CONTABLE (1)	7.030.924	6.672.842	6.654.126	7.155.982	8.228.007
EBITDA (2)	714.571	2.766.248	2.656.586	2.517.405	2.293.619
(1) / (2)	9,84x	2,41x	2,50x	2,84x	3,59x

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Como podemos ver en el cuadro superior, en 2020 este ratio y, por lo tanto, el *covenant* (cláusula) vinculado no se ha cumplido. Esto ha provocado que Aena haya tenido que obtener un *waiver*, o lo que es lo mismo, un permiso de incumplimiento, hasta junio de 2022. Sin embargo, esto ha tenido la consecuencia de que la deuda financiera a largo plazo de la filial Londres-Luton se ha traspasado a corto plazo al no disponer de la dispensa a doce meses.

El otro ratio financiero que Aena debe cumplir es que el EBITDA / Gastos Financieros sea mayor o igual a 3,0x.

Tabla 4.10. Ratio EBITDA / Gastos financieros de Aena.

	2020	2019	2018	2017	2016
EBITDA (1)	714.571	2.766.248	2.656.586	2.517.405	2.293.619
GASTOS FINANCIEROS (2)	(116.239)	(124.786)	(135.248)	(142.134)	(162.024)
(1) / (2) - valor absoluto	6,15x	22,17x	19,64x	17,71x	14,16x

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Los resultados obtenidos muestran que la Sociedad obtiene también valores aceptables en 2020 con respecto a este ratio. Y es que, a pesar de que la capacidad de generación de beneficios en relación con el coste de la deuda ha

disminuido con fuerza en 2020 con respecto a 2019 debido al menor EBITDA, este sigue siendo suficiente como para que no haya un incumplimiento del *covenant* vinculado.

4.2.3.4. Calificación crediticia

Por último, vamos a estudiar la opinión que se tiene de la deuda de Aena a partir de las calificaciones crediticias de algunas de las agencias más importantes en el mundo.

Las calificaciones crediticias son opiniones del riesgo crediticio relativo de las obligaciones financieras con un vencimiento original de un año o más si son a largo plazo, como es este caso. Abordan la posibilidad de que una obligación financiera no se cumpla como se prometió (Moody's, 2021).

Tabla 4.11. Calificación de largo plazo de la deuda financiera de Aena de Fitch Ratings y Moody's.

	2020	2019	2018	2017	2016
Calificación Fitch Ratings	A	A	A	A	BBB+
Calificación Moody's	A3	A3	A3	Baa1	Baa1

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Fitch Ratings y Moody's

Como podemos ver, la calificación crediticia de Aena aumentó en los últimos años y se ha mantenido estable a pesar de la situación actual.

En el caso de Fitch Ratings, la calificación A supone gran capacidad de solvencia y bajo riesgo de crédito. Además, a corto plazo Aena tiene la calificación F1, que se entiende como la máxima seguridad de pago posible.

En cuanto a Moody's, la calificación A3 supone que son emisiones susceptibles a condiciones adversas, pero que su capacidad de pago está garantizada.

Por lo tanto, se puede decir que en la actualidad la imagen que proyecta Aena es de solvencia tanto a corto como a largo plazo. Ahora bien, aunque en 2020 las calificaciones tras ser revisadas no han sido modificadas, ambas agencias

han mencionado los riesgos que conlleva el contexto actual, habiendo actualizado la perspectiva a largo plazo de estable a negativa.

4.2.3.5. Análisis de solvencia a corto plazo o liquidez

La evaluación de la liquidez permite comprobar si la Compañía tiene una buena posición para hacer frente sin problemas a las deudas a corto plazo. Esto es clave, ya que en caso contrario la Sociedad podría entrar en concurso de acreedores (Amat Salas & Nombela, 2015).

Para ello vamos a utilizar una serie de indicadores que nos van a permitir comparar los activos y pasivos corrientes (ver anexo 6).

Tabla 4.12. Ratios para evaluar la solvencia a corto plazo de Aena.

	Conveniente	2020	2019	2018	2017	2016
Fondo de maniobra	Positivo	347.751	(1.327.773)	(385.016)	(270.554)	(514.716)
Solvencia a corto plazo	Mayor que 1	1,20	0,36	0,74	0,82	0,66
Liquidez inmediata	1	1,19	0,36	0,74	0,81	0,66
Acid test	0,3	0,69	0,12	0,43	0,58	0,37

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Como podemos observar, si utilizamos la teoría tal como se nos explica, en el periodo entre 2016 y 2019 Aena tenía riesgos importantes de solvencia para poder atender sus deudas a corto plazo con su activo corriente. Esto lo vemos por los resultados obtenidos, que son muy inferiores a 1 en los ratios de liquidez a corto plazo y liquidez inmediata, los cuales son muy similares porque las existencias de Aena suponen un porcentaje irrisorio dentro del activo corriente. También puede verse en el fondo de maniobra negativo, lo cual es lo habitual por su operativa y su estructura de financiación.

En 2017 los valores mejoran, pero en 2018 empeoran de nuevo por el menor efectivo en el periodo. En 2019, vemos que los valores disminuyen más de la mitad con respecto a 2018 principalmente por la inversión llevada a cabo en la concesión administrativa de ANB, tal y como explicamos en el epígrafe 2.2.1. (Estructura y evolución del activo). Esto provoca también que los resultados del

acid test empeoren en los dos años, llegando el valor incluso a ser menor de la mitad del valor óptimo mostrado.

En 2020, por su parte, vemos que por primera vez en el último lustro el activo corriente es superior al pasivo corriente, por lo que el fondo de maniobra es positivo, y los ratios son bastante superiores a 1. Las causas de ello las hemos explicado al analizar la deuda financiera, y es que en 2020 se ha reforzado la liquidez de la empresa para hacer frente a la situación generada por la pandemia, ya que la generación de flujos de explotación no ha sido suficiente.

Esto puede verse con aún mayor claridad con el *acid test*, ya que pasa de 0,12 en 2019, que indica síntomas de liquidez insuficiente para atender a las deudas a corto plazo, a 0,69 en 2020, que es más del doble del valor óptimo 0,3, pudiendo indicar incluso una infrautilización de la tesorería.

En resumen, vemos que los resultados varían con fuerza de un año para otro. Al final, al no ser una empresa de rotación, la tesorería depende mucho de las decisiones de financiación que se lleven a cabo, como lo visto en 2020 con el refuerzo de la liquidez realizado para no tener problemas de pago a corto plazo.

Por lo tanto, aunque algún año la Sociedad puede generar dudas sobre su capacidad de hacer frente a las deudas a corto plazo, hemos visto que no tiene problemas en contratar nuevos préstamos si su generación de flujos por actividades de explotación no es suficiente.

4.3. Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias

La cuenta de pérdidas y ganancias recoge el resultado del ejercicio, formado por los ingresos y los gastos de este.

Comprender de forma óptima la cuenta de pérdidas y ganancias nos permite obtener un diagnóstico claro de la situación económica de la empresa, ya que si la Sociedad tiene una buena capacidad para generar beneficios, entonces los inversores se interesarán en la empresa y sus acciones, y por tanto su cotización subirá.

4.3.1. Estructura y evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias

Primero, vamos a analizar la estructura de la cuenta, así como las variaciones relativas que ha sufrido en el último lustro, ya que esto nos va a permitir ver fácilmente dónde se generan los ingresos y los gastos de Aena, y su transformación en el beneficio último.

En el anexo 4 se puede encontrar la cuenta de pérdidas y ganancias completa, con el saldo de cada una de las partidas y su variación anual.

4.3.1.1. Ingresos no financieros

Tabla 4.13. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Porcentajes horizontales.

