

Amadeus (AMS), Septiembre 2017

# AMADEUS (AMS)

## Actualización

Sector: Electrónica y Software (Tecnología y Telecomunicaciones)

## MANTENER

RIESGO: MEDIO

### Accionistas

Free float: 100%

Precio acción (08/09/2017):	EUR 52,70
Precio objetivo (12 meses):	EUR 56,48
Nº de Acciones (mill):	EUR 438,82
Capitalización Bursátil (mill):	EUR 23.125,95
Máx/Mín 2017:	EUR (55,20 / 42,58)
Máx/Mín 12 meses:	EUR (55,20 / 40,00)
% Máx/Mín (12 meses):	-5/32

### Analista: Iñigo Isardo

Tel: 34 - 91 - 573 30 27

Fax: 34 - 91 - 504 40 46

### Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 30 27

Fax: 34 - 91 - 504 40 46

PER 10:	18,4
PER 11:	12,2
PER 12:	17,2
PER 13:	24,7
PER 14:	23,4
PER 15:	26,1
PER 16:	28,0
PER 17E:	25,8
PER 18E:	23,2
PER 19E:	21,0

### Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2010	14,63	980,10	381,47	723,68	0,85	1,62	0,30	35
2011	6,95	1.073,45	729,49	954,87	1,02	2,13	0,37	35
2012	9,07	1.104,65	496,94	770,41	1,11	1,72	0,50	45
2013	12,67	1.193,99	562,65	870,49	1,26	1,94	0,63	50
2014	12,60	1.313,30	631,50	994,78	1,41	2,22	0,71	50
2015	13,19	1.475,63	683,94	1.112,12	1,56	2,53	0,78	50
2016	14,65	1.711,40	825,50	1.342,60	1,88	3,06	0,94	50
2017E	13,42	1.836,91	897,53	1.457,94	2,05	3,32	1,02	50
2018E	12,32	1.979,60	998,41	1.577,34	2,28	3,59	1,14	50
2019E	11,26	2.119,45	1.099,08	1.697,91	2,50	3,87	1,25	50

(\*) EUR millones

## Factores Claves de la Inversión

- **Amadeus (AMS, o la Compañía, o el Grupo) es el líder mundial del mercado de Sistemas de Distribución Globales (GDS en sus siglas en inglés) y además, desarrolla soluciones tecnológicas para el sector global del turismo y los viajes**, ambos negocios muy sinérgicos entre sí y de una elevada rentabilidad. AMS tiene sus oficinas centrales en 3 países (España, Alemania y Francia), está presente en 195 países y opera a través de 71 oficinas comerciales (ACOs).
- **El Grupo actúa como una red internacional para la distribución de productos y servicios de viaje**, ofreciendo a sus clientes funcionalidades de búsqueda en tiempo real, tarificación, reserva y emisión de billetes a través de sus servicios de Distribución, y ofrece a los proveedores de viajes (fundamentalmente aerolíneas) un amplio abanico de soluciones tecnológicas que automatizan determinados procesos de negocio y operaciones estratégicas, como las ventas y reservas, la gestión de inventario y otros procesos operativos, a través de sus servicios de Soluciones de TI.
- **El negocio del Grupo es muy intensivo en tecnología, por lo que el Grupo realiza anualmente una fuerte inversión en I+D, cercana al 15% de su cifra de negocio**, un importe muy superior al que dedican sus dos competidores, lo que supone una de sus principales ventajas competitivas y constituye una barrera de entrada para nuevos competidores.
- **Crecimiento sólido de los resultados de AMS en el primer semestre de 2017 (1S2017)**, gracias al impulso de sus dos áreas de negocio, a la integración de Navitaire desde finales de enero de 2016 y a la evolución positiva de los tipos de cambio. Así, la Compañía mejoró sus ingresos un 9,5% en tasa interanual, su cash flow de explotación (EBITDA) un 10,1% con respecto a 1S2016 y su beneficio neto un 16,1%.
- Además, **AMS se ha caracterizado en los últimos ejercicios por ostentar una posición financiera sólida**, sustentada en una fuerte generación de caja, y con un nivel de endeudamiento (deuda financiera neta / EBITDA) de 1,10x (veces) muy bajo, más teniendo en cuenta que el 85 - 90% de su cifra de negocio es recurrente.
- Hemos actualizado nuestras estimaciones para el periodo de estudio 2017 - 2019. Así, **prevedemos que el Grupo eleve su cifra de negocio a un ritmo de crecimiento tacc del 8,0% para el periodo 2017-2019**, impulsada por la evolución positiva de sus dos principales áreas de negocio, mientras que estimamos que el EBITDA crecerá a un 7,4% tacc, y el beneficio neto atribuible a un 10,0% tacc.
- Asimismo, **hemos valorado AMS por el método de descuento de flujos de caja ajustados a impuestos**. De esta forma, la valoración del Grupo alcanzó los EUR 24.784,51 millones, equivalentes a **EUR 56,48 por acción**. A precios actuales, la acción de AMS cotiza con un potencial de revalorización del 7,2%.