	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos ordinarios	59%	120%	113%	107%	100%
Otros ingresos de explotación	124%	130%	143%	140%	100%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	115%	114%	108%	103%	100%
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	88%	95%	229%	102%	100%
Excesos de provisiones	117%	53%	86%	100%	100%
TOTAL INGRESOS	59%	119%	115%	107%	100%
Aprovisionamientos	85%	95%	96%	97%	100%
Gastos de personal	117%	117%	108%	107%	100%
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	-1249%	-762%	100%		
Otros gastos de explotación	80%	119%	112%	101%	100%
Amortización del inmovilizado	98%	96%	98%	97%	100%
Deterioro de inmovilizado	235%	0%	100%		
Resultado por enajenaciones de inmovilizado	80%	147%	252%	170%	100%
Otras ganancias / (pérdidas) - netas	-14622%	-2948%	458%	744%	100%
TOTAL GASTOS	101%	110%	107%	100%	100%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	-6%	135%	126%	117%	100%
Ingresos financieros	1%	2%	1%	3%	100%
Gastos financieros	72%	77%	83%	88%	100%
Otros ingresos/(gastos) financieros - netos	50%	-23%	5%	30%	100%
Gastos financieros - netos	-377%	-363%	-413%	-434%	100%
Participación en el resultado de asociadas	7%	139%	125%	117%	100%
Resultado antes de impuestos	-14%	124%	115%	105%	100%
Impuesto sobre las ganancias	-15%	124%	116%	107%	100%
RESULTADO DEL PERIODO CONSOLIDADO	-14%	124%	114%	105%	100%
Resultado del periodo atribuible a participaciones no dominantes	-14330%	1541%	-55%	-4235%	100%
Resultado del periodo atribuible a los accionistas de la dominante	-11%	124%	114%	106%	100%

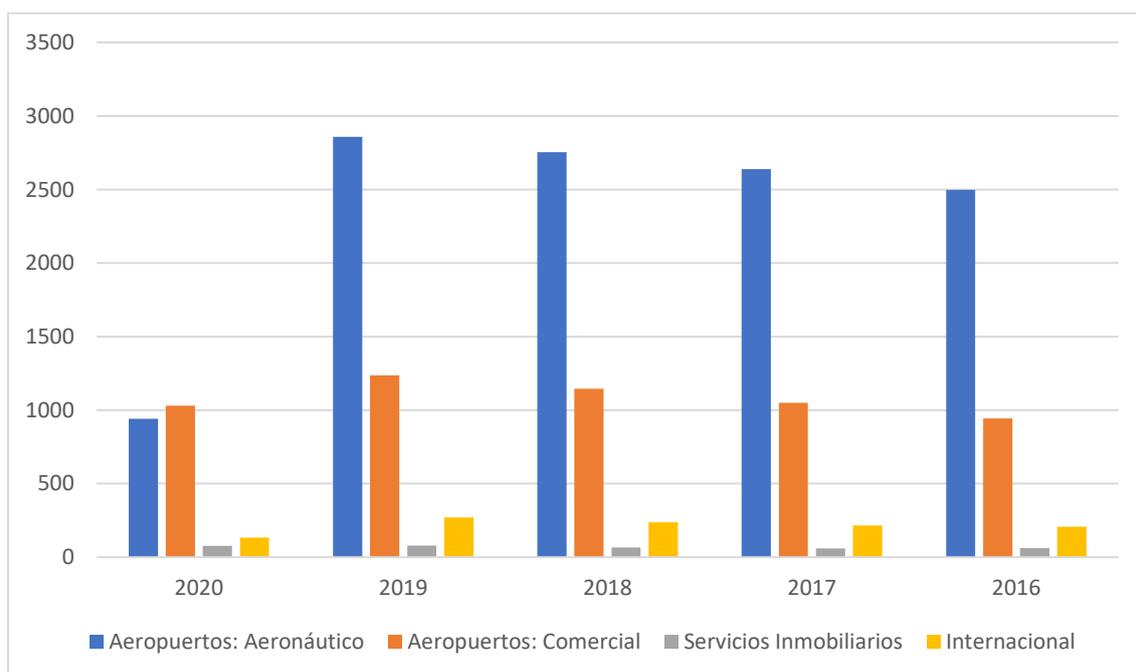
Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG. Año base 2016.

En la tabla superior, en la cual podemos observar la evolución de cada una de las partidas a lo largo del último lustro tomando el valor de 2016 en base 100, vemos que la cifra total de ingresos crece linealmente entre 2016 y 2019, siendo esta un 19% agregado mayor en 2019 que en 2016.

Los ingresos ordinarios, los cuales suponen la práctica totalidad de los ingresos de la Sociedad, aumentaron una media de un 6% anual desde el 2016. Sin embargo, en el periodo 2020 esta cuenta ha sufrido una caída de más de la mitad del saldo de 2019.

Para analizar lo ocurrido, debemos desgranar el desarrollo de las distintas líneas de negocio de Aena, tal y como nos muestra el siguiente gráfico (la tabla con los saldos puede encontrarse en el anexo 5).

Gráfico 4.3. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Estructura anual de los ingresos ordinarios por líneas de negocio (millones de euros).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de gestión de Aena

En un primer vistazo, vemos que el gran culpable de la fuerte disminución de los ingresos ordinarios en el periodo 2020 es el negocio aeronáutico (incluye el Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia) dentro del segmento de los aeropuertos, el cual tiene una caída relativa de más del 67% con respecto a 2019.

También sufre una caída similar en cuanto a porcentaje el segmento internacional. Esto se debe a que, aunque se considera una unidad generadora de efectivo independiente con respecto al negocio aeronáutico, la actividad producida es muy similar, pero en regiones geográficas diferentes.

Por otro lado, los negocios comercial e inmobiliario aumentan sostenidamente hasta 2019, sufriendo en 2020 también una caída, aunque no tan pronunciada.

Sin embargo, no podemos quedarnos solo con los números absolutos, por lo que vamos a comparar los ingresos y el EBITDA de cada una de las líneas de negocio para ver así su rentabilidad a lo largo de los años.

Tabla 4.14. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Ingresos, EBITDA y margen EBITDA de cada línea de negocio (miles de euros).

NEGOCIO AERONÁUTICO (incluye AIRM)					
	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos ordinarios	937.700	2.851.793	2.754.249	2.638.505	2.498.024
EBITDA	(161.316)	1.605.305	1.594.781	1.548.960	1.402.687
Margen EBITDA	-17%	56%	58%	59%	56%
NEGOCIO COMERCIAL					
	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos ordinarios	1.033.207	1.241.093	1.144.150	1.049.251	943.645
EBITDA	871.183	1.032.816	942.889	873.387	783.639
Margen EBITDA	84%	83%	82%	83%	83%
NEGOCIO INMOBILIARIO					
	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos ordinarios	76.609	78.737	67.215	59.687	62.403
EBITDA	47.261	31.234	36.745	30.550	36.012
Margen EBITDA	62%	40%	55%	51%	58%
NEGOCIO INTERNACIONAL					
	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos ordinarios	134.324	270.208	237.856	215.344	207.733
EBITDA	(42.580)	96.898	82.221	64.595	71.322
Margen EBITDA	-32%	36%	35%	30%	34%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de gestión de Aena

Primero, el negocio aeronáutico es la actividad nuclear de la compañía, la cual se relaciona con la gestión y explotación de las infraestructuras aeroportuarias en España. Para ello, Aena cobra tarifas aeroportuarias a las diferentes compañías aéreas por operar en los aeropuertos. La Sociedad llama a esta

línea de negocio también negocio regulado, ya que está controlado por el Plan DORA como comentamos con anterioridad.

Entre 2016 y 2019, vemos que los ingresos y el EBITDA tienen un ritmo de crecimiento muy similar (alrededor del 4%) año tras año. Esto hace que el margen EBITDA se mantenga casi constante (entre 55% y 60%), por lo que podemos decir que su rentabilidad en estos periodos prácticamente no varió.

Pero, en 2020, la pandemia provocó un fuerte descenso en el número de pasajeros y vuelos. Según Eurocontrol (2021), en España hubo 1 millón de vuelos menos que en 2019 (-61%). Esto está relacionado directamente con la actividad de este negocio, ya que cuantos menos vuelos haya, menos tarifas se cobran. Por lo tanto, los ingresos decrecieron un 67%, y el EBITDA fue negativo, lo que provocó que el margen EBITDA, y por consiguiente la rentabilidad del negocio, fueran negativos en este periodo.

El negocio comercial es un negocio no regulado. Su modelo está orientado a las tarifas, tanto fijas como variables, sobre ventas cobradas a las compañías que comercializan bienes y servicios (restauración, tiendas *retail* y *duty free*, compañías de alquiler de vehículos, etc.)

El caso de la evolución de este negocio es muy particular. Las variaciones anuales que tienen los ingresos y el EBITDA son casi idénticas. Esto hace que desde 2016, e incluso en 2020 con la pandemia, el margen EBITDA se ha mantenido estable en un magnífico 83%. Por lo tanto, podemos decir que el negocio comercial es el que mejor rentabilidad tiene de los cuatro, el que menos depende de la bajada de los pasajeros.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que Aena tiene problemas todavía con clientes con respecto a los costes en el periodo de confinamiento. Por lo tanto, hay que esperar a que se solucione para ver si hay rebajas en las tarifas de 2020, y por consiguiente los ingresos comerciales del periodo son inferiores.

El negocio inmobiliario es un negocio no regulado, cuyo modelo se centra en prestaciones de servicios y arrendamientos o cesiones de oficinas, almacenes, hangares y naves de carga a compañías aéreas y operadores de carga. Aunque a nivel ingresos vemos que es el negocio menos importante, la

Sociedad diseñó un plan de desarrollo inmobiliario que comenzó a principios de 2020 y se ha visto paralizado por la pandemia.

Vemos que en 2017 los ingresos disminuyen. Esto se debió al reconocimiento contable de derechos de crédito sobre inmuebles construidos en terrenos afectos a contratos de cesión. Aun así, el margen EBITDA era superior al 50%.

Sin embargo, tras esto, en 2018 y 2019 los ingresos se recuperaron y crecieron un 12% y un 17% respectivamente. Pero, en 2019, el EBITDA no solo no crece al mismo ritmo, sino que disminuye quedándose en un 40%, Esto fue debido a un problema 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.

En 2020, los ingresos vuelven a disminuir por las exenciones parciales de rentas fijas parciales por el confinamiento pero sin embargo, el EBITDA aumentó con fuerza por el descenso de los gastos derivado de descuentos en la mayoría de los contratos, por lo que la rentabilidad ha aumentado en 2020.

Y, por último, el negocio internacional también es un negocio no regulado, controlado a partir de la compañía Aena Internacional. Su actividad está relacionada con la identificación, captación y gestión aeroportuaria a nivel internacional, y se lleva a cabo por medio de las diferentes sociedades en las cual tiene una participación, que se encargan de la concesión y explotación de los aeropuertos internacionales. También presta servicios de consultoría.

Es esencial apuntar también que el negocio internacional, hasta 2020, recoge en su gran mayoría los datos procedentes de la consolidación de la filial London Luton, ya que la filial ANB no ha comenzado a funcionar hasta 2020, y los ingresos por asesoramiento son mucho menores.

En 2017, vemos que los ingresos aumentan debido al crecimiento del tráfico en London Luton, pero el EBITDA disminuye por la devaluación sufrida por la libra esterlina, por lo que disminuyó también el margen EBITDA. En 2018 y 2019, los ingresos crecen, pero lo hacen aun más los EBITDA, por lo que la rentabilidad mejora.

Sin embargo, en 2020, la situación es muy similar a la del negocio aeronáutico nuclear ya que los ingresos disminuyeron un 50% debido a la disminución del tráfico por la pandemia. Según Eurocontrol (2021), el número de vuelos en Gran Bretaña fue en 2020 un 61% menor que en 2019. Del total de ingresos, 102 millones de euros son de London Luton, 25 millones de euros de ANB, y el resto de los asesoramientos. En cuanto al EBITDA, este es negativo debido a la filial ANB, ya que el EBITDA de ANB fue de -67 millones de euros por culpa de deterioros reconocidos por importe de 65 millones de euros. Mientras, el EBITDA de London Luton fue de 23 millones de euros. Por lo tanto, la rentabilidad de London Luton empeoró, pero sin llegar a ser una catástrofe.

Tabla 4.15. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Porcentajes verticales de las líneas de negocio.

	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Aeropuertos: Aeronáutico	42,91%	63,99%	65,55%	66,62%	67,34%
Aeropuertos: Comercial	47,24%	27,84%	27,23%	26,49%	25,44%
Servicios Inmobiliarios	3,49%	1,77%	1,60%	1,51%	1,68%
Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia	0,26%	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%
Internacional	6,16%	6,08%	5,66%	5,44%	5,60%
Ajustes Intersegmentos	-0,06%	-0,03%	-0,05%	-0,06%	-0,06%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de gestión de Aena

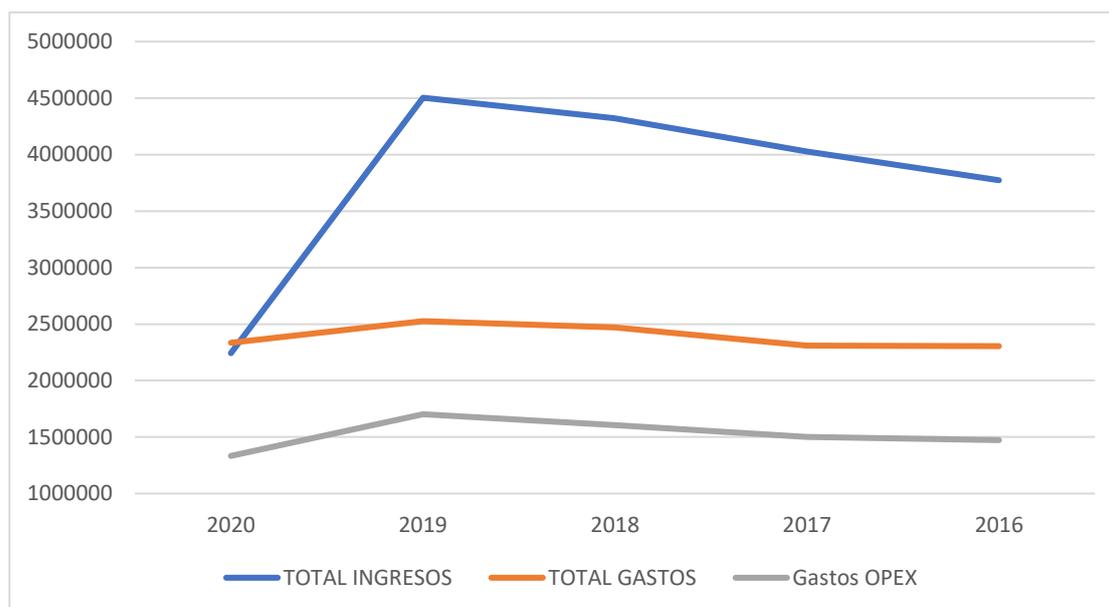
Por lo tanto, a partir de lo recientemente explicado y de la tabla superior, podemos decir que el negocio aeronáutico ha ido perdiendo peso a lo largo de los años a favor de los negocios comercial e internacional sobre todo. En 2020, por la pandemia, esto se ha acentuado, habiendo sido los ingresos del negocio comercial casi la mitad del total tras la fuerte caída de los del aeronáutico.

4.3.1.2. Gastos no financieros

En cuanto a los gastos, estos se han mantenido más constantes que los ingresos a lo largo del lustro (en 2019 su saldo era un 10% agregado superior al 2016). Además, a diferencia de los ingresos, vemos que en 2020 los gastos no han sufrido una disminución tan exagerada.

Esto se debe a que los gastos de la Sociedad son en su práctica totalidad fijos, lo que ha producido que en 2020 los ingresos no hayan sido capaces de cubrir los gastos, teniendo así un beneficio antes de intereses e impuestos (en adelante EBIT) negativo en el periodo.

Gráfico 4.4. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Evolución del total de ingresos de explotación, total de gastos de explotación y gastos OPEX (miles de euros).



Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Para comprender mejor los gastos de explotación de la Compañía, calculamos los denominados gastos operativos (en adelante gastos OPEX), los cuales se obtienen de la suma de los aprovisionamientos, gastos de personal y otros gastos de explotación. En el gráfico superior, vemos que su evolución en los últimos años es muy similar al total de los gastos.

Tabla 4.16. Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena. Porcentajes horizontales del total de ingresos de explotación, total de gastos de explotación, gastos OPEX y beneficio neto.

	2020	2019	2018	2017	2016
TOTAL INGRESOS	59%	119%	115%	107%	100%
TOTAL GASTOS	101%	110%	107%	100%	100%
Gastos OPEX	91%	116%	109%	102%	100%
BENEFICIO NETO	-14%	124%	114%	105%	100%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG. Año base 2016.

En la tabla superior, en la cual podemos ver las diferentes evoluciones producidas entre 2016 y 2020 (con valores de 2016 en base 100) de varias cuentas e indicadores, observamos sin embargo que la varianza de los gastos OPEX es mayor que el total de los gastos, lo que provoca que aumente y disminuya con más fuerza.

En 2017, la Sociedad consigue aumentar los ingresos y el beneficio neto manteniendo los gastos casi constantes. En 2018, vemos que todas las cuentas aumentan bastante, aunque tanto los ingresos como el beneficio tienen un crecimiento mayor que los gastos.

En 2019, el total de ingresos y gastos tienen una subida similar, mientras que los gastos OPEX aumentan en un porcentaje similar al periodo anterior. Pero esto no es malo por sí mismo, ya que Aena consigue que el beneficio neto crezca aún más.

Por lo tanto, en estos tres periodos, la Sociedad consiguió algo muy importante, que es que el beneficio creciera a un ritmo mayor que los ingresos y los gastos, lo que significa que su rentabilidad era cada año mejor.

Sin embargo, en el periodo 2020, vemos que las tendencias cambian abruptamente.

El total de ingresos se desploma, lo que hace que su saldo no llegue al 60% del que tenía en 2016. Esto puede provocar grandes problemas, ya que como sabemos y hemos comentado con anterioridad, la mayoría de los gastos son fijos, por lo que se puede llegar a tener un EBIT negativo.

Para ello, ahora tenemos que fijarnos en los gastos. Vemos que los gastos OPEX también han caído con fuerza, quedándose justo por encima del 90% del nivel en 2016. Esto se debe al plan de ahorro que ha llevado a cabo Aena en el periodo para paliar los efectos de la pandemia.