Amadeus (AMS), Septiembre 2017

- **Seguimos considerando a AMS como una de las compañías más sólidas de las que componen el índice selectivo Ibex-35**, dada su robusta estructura financiera, los elevados ingresos recurrentes, y a su elevada capacidad para generar cash-flow libre, que le permite mantener un *pay-out* del 50%.
- Además, su fuerte capacidad de generación de caja le permitiría financiar con recursos propios la expansión de sus negocios, mediante la inversión en nuevas compañías que operen en su sector o el desarrollo de sus productos y servicios. En caso de que no surjan oportunidades, no descartamos que aumente la remuneración a los accionistas, bien mediante una recompra de acciones para amortizar las mismas o bien, mediante la entrega de un dividendo extraordinario. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER** el valor en cartera.

**RECOMENDACIÓN: MANTENER**

**RIESGO: MEDIO**

Amadeus (AMS), Septiembre 2017

## AMADEUS MEJORÓ SU BENEFICIO NETO EN EL 1S2017, IMPULSADO POR LA EVOLUCIÓN POSITIVA DE SUS DOS ÁREAS DE NEGOCIO, DISTRIBUCIÓN Y SOLUCIONES IT, POR LA INTEGRACIÓN DE NAVITAIRE Y POR LOS TIPOS DE CAMBIO FAVORABLES

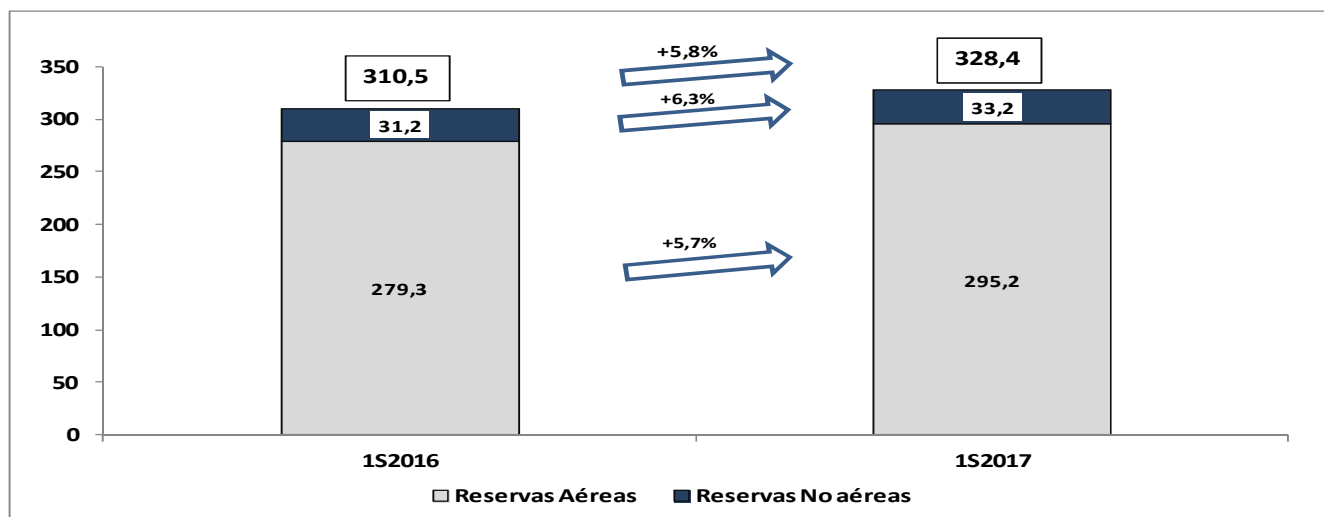
AMS obtuvo un beneficio neto de EUR 530,0 millones en el primer semestre de 2017 (1S2017), lo que supuso una mejora del 17,5% con respecto al importe alcanzado en el mismo periodo del año anterior. En términos ajustados, eliminando el efecto neto de impuestos de la asignación de los precios de adquisición (PPA), las diferencias de tipos de cambio y otras partidas no recurrentes, el beneficio neto totalizó EUR 574,0 millones, un 16,1% más que la cifra del 1S2016.