Sin embargo, aun con la bajada sufrida por los gastos OPEX, el total de los gastos, que también sufre una caída considerable, consigue mantenerse en niveles superiores a los de 2016, lo que produce que en 2020 la disminución de los ingresos no se vea compensada con la disminución de los gastos.

Entonces, ¿cómo puede ser que la disminución de los gastos OPEX no haya provocado una reducción más severa en el total de los gastos? Una gran parte de culpa la han tenido los deterioros contabilizados en el periodo.

Y es que, en 2020, la extraordinaria reducción de la actividad de la Sociedad por la pandemia ha producido una fuerte caída de los flujos de efectivo de explotación, lo que podía llegar a considerarse como un indicador de deterioro. En consecuencia, la Sociedad ha llevado a cabo tests en sus unidades generadoras de efectivo, obteniendo casi 110 millones de euros en deterioros en 2020 después de no tener en 2019.

Por lo tanto, como resumen, la reducción de los ingresos del negocio aeroportuario, el alto porcentaje de costes fijos, y los deterioros detectados, han provocado que, primero el EBIT, y luego el resultado del ejercicio, hayan sido negativos por primera vez desde 2012 (Camarero, 2021).

4.3.1.3. *Impuesto sobre las ganancias*

En cuanto al impuesto sobre las ganancias, vemos que desde 2016 y hasta 2019 aumenta a un ritmo de alrededor de un 7% anual. Esto se debe a que cada año había un mayor resultado del periodo. La tasa efectiva del impuesto en estos periodos era del 23,2% en 2016, 23,5% en 2017, 23,6% en 2018, y 23,2% en 2019.

En cambio, en 2020, debido al resultado negativo del periodo, en vez de pagar el impuesto, Aena ha registrado un ingreso de 51,9 millones de euros.

4.3.2. Análisis de rentabilidad

El accionista desea que la Sociedad genere valor para así retribuirlo, ya sea vía dividendos o por la plusvalía obtenida con la venta de acciones, así que vamos a evaluarlo a través de los siguientes indicadores (ver anexo 6).

Tabla 4.17. Ratios para evaluar la rentabilidad de Aena.

	Conveniente	2020	2019	2018	2017	2016
ROA	Mayor que Kd	-0,81%	9,68%	8,91%	8,06%	7,50%
ROE	Elevado	-2,07%	22,51%	22,00%	21,71%	23,31%
ROCE	Elevado	-0,70%	15,15%	14,59%	13,38%	11,07%
Coste de la deuda (Kd)		1,41%	1,80%	1,85%	1,77%	1,84%
Margen financiero	Positivo	-2,22%	7,88%	7,06%	6,29%	5,66%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Vemos que en los años anteriores al inicio de la pandemia, Aena era una compañía con altas rentabilidades. La rentabilidad del activo mejoraba cada año, lo que significaba que las inversiones en bienes de capital (en adelante CAPEX) que realizaba la Sociedad eran beneficiosas, ya que el resultado del ejercicio crecía a un ritmo superior al que lo hacía el activo.

Además, la rentabilidad económica o de los activos (en adelante ROA) era superior al coste de la deuda, por lo que el margen financiero era positivo. Esto provocaba que la deuda fuera rentable y, por tanto, que el apalancamiento financiero fuera favorable.

El rendimiento sobre el activo empleado (en adelante ROCE) y la rentabilidad financiera o de los fondos propios (en adelante ROE) también mejoraban, ya que los resultados de la Sociedad eran cada año más positivos, por lo que Aena se veía como una compañía con unas rentabilidades muy sólidas y con potencial para que fueran cada vez superiores.

Sin embargo, la situación de la pandemia ha cambiado la tendencia y las rentabilidades han pasado a ser todas negativas. Esto es razonable, ya que estos indicadores dependen del resultado de explotación y del resultado del ejercicio, por lo que si estos son negativos, como ha ocurrido en 2020, los ratios también lo serán.

Aunque estos resultados obtenidos puedan indicar problemas graves, ya que las rentabilidades y el margen financiero son negativos, al final esto se ha debido a la situación que ha generado un agente exógeno como es la pandemia. Como hemos visto en el epígrafe 2.3.1. (Estructura y evolución de la

cuenta de pérdidas y ganancias), el resultado negativo se ha debido sobre todo a la fuerte disminución de los ingresos ordinarios.

Por lo tanto, si la situación mejora, y el tráfico aéreo vuelve a los niveles de antes de la pandemia, la Sociedad podría volver a tener rentabilidades muy positivas, ya que incluso una situación como la actual no ha provocado grandes desequilibrios en cuanto a posibles problemas de solvencia, tal y como hemos estudiado. El nivel de endeudamiento ha aumentado, pero lo ha hecho sobre todo a largo plazo que es cuando puede la situación puede volver a la normalidad, ya que la deuda a corto plazo incluso ha disminuido.

En resumen, aunque los resultados en 2020 son malos, y la Sociedad debe estar vigilante, el análisis que hemos realizado de la compañía nos muestra que el momento actual puede ser algo puntual y Aena podría recuperarse y llegar en pocos años a los niveles de rentabilidad anteriores.

4.3.3. Análisis bursátil

Los siguientes ratios bursátiles (ver anexo 6) nos van a permitir completar el análisis de las cuentas.

Tabla 4.18. Ratios para realizar un análisis bursátil de Aena.

	Óptimo	2020	2019	2018	2017	2016
Beneficio por acción	Elevado	(0,85)	9,61	8,85	8,21	7,76
Dividendo por acción	Elevado	0,00	0,00	6,93	6,50	3,83
Rendim. por dividendo	Elevado			4,36%	3,85%	2,36%
PER		13,87	17,73	18,89	23,31	20,72
EV / EBITDA		9,71	11,52	12,25	14,07	12,99
Precio / Valor contable	Mayor que 1	3,12	3,90	4,09	4,71	4,01

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Para empezar, vemos que el beneficio por acción mejora entre 2016 y 2019. Esto se debe a que el beneficio neto crecía cada año, mientras que no se llevaba a cabo ninguna ampliación de capital, por lo que no podía haber una situación mejor para los accionistas.

Pero, en 2020, debido a la COVID-19, el resultado del ejercicio ha sido negativo, por lo que los accionistas de Aena han perdido valor con sus

acciones. Por tanto, Aena tiene que volver a tener beneficios, y similares a los de antes de la pandemia, si no quiere que los inversores pierdan confianza en la Sociedad.

El *pay-out* (política de distribución de dividendos) es del 80%, por lo que el posible reparto de dividendos de Aena es muy atractivo para los inversores. Mientras que en los periodos 2019 y 2020 no se repartieron dividendos por la pandemia, en los años anteriores, que sí que se repartieron, vemos que el rendimiento por dividendo mejoraba cada año, lo cual está muy bien valorado por el mercado.

En cuanto a la relación precio-beneficio (en adelante PER) y Valor Empresa (EV) / EBITDA, vemos que desde 2017 los valores han ido disminuyendo. Esto es interesante, ya que cuanto más bajos sean ambos, más baratas o infravaloradas se ven las acciones de la Sociedad. Sin embargo, hay que tener cuidado, ya que si estos ratios son demasiado reducidos, puede indicar que el mercado cree que las expectativas de futuro de la empresa no sean muy favorables, por lo que pasa de tener una acción demandada a no serlo.

Por último, vamos a comparar el valor de mercado y el valor contable de la acción de Aena. Por lo que vemos, desde 2017 la acción de la Sociedad se ha vuelto más atractiva para los inversores, ya que el valor es mayor que 1, pero si es demasiado superior a 1, puede ser un síntoma de que está demasiado cara. Por lo tanto, mientras el ratio disminuya pero siga siendo mayor que 1, será buena señal para la Compañía.

4.4. Análisis del estado de flujos de efectivo

El estado de flujos de efectivo (en adelante EFE) informa de los movimientos y saldos de tesorería distinguiendo entre explotación, inversiones y financiación (ver anexo 7).

También es útil para evaluar la situación de una empresa, ya que desde una perspectiva económico-financiera, su éxito se mide en base de los beneficios y tesorería que es capaz de generar (Amat Salas & Nombela, 2015).

Tabla 4.19. Estado de flujos de efectivo de Aena.

	2020	2019	2018	2017	2016
	Miles €	Miles €	Miles €	Miles €	Miles €
Resultado antes de impuestos	(212.633)	1.882.849	1.737.353	1.596.707	1.516.119
Ajustes	1.035.340	909.616	918.553	935.380	829.591
Variaciones en capital circulante	(561.888)	(140.604)	(180.504)	(122.326)	(55.319)
Otro efectivo generado por las operaciones	(114.576)	(537.518)	(527.744)	(395.149)	(455.666)
Efectivo neto generado por actividades de explotación	146.243	2.114.343	1.947.658	2.014.612	1.834.725
Adquisiciones de inmovilizado material	(469.776)	(480.335)	(498.865)	(339.189)	(287.919)
Adquisiciones de activos intangibles	(33.346)	(544.421)	(21.328)	(31.220)	(16.120)
Adquisiciones de inversiones inmobiliarias	(76)	(7.660)	(4.410)	(831)	(1.346)
Otros	(31.503)	22.838	22.296	9.626	13.747
Efectivo neto utilizado en actividades de inversión	(534.701)	(1.009.578)	(502.307)	(361.614)	(291.638)
Emisión de deuda	2.877.837	801.139	32.779	991.053	31.739
Devoluciones de deudas con entidades de crédito	(741.000)	(650.000)	0	(278.285)	(333)
Devoluciones de financiación del Grupo	(633.619)	(633.744)	(798.059)	(1.497.288)	(1.172.339)
Dividendos pagados	0	(1.051.230)	(993.390)	(592.232)	(409.716)
Otros	(121.607)	19.209	109.762	12.478	17.567
Efectivo neto generado/(utilizado) en actividades de financiación	1.381.611	(1.514.626)	(1.648.908)	(1.364.274)	(1.533.082)
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	(8.872)	(922)	(40)	1.637	(2.130)
(Disminución)/aumento de efectivo y equiv.	984.281	(410.783)	(203.597)	290.361	7.875
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	240.597	651.380	854.977	564.616	556.741
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	1.224.878	240.597	651.380	854.977	564.616

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

El flujo de caja generado por la explotación da mucha información sobre la capacidad de generar riqueza de la empresa, ya que relaciona el beneficio con los restantes flujos de explotación.

En este caso, el flujo de caja de explotación oscila en valores cercanos a 2.000 millones de euros, aumentando en 2017 y 2019 casi un 10%, y disminuyendo en 2018.

En 2017, vemos que el aumento se debe primero por el mayor BAI en el periodo, y también por el mucho menor gasto de intereses por expropiaciones con respecto a 2016, tal y como se muestra en el apartado de ajustes. Además, baja el saldo de clientes y aumenta el de proveedores, por lo que hay un empeoramiento en cuanto al capital circulante.

En 2018, el descenso del flujo de caja de explotación se debe sobre todo por el efecto del cobro de más de 100 millones de euros en concepto de devolución

del impuesto sobre Sociedades del ejercicio 2015 (Aena, 2019). En 2019, los resultados son muy similares, habiendo principalmente un aumento del beneficio antes de impuestos (en adelante BAI).

Por último, en 2020, vemos que la caída del flujo de caja de explotación es muy significativa. El gran culpable es el BAI, que disminuye un 111%, debido a lo explicado en el epígrafe 2.3. (Análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias). También es considerable la variación negativa en el capital circulante, cuya razón es el aumento del 77% del saldo de clientes y la disminución del 24% del saldo de proveedores con respecto a 2019.

A continuación, se muestran una serie de ratios que comparan el flujo de caja de la explotación con el activo, la deuda, y los ingresos ordinarios (anexo 6).

Tabla 4.20. Ratios para evaluar el flujo de caja de explotación de Aena.

	Óptimo	2020	2019	2018	2017	2016
Rendimiento del activo	Elevado	0,93%	14,20%	13,07%	13,16%	11,83%
Capacidad de devolución	Elevado	1,77%	30,58%	26,66%	25,15%	20,87%
Flujo de explot. s/ Ventas	Elevado	6,71%	47,58%	46,36%	50,87%	49,46%

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

Los resultados son razonables por lo que acabamos de explicar y por las variaciones de cada una de las otras partidas. En 2017 y 2019, el rendimiento del activo y la capacidad de devolución de las deudas mejoran, al igual que lo hace el ratio sobre ventas, aunque este último con menor fuerza ya que los ingresos ordinarios también aumentan, mientras que el activo y la deuda no.

En 2018, empeoran el rendimiento del activo y el ratio sobre ventas por el descenso en el flujo de caja de explotación. La capacidad de devolución sigue aumentando por su parte debido a que las deudas disminuyen aún más.

Sin embargo, en 2020, vemos que todos los ratios sufren una fuerte caída. Esto es normal, ya que hemos visto que el flujo de caja de explotación decrece un 111% en el periodo. El ratio sobre ventas no llega a estar por debajo del 2% como el rendimiento de devolución y la capacidad de devolución porque ya hemos visto que los ingresos ordinarios también caen más de la mitad, mientras que el activo y la deuda aumentan en 2020.

Con respecto al flujo de caja por inversión, vemos que en 2017 y 2018 aumenta la cantidad utilizada, sobre todo debido al crecimiento en adquisiciones de inmovilizado material, lo cual sigue el programa de inversiones definido en el plan estratégico 2018-2021. Estas inversiones se centran sobre todo en la mejora de las instalaciones y de la seguridad operacional de los aeropuertos.

En 2019, las adquisiciones en inmovilizado material disminuyen, pero el efectivo utilizado se duplica con respecto a 2018 debido a la inversión realizada en la concesión en ANB, tal y como explicamos en el epígrafe 2.2.1. (Activo).

En 2020, por la pandemia, el programa de inversiones de Aena se paraliza, por lo que las adquisiciones de inmovilizado material vuelven a disminuir, y las inversiones inmobiliarias se acercan a ser 0. Además, las inversiones en activos intangibles vuelven a niveles de antes de 2019, después del repunte extraordinario en ese periodo.

Por último, en cuanto al flujo de caja de financiación, en 2017 disminuye el efectivo utilizado, ya que aumentan las devoluciones de deuda y los dividendos pagados, pero lo hace aún más la emisión de deuda.

Mientras, en 2018, ocurre lo contrario, ya que el efectivo utilizado en actividades de financiación crece por las devoluciones de deuda y los dividendos pagados. La emisión de deuda es muy reducida y la principal fuente de ingresos es el cobro de subvenciones.

En 2019, el efectivo utilizado vuelve a decrecer por las mismas razones que en 2017 y, en 2020, la estructura cambia. Debido a la pandemia, como acabamos de ver, el flujo de caja de explotación decrece con fuerza. Por lo tanto, para reforzar la liquidez de la Sociedad, la emisión de deuda aumenta un 259% con respecto a 2019. Esto, sumado al ligero crecimiento de la devolución de deuda, a la reducida devolución de obligaciones, y al no haber repartido dividendos, vemos que el flujo de caja de financiación es positivo por primera vez en el lustro analizado, es decir, se genera efectivo.

En resumen, la Sociedad antes de la pandemia tenía una gran capacidad de generar efectivo a partir de las actividades de explotación, debido sobre todo al aumento constante del BAI cada año. Sin embargo, el efectivo utilizado en

actividades de inversión y financiación aumentaba a un ritmo aun mayor, lo que produjo que en los periodos 2018 y 2019 el efectivo disminuyera. Por lo tanto, Aena tendría que estudiar si su capacidad de generar flujos de explotación era suficiente para llevar a cabo las inversiones deseadas sin tener que modificar su estructura de financiación y de reparto de dividendos.

En 2020, debido a la pandemia, el flujo de caja de explotación ha disminuido considerablemente por la caída del BAI, por lo que la Sociedad ha tenido que ralentizar el plan de inversiones y, además, no ha repartido dividendos y ha emitido mucha más deuda para no tener problemas de liquidez.

5. CONCLUSIONES

En este último epígrafe, vamos a sintetizar todos los conocimientos adquiridos en la realización del análisis económico-financiero de Aena del último lustro.

En primer lugar, debemos comentar que la situación de la Sociedad es muy diferente en el periodo entre 2016 y 2019 que en el año 2020 tras el inicio de la pandemia, pero que en ningún momento se vislumbra un riesgo de quiebra.

Antes de la pandemia, los ingresos ordinarios, que son la piedra angular de Aena, aumentaban todos los años gracias a que el tráfico aéreo era cada vez mayor, tal y como vimos en el análisis del negocio aeronáutico. Sin embargo, hemos visto también que el negocio comercial iba teniendo cada vez más peso en el total de ingresos ordinarios, lo cual era positivo ya que es la línea de negocio con mejor EBITDA.

Estos ingresos ordinarios elevados año tras año provocaban que los ingresos de explotación fueran superiores a los gastos de explotación, por lo que el BAI, y más adelante el resultado del ejercicio, eran positivos, consiguiendo así beneficios netos en todos los periodos entre 2016 y 2020.

A partir de estos resultados, vimos que las rentabilidades eran muy altas y que mejoraban todos los años. La rentabilidad del activo, del capital empleado y de los fondos propios cada periodo era mayor, consiguiendo además que el primero fuera superior que el coste de la deuda, por lo que el apalancamiento financiero era positivo, y la deuda rentable.