La mejora del beneficio neto ajustado se debió principalmente a la evolución positiva de sus dos áreas de negocio, Distribución y Soluciones de IT, a la integración de Navitaire y al efecto positivo de los tipos de cambio (positivo en ingresos y en EBITDA, aunque negativo en costes, lo que afectó negativamente a los márgenes).

Por su parte, la cifra de ingresos ordinarios se elevó un 9,5% interanual, hasta situarse en EUR 2.490,7 millones, impulsada por la mejora de la posición competitiva en Distribución, por el aumento de los precios medios en dicho segmento y la consolidación de Navitaire desde el 26 de enero de 2016. Desglosando la cifra por segmentos de negocio, Distribución siguió creciendo en reservas a través de agencias a un ritmo más elevado que el de la industria (+5,7% vs 4,3%) y aumentó sus ingresos un 7,6%, hasta situar su importe en EUR 1.635,5 millones, gracias a los factores mencionados y a la mejora de ingresos no procedentes de reservas.

Gráfico n. 1

### RESERVAS TOTALES AMADEUS 1S2017 vs 1S2016 (millones)



Fuente: Estados financieros 1S2017 de la Compañía. Elaboración propia.

Mientras, Soluciones de IT incrementó sus ingresos ordinarios un 13,3%, hasta los EUR 855,2 millones, por i) el mayor volumen de Pasajeros Embarcados (PBs), impulsados por las migraciones de aerolíneas importantes, que más que compensaron los menores precios medios por la dilución del mayor número de aerolíneas de *low cost*, y ii) los mayores ingresos procedentes de los nuevos negocios, principalmente de aeropuertos, pagos y

## Amadeus (AMS), Septiembre 2017

hoteles. Hay que destacar la fuerte expansión internacional de AMS en este segmento de negocio, ya que en el 1S2017 el 56,8% de los PBs se generaron fuera de Europa.

El negocio de Distribución incrementó sus reservas totales un 5,8%, hasta las 328,4 millones, por el mayor número de reservas sumado a la expansión de los ingresos unitarios por reserva. No obstante, se observó un menor crecimiento de las reservas aéreas (5,7%), aunque superior al crecimiento del sector, frente al registrado por las reservas no aéreas (+6,3% interanual).