Otra consecuencia de los beneficios obtenidos era que Aena lograba con ello una gran capacidad de generación de flujos de caja relacionados con las actividades de explotación.

Gracias a esta capacidad, y a una estructura de financiación apropiada, la Sociedad podía llevar a cabo el programa de inversiones que había diseñado. Al final, hemos visto que la Compañía dependía en gran medida del CAPEX, ya que el peso del inmovilizado material era de más del 85% del total de los activos al ser una empresa de explotación de los activos fijos, como son los aeropuertos, y no de rotación. A esto hay que sumar la inversión realizada en la concesión administrativa de ANB, que provocó en 2019 un fuerte aumento del efectivo utilizado.

Además, el *pay out* de Aena es del 80%, por lo que el reparto de dividendos que se hacía cada año era cuantioso, al igual que lo era la devolución de deuda pactada.

Por lo tanto, el efectivo utilizado tanto en inversión como en financiación era cada vez más elevado en comparación con el efectivo generado en la explotación, haciendo que la tesorería fuera decreciendo hasta 2019.

Esto tuvo dos consecuencias:

La primera, que la solvencia a corto plazo fuera cada vez peor. El hecho de que la estructura de la Sociedad provocara un fondo de maniobra negativo, junto a la disminución constante de la tesorería, hacía que los resultados de los ratios mostraran síntomas de liquidez insuficiente a corto plazo.

La segunda era que la Sociedad necesitaba contratar nueva deuda. Sin embargo, aunque esto pudiera parecer negativo, debido al apalancamiento positivo, el ratio de endeudamiento era cada vez más conveniente, si bien el peso de la deuda a corto plazo aumentaba. Además, el EBITDA crecía anualmente más que la deuda financiera neta y los gastos financieros.

En resumen, entre 2016 y 2020, debido al aumento continuo del beneficio y de una política de dividendos que satisfacía con creces al accionista, los ratios bursátiles mejoraban anualmente, por lo que la empresa era cada año más atractiva para los inversores del mercado.

Sin embargo, en 2020 la situación cambia drásticamente para Aena con el comienzo de la pandemia del COVID-19.

El tráfico aéreo sufre una caída considerable debido a las restricciones impuestas a nivel global. Esto provoca que los ingresos ordinarios del negocio aeronáutico disminuyan con fuerza, y pasen de ser el 64% del total en 2019 al 43% en 2020 en beneficio del negocio comercial, que baja mucho menos.

Este fuerte descenso de los ingresos ordinarios, junto a los altos costes fijos y a los deterioros generados, provocan que la disminución del total de los gastos de explotación no compense la disminución de los ingresos de explotación.

Por lo tanto, en 2020, el EBIT y el resultado del ejercicio son negativos, haciendo que la generación de efectivo por la explotación decrezca un 93%.

Como consecuencia, las rentabilidades sufren una merma importante, ya que el ROA, ROE y ROCE pasan a ser negativos, al igual que el margen financiero.

Debido a la previsión del grave descenso del efectivo generado por la explotación, la Sociedad actúa para que no haya problemas reales de solvencia a corto plazo. Para ello, empieza paralizando las inversiones, suspende el reparto de dividendos y, por último, refuerza la liquidez de la Compañía a través de la contratación masiva de deuda.

Esto hace que la tesorería aumente un 409% con respecto a 2019, lo que consigue que el riesgo de insolvencia a corto plazo desaparezca por completo.

En cuanto a la situación del endeudamiento, observamos que la mayoría de la nueva deuda es a largo plazo, por lo que el ratio de la calidad de la deuda mejora. Por su parte, el coste de la deuda disminuye, pero esto no quita que el apalancamiento financiero sea negativo, por lo que la deuda no es rentable.

En adición, el aumento de la deuda neta, junto al descenso del EBITDA y del *cash flow*, hacen que la capacidad de devolución de la deuda disminuya, y que incluso la Sociedad incumpla un *covenant* con las entidades de crédito al superar los valores pactados en el ratio EBITDA / Deuda neta.

Aún con todo esto, la excelente calificación crediticia de Aena se ha mantenido, lo que refleja la opinión general con la situación actual de la Sociedad.

Tras realizar el análisis, vemos que Aena es una compañía muy solvente, capaz de generar valor, con rentabilidades altas y atractiva para los inversores por el reparto de dividendos y el rendimiento que genera la acción.

La situación actual ha creado incertidumbre, pero más que relacionado con la capacidad de la Sociedad, con la perspectiva de una posible recuperación.

El único problema que podría tener Aena es que, independientemente del contexto, la Sociedad debe analizar si su capacidad de generación de flujo de caja de explotación es suficiente para ejecutar su programa de inversiones y el efectivo que normalmente utiliza en su financiación, ya que en caso contrario estaría gastando por encima de sus posibilidades. De todas formas, esto solo podría convertirse en un problema si es algo continuo en el tiempo.

Por lo tanto, para terminar, este análisis nos ha mostrado que Aena es una compañía muy sólida y sin riesgos internos importantes. En consecuencia, cuando la situación mejore, y el tráfico aéreo vaya volviendo a los niveles de antes de la pandemia, Aena conseguirá de nuevo beneficios y su capacidad de generación de valor regresará.

6. BIBLIOGRAFÍA

AECA. (1998). *Indicadores para la gestión empresarial*. Madrid.

Aena. (2018). *Informe de Gestión de 2017*.

Aena. (2019). *Informe de Gestión de 2018*.

Aena. (2020). *Informe de Gestión de 2019*.

Aena. (2021). *Filiales de Aena*. Obtenido de Aena:

<https://portal.aena.es/es/corporativa/filiales-aena.html>

Aena. (2021). *Informe de Gestión de 2020*.

Aena. (2021). *Transporte aéreo y turismo*. Obtenido de Aena:

<https://portal.aena.es/es/corporativa/transporte-aereo-y-turismo.html>

Amat Salas, O., & Nombela, V. (2015). *Manual de análisis de empresas cotizadas*. Profit Editorial.

- Camarero, J. M. (24 de febrero de 2021). *Aena regresa a pérdidas ante la falta de actividad por el coronavirus*. Obtenido de El Correo:
<https://www.elcorreo.com/economia/empresas/aena-regresa-perdidas-20210224110002-ntrc.html>
- CNMC. (2014). *El sector aeroportuario en España: Situación actual y recomendaciones de liberalización*. Obtenido de
https://www.cnmc.es/sites/default/files/1185359_9.pdf
- Eurocontrol. (2021). *What COVID-19 did to European Aviation in 2020, and Outlook 2021*.
- Fondo Monetario Internacional. (2021). *Perspectivas de la economía mundial: Manejar recuperaciones divergentes*. Washington, DC.
- Invertir en bolsa. (2021). *Datos históricos de Aena*. Obtenido de Invertir en bolsa: <https://www.invertiren bolsa.info/historicodividendos/empresa/aena>
- KPMG Auditores, S.L. (2021). *Informe de Auditoría de Aena S.M.E., S.A. y sociedades dependientes de 2020*. Madrid.
- Magariño, J. F. (8 de febrero de 2021). *Aena bajará un 50% los 5.000 millones de inversión prevista de 2022 a 2026 para evitar presión tarifaria*. Obtenido de Cinco Días:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/02/05/companias/1612554158_080939.html
- Magariño, J. F. (4 de Febrero de 2021). *Aena se da un mes para resolver el millonario cobro del alquiler a sus comerciantes*. Obtenido de CincoDías:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/02/03/companias/1612375534_932188.html
- Ministerio de Economía y Hacienda. (2021). *Plan General de Contabilidad*. Boletín Oficial del Estado.
- Moody's. (2021). *¿Qué es la calificación crediticia?* Obtenido de Moody's:
<https://es.ratings.moody's.io/ratings>
- Our World In Data. (2021). *Coronavirus (COVID-19) Deaths*. Obtenido de Our World In Data: <https://ourworldindata.org/covid-deaths>

ANEXOS

ANEXO 1: Activo de Aena y su variación anual (2016-2020)

	2020		2019		2018		2017		2016
	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €
ACTIVOS NO CORRIENTES	13.537.000	-4,25%	14.137.801	2,55%	13.785.594	-2,19%	14.093.595	-2,82%	14.502.621
Inmovilizado material	12.331.677	-2,68%	12.670.706	-1,57%	12.872.781	-2,52%	13.205.946	-2,64%	13.563.922
Activos intangibles	702.306	-30,41%	1.009.244	99,06%	506.996	3,22%	491.173	-6,56%	525.647
Inversiones inmobiliarias	139.176	-1,24%	140.928	1,99%	138.183	2,28%	135.108	-0,43%	135.690
Activos por derecho de uso	35.029	-43,25%	61.725		0		0		0
Inversiones en empresas asociadas	57.220	-10,29%	63.783	-2,52%	65.433	2,31%	63.955	-10,85%	71.741
Activos financieros mantenidos para la venta	0		0		0	-100,00%	347	-1,98%	354
Otros activos financieros	90.986	13,56%	80.123	9,98%	72.854	1,89%	71.506	21,82%	58.697
Otros activos no corrientes	24.043	451,07%	4.363	33,88%	3.259	15,12%	2.831	8,93%	2.599
Instrumentos derivados financieros	0		0	-100,00%	1.144	217,78%	360		0
Activos por impuestos diferidos	156.563	46,42%	106.929	-14,42%	124.944	2,10%	122.369	-15,00%	143.971
ACTIVOS CORRIENTES	2.126.087	182,45%	752.742	-32,40%	1.113.476	-8,27%	1.213.837	20,04%	1.011.153
Existencias	6.516	-4,75%	6.841	-5,75%	7.258	2,94%	7.051	-21,29%	8.958
Clientes y otros activos corrientes	894.693	77,06%	505.304	11,10%	454.838	29,29%	351.809	-19,60%	437.579
Efectivo y equivalentes	1.224.878	409,10%	240.597	-63,06%	651.380	-23,81%	854.977	51,43%	564.616
TOTAL ACTIVOS	15.663.087	5,19%	14.890.543	-0,06%	14.899.070	-2,67%	15.307.432	-1,33%	15.513.774

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

ANEXO 2: Patrimonio neto de Aena y su variación anual (2016-2020)

	2020		2019		2018		2017		2016
	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €
PATRIMONIO NETO	6.064.983	-4,97%	6.381.876	5,94%	6.023.805	5,91%	5.687.864	13,17%	5.025.749
Capital ordinario	1.500.000	0,00%	1.500.000	0,00%	1.500.000	0,00%	1.500.000	0,00%	1.500.000
Prima de emisión	1.100.868	0,00%	1.100.868	0,00%	1.100.868	0,00%	1.100.868	0,00%	1.100.868
Ganancias/(pérdidas) acumuladas	3.811.411	-3,22%	3.938.336	11,42%	3.534.635	11,15%	3.180.024	26,10%	2.521.852
Diferencias de conversión acumuladas	(181.671)	742,04%	(21.575)	6,28%	(20.301)	-9,87%	(22.523)	38,51%	(16.261)
Otras reservas	(111.595)	-0,21%	(111.827)	39,20%	(80.333)	5,80%	(75.931)	-32,87%	(113.110)
Participaciones no dominantes	(54.030)	125,82%	(23.926)	116,25%	(11.064)	-303,91%	5.426	-83,25%	32.400

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

ANEXO 3: Pasivo de Aena y su variación anual (2016-2020)

	2020		2019		2018		2017		2016
	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €
PASIVOS NO CORRIENTES	7.819.768	21,65%	6.428.152	-12,86%	7.376.773	-9,32%	8.135.177	-9,23%	8.962.156
Deuda financiera	7.116.554	25,40%	5.675.036	-13,66%	6.573.078	-9,66%	7.276.016	-8,04%	7.912.184
Instrumentos financieros derivados	101.656	6,25%	95.672	69,20%	56.543	23,88%	45.645	-52,89%	96.895
Subvenciones	425.917	-7,75%	461.690	-6,84%	495.594	-3,19%	511.927	-5,96%	544.382
Prestaciones a los empleados	35.943	-19,48%	44.639	-4,25%	46.622	-21,15%	59.126	11,42%	53.065
Provisiones para otros pasivos y gastos	69.796	-9,67%	77.267	-8,78%	84.700	19,46%	70.901	-46,95%	133.639
Pasivos por impuestos diferidos	54.975	-5,84%	58.386	-17,76%	70.995	-11,43%	80.153	-10,93%	89.990
Otros pasivos a largo plazo	14.927	-3,46%	15.462	-68,60%	49.241	-46,13%	91.409	-30,75%	132.001
PASIVOS CORRIENTES	1.778.336	-14,52%	2.080.515	38,84%	1.498.492	0,95%	1.484.391	-2,72%	1.525.869
Deuda financiera	1.139.248	-8,01%	1.238.403	69,08%	732.428	-0,34%	734.943	-16,53%	880.439
Instrumentos financieros derivados	31.645	-0,05%	31.662	-3,29%	32.740	-11,54%	37.010	-6,66%	39.651
Proveedores y otras cuentas a pagar	517.855	-23,83%	679.879	10,90%	613.049	4,77%	585.140	33,28%	439.045
Pasivos por impuesto corriente	217	-97,87%	10.165	-59,16%	24.889	659,04%	3.279		0
Subvenciones	34.711	-2,64%	35.652	1,24%	35.217	-12,29%	40.152	4,93%	38.266
Provisiones para otros pasivos y gastos	54.660	-35,51%	84.754	40,86%	60.169	-28,26%	83.867	-34,72%	128.468
TOTAL PASIVOS	9.598.104	12,80%	8.508.667	-4,13%	8.875.265	-7,74%	9.619.568	-8,28%	10.488.025

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

ANEXO 4: Cuenta de pérdidas y ganancias de Aena y su variación anual (2016-2020)

	2020		2019		2018		2017		2016
	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €
Ingresos ordinarios	2.180.616	-50,93%	4.443.560	5,76%	4.201.406	6,08%	3.960.582	6,77%	3.709.581
Otros ingresos de explotación	9.662	-4,02%	10.067	-9,36%	11.107	2,35%	10.852	39,83%	7.761
Trabajos realizados por la empresa para su activo	5.285	0,46%	5.261	5,62%	4.981	4,84%	4.751	2,95%	4.615
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	36.746	-7,34%	39.655	-58,29%	95.076	123,69%	42.504	2,20%	41.590
Excesos de provisiones	10.465	122,19%	4.710	-38,66%	7.679	-13,77%	8.905	-0,39%	8.940
TOTAL INGRESOS	2.242.774	-50,20%	4.503.253	4,24%	4.320.249	7,27%	4.027.594	6,76%	3.772.487
Aprovisionamientos	(153.987)	-9,71%	(170.542)	-1,38%	(172.936)	-0,71%	(174.176)	-3,43%	(180.366)
Gastos de personal	(456.876)	0,15%	(456.173)	7,66%	(423.725)	1,57%	(417.155)	6,76%	(390.724)
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	(22.649)	64,02%	(13.809)	-861,67%	1.813		0		0
Otros gastos de explotación	(722.427)	-32,82%	(1.075.321)	6,65%	(1.008.289)	10,69%	(910.912)	1,01%	(901.775)
Amortización del inmovilizado	(806.863)	2,27%	(788.969)	-2,16%	(806.383)	0,79%	(800.035)	-3,12%	(825.805)
Deterioro de inmovilizado	(108.809)		0	-100,00%	(46.248)		0		0
Resultado por enajenaciones de inmovilizado	(5.115)	-45,56%	(9.396)	-41,67%	(16.107)	47,57%	(10.915)	70,49%	(6.402)
Otras ganancias / (pérdidas) - netas	(58.340)	395,92%	(11.764)	-743,19%	1.829	-38,40%	2.969	644,11%	399
TOTAL GASTOS	(2.335.066)	-7,56%	(2.525.974)	2,26%	(2.470.046)	6,92%	(2.310.224)	0,24%	(2.304.673)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	(92.292)	-104,67%	1.977.279	6,87%	1.850.203	7,73%	1.717.370	17,00%	1.467.814
Ingresos financieros	2.006	-56,10%	4.569	53,07%	2.985	-56,68%	6.891	-96,69%	208.484
Gastos financieros	(116.239)	-6,85%	(124.786)	-7,74%	(135.248)	-4,84%	(142.134)	-12,28%	(162.024)
Otros ingresos/(gastos) financieros - netos	(7.178)	-314,85%	3.341	-550,27%	(742)	-82,93%	(4.347)	-69,55%	(14.276)
Gastos financieros - netos	(121.411)	3,88%	(116.876)	-12,13%	(133.005)	-4,72%	(139.590)	-533,72%	32.184
Participación en el resultado de asociadas	1.070	-95,23%	22.446	11,37%	20.155	6,49%	18.927	17,41%	16.121
Resultado antes de impuestos	(212.633)	-111,29%	1.882.849	8,37%	1.737.353	8,81%	1.596.707	5,32%	1.516.119
Impuesto sobre las ganancias	51.885	-111,87%	(437.174)	6,73%	(409.602)	9,30%	(374.738)	6,54%	(351.733)
RESULTADO DEL PERIODO CONSOLIDADO	(160.748)	-111,12%	1.445.675	8,88%	1.327.751	8,66%	1.221.969	4,95%	1.164.386
Resultado del periodo atribuible a participaciones no dominantes	(33.962)	-1029,70%	3.653	-2888,55%	(131)	-98,69%	(10.036)	-4334,60%	237
Resultado del periodo atribuible a los accionistas de la dominante	(126.786)	-108,79%	1.442.022	8,60%	1.327.882	7,78%	1.232.005	5,83%	1.164.149

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG

ANEXO 5: Ingresos ordinarios de Aena por líneas de negocio y su variación anual (2016-2020)

	2020		2019		2018		2017		2016
	M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %	M€
Ingresos ordinarios	2.181	-50,91%	4.443	5,74%	4.201	6,08%	3.961	6,77%	3.710
Aeropuertos: Aeronáutico	936	-67,08%	2.843	3,22%	2.754	4,39%	2.639	5,62%	2.498
Aeropuertos: Comercial	1.030	-16,71%	1.237	8,10%	1.144	9,04%	1.049	11,20%	944
Servicios Inmobiliarios	76	-3,18%	79	17,11%	67	12,56%	60	-4,33%	62
Aeropuerto Internacional de la Región de Murcia	6	-63,16%	15		0		0		0
Internacional	134	-50,30%	270	13,58%	238	10,50%	215	3,66%	208
Ajustes Intersegmentos	(1)	0,00%	(1)	-33,33%	(2)	-4,55%	(2)	0,00%	(2)

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de gestión de Aena

ANEXO 6: Detalle de ratios

Ratio	Objetivo	Valor conveniente	Cálculo
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO			
Solvencia	Mide la capacidad de la empresa de hacer frente a sus pagos con terceros, tanto a corto como largo plazo.	Mayor que 1	Activo / Pasivo
Endeudamiento	Mide el porcentaje que supone la financiación externa sobre el total de la financiación.	Depende de la necesidad de la E.	Pasivo / Pasivo + Patrimonio neto
Calidad de la deuda	Mide el porcentaje de deuda a corto plazo con respecto al total de deuda.	Reducido	Pasivo corriente / Pasivo total
Capacidad de devolución	Indica la capacidad de la empresa para devolver los préstamos pendientes	Elevado	Flujo de caja / Deuda LP + Deuda CP
Deuda sobre resultados	Mide el nivel de deuda con relación a la capacidad de generación de fondos de la empresa	Reducido	Deuda neta / EBITDA
Capacidad de pago de carga financiera	Mide la capacidad que tiene la empresa para atender la carga financiera (coste) de la deuda.	Elevado	EBITDA / Gastos Financieros
Coste de la deuda	Indica el coste total que la compañía paga por financiarse de manera externa	Menor o igual al coste del dinero	Gastos financieros / Deuda LP + Deuda CP
RATIOS DE LIQUIDEZ			
Liquidez / Solvencia CP	Mide la capacidad de la empresa de hacer frente a sus pagos a corto plazo.	Mayor que 1, recomendable 1,5	Activo corriente / Pasivo corriente
Fondo de maniobra	Es la parte del activo corriente que es soportada por la estructura de financiación permanente de la empresa.	Positivo	Activo corriente – Pasivo corriente

Liquidez inmediata	Igual que el de liquidez, pero eliminando las existencias, ya que tardan más en convertirse en disponible.	Alrededor de 1	(Activo corriente - Existencias) / Pasivo corriente
Tesorería / Acid test	Refleja el montante del efectivo que permite pagar las deudas de forma inmediata.	0,3	Tesorería / Pasivo corriente
RATIOS DE RENTABILIDAD			
Rentabilidad Económica (ROA)	Mide el rendimiento del activo.	Mayor que Kd	BAIL / Activo
Margen financiero	Nos indica si la rentabilidad financiera aumenta con el endeudamiento. Relacionado con ROA.	Positivo	ROA - Kd
Rentabilidad Financiera (ROE)	Mide la rentabilidad de los fondos propios.	Elevado	Beneficio neto / Patrimonio neto
Retorno del capital invertido (ROCE)	Analiza la rentabilidad sobre el capital total empleado.	Elevado	BAIL / (Activo – deudas operativas CP) Deudas. op. CP = proveed., SS, etc.
RATIOS BURSÁTILES			
Beneficio por acción (BPA)	Mide la capacidad de generar riqueza de la empresa.	Elevado	Beneficio neto / Total de acciones
Dividendo por acción (DPA)	Importe que genera cada acción sobre el total del beneficio destinado a dividendo.	Elevado	Dividendo total / Total de acciones
Rendimiento por dividendo	Rentabilidad del DPA sobre el precio de cotización de la acción.	Elevado	DPA / Precio de la acción
PER	Múltiplo de valoración del precio sobre beneficio.		Precio de la acción / Beneficio por acción
EV / EBITDA	Múltiplo de valoración del valor de la empresa sobre el EBITDA.		Valor empresa / EBITDA V. emp. = Capitaliz. + deuda - caja
Precio / Valor Contable (P/B)	Mide si la acción está infravalorada o sobrevalorada.	Mayor que 1	Precio / Valor Contable

RATIOS DEL EFE			
Rendimiento del activo	Evalúa el rendimiento del activo. Alternativa al EBIT.	Elevado	Flujo de caja explotación / Activo
Capacidad de devolución	Indica la capacidad de la empresa para devolver los préstamos pendientes. Alternativa al flujo de caja.	Elevado	Flujo de caja explotación / Deuda LP + Deuda CP
Flujo de caja explotación sobre ventas	Indica la capacidad de generación de flujo de caja con respecto a las ventas.	Elevado	Flujo de caja explotación / Ventas

Fuente: elaboración propia a partir de información obtenida de (AECA, 1998) y (Amat Salas & Nombela, 2015)

ANEXO 7: Estado de flujos de efectivo de Aena y su variación anual (2016-2020)

	2020		2019		2018		2017		2016
	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €	Var. %	Miles €
Resultado antes de impuestos	(212.633)	-111,29%	1.882.849	8,37%	1.737.353	8,81%	1.596.707	5,32%	1.516.119
Ajustes	1.035.340	13,82%	909.616	-0,97%	918.553	-1,80%	935.380	12,75%	829.591
Variaciones en capital circulante	(561.888)	299,62%	(140.604)	-22,10%	(180.504)	47,56%	(122.326)	121,13%	(55.319)
Otro efectivo generado por las operaciones	(114.576)	-78,68%	(537.518)	1,85%	(527.744)	33,56%	(395.149)	-13,28%	(455.666)
Efectivo neto generado por actividades de explotación	146.243	-93,08%	2.114.343	8,56%	1.947.658	-3,32%	2.014.612	9,80%	1.834.725
Adquisiciones de inmovilizado material	(469.776)	-2,20%	(480.335)	-3,71%	(498.865)	47,08%	(339.189)	17,81%	(287.919)
Adquisiciones de activos intangibles	(33.346)	-93,87%	(544.421)	2452,61%	(21.328)	-31,68%	(31.220)	93,67%	(16.120)
Adquisiciones de inversiones inmobiliarias	(76)	-99,01%	(7.660)	73,70%	(4.410)	430,69%	(831)	-38,26%	(1.346)
Otros	(31.503)	-237,94%	22.838	2,43%	22.296	131,62%	9.626	-29,98%	13.747
Efectivo neto utilizado en actividades de inversión	(534.701)	-47,04%	(1.009.578)	100,99%	(502.307)	38,91%	(361.614)	23,99%	(291.638)
Emisión de deuda	2.877.837	259,22%	801.139	2344,06%	32.779	-96,69%	991.053	3022,51%	31.739
Devoluciones de deudas con entidades de crédito	(741.000)	14,00%	(650.000)		0	-100,00%	(278.285)	83469,07%	(333)
Devoluciones de financiación del Grupo	(633.619)	-0,02%	(633.744)	-20,59%	(798.059)	-46,70%	(1.497.288)	27,72%	(1.172.339)
Dividendos pagados	0	-100,00%	(1.051.230)	5,82%	(993.390)	67,74%	(592.232)	44,55%	(409.716)
Otros	(121.607)	-733,07%	19.209	-82,50%	109.762	779,64%	12.478	-28,97%	17.567
Efectivo neto generado/(utilizado) en actividades de financiación	1.381.611	-191,22%	(1.514.626)	-8,14%	(1.648.908)	20,86%	(1.364.274)	-11,01%	(1.533.082)
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	(8.872)	862,26%	(922)	2205,00%	(40)	-102,44%	1.637	-176,85%	(2.130)
(Disminución)/aumento de efectivo y equiv.	984.281	-339,61%	(410.783)	101,76%	(203.597)	-170,12%	290.361	3587,12%	7.875
Efectivo y equivalentes al inicio del ejercicio	240.597	-63,06%	651.380	-23,81%	854.977	51,43%	564.616	1,41%	556.741
Efectivo y equivalentes al final del ejercicio	1.224.878	409,10%	240.597	-63,06%	651.380	-23,81%	854.977	51,43%	564.616

Fuente: elaboración propia a partir de datos del informe de auditoría realizado por KPMG