Desglosando por área geográfica, Latinoamérica y Asia-Pacífico fueron las regiones con un mayor crecimiento, ambas por encima de los dos dígitos, mientras que otras regiones como Oriente Medio-Africa (MEA) se vio afectada por los conflictos geopolíticos y la restricción del tráfico aéreo temporal a Catar. AMS firmó contratos de Distribución en el 2T2017 con 9 aerolíneas (incluyendo Korean Air and WestJet), elevando a 21 el número de contratos realizados en el 1S2017. Además, AMS continuó desarrollando sus ingresos en el canal indirecto. Así, el 70% de las reservas realizadas a través de agencias aéreas a través de AMS tiene la posibilidad de contratar también servicios auxiliares (*ancillary services*). De esta forma, AMS aumentó su posición competitiva en 0,5 puntos porcentuales hasta situar su cuota de mercado de reservas aéreas realizadas a través de agencias de viajes en el 43,6% mundial.

En el negocio de Soluciones de IT, los PBs aumentaron un 19,8% interanual, hasta situarse en 753,4 millones. Indicar que el crecimiento orgánico de este segmento se elevó un 8,1% interanual (643,4 millones de PBs), mientras que los restantes 110,0 millones llegaron de nuevas migraciones y de Navitaire.

Así las implementaciones de las migraciones del periodo incluyeron los vuelos domésticos de la estadounidense Southwest Airlines, así como Malaysia Airlines, Kuwait Airlines, Viva Air Peru, Andes Líneas Aéreas, JetSMART and GoAir en 2T2017; Swiss International Air Lines, Brussels Airlines, China Airlines, Ukraine International Airlines y Viva Group en 2016. Adicionalmente, la integración de Navitaire desde el 26 de enero de 2016 proporciona un mes adicional en términos comparativos, lo que contribuyó a impulsar los ingresos de Soluciones de IT.

Asimismo, las nuevas unidades de negocio (NBUs), que se integran en su mayoría dentro del segmento de Soluciones IT, evolucionaron también de forma positiva. Así, el negocio de Airport IT ya tiene más de 250 clientes, mientras que Hospitality IT y Payments también incrementaron su clientela.

En lo relativo al margen de contribución, éste aumentó un 10,2% en el 1S2017, hasta situarse en EUR 1.296,0 millones. Profundizando en los márgenes de contribución de ambos segmentos de negocio, señalar que Distribución incrementó el suyo, aunque a un ritmo interanual del 4,5%, hasta los EUR 707,5 millones, con un efecto dilutivo del mismo (43,3% de los ingresos vs 44,5% en 1S2016), motivado en gran medida por la fluctuación de los tipos de cambio.

Por su parte, Soluciones de IT incrementó su margen de contribución un 17,9% hasta los EUR 588,5 millones. Así, y a pesar del aumento de los costes indirectos (+10,3% interanual), el cash flow de explotación (EBITDA), también creció, un 10,1% en comparación con el mismo periodo del 2016, hasta situarse en EUR 998,9 millones. En términos sobre ingresos, el EBITDA alcanzó el 40,1%, un ligero aumento de 0,2 p.p. con respecto al 1S2016.

El beneficio neto de explotación (EBIT) repuntó un 9,8% en este semestre, hasta los EUR 746,1 millones.

Destacar la menor pérdida financiera, que redujo su importe un 27,1%, hasta situarse en EUR 32,5 millones. Así, el beneficio antes de impuestos alcanzó los EUR 712,9 millones.

El importe del gasto por impuestos también se redujo, un 1,4%, hasta los EUR 185,4 millones, situando el beneficio neto atribuible del periodo, tras la aplicación de los minoritarios en los mencionados EUR 530,0 millones.

## RESULTADOS AMADEUS 1S2017 vs 1S2016

EUR millones	1S2017	1S2016	Var (%)
<b>Cuota de mercado (rvas aéreas agencias viaje) (*)</b>	43,6%	43,2%	0,5
Reservas aéreas a través de agencias viaje (millones)	295,2	279,3	5,7%
Reservas no aéreas (millones)	33,2	31,2	6,3%
<b>Reservas Totales (millones)</b>	<b>328,4</b>	<b>310,5</b>	<b>5,8%</b>
<b>Passengers Boarded (PB)</b>	<b>753,4</b>	<b>628,7</b>	<b>19,8%</b>
Ingresos de Distribución	1.635,5	1.520,5	7,6%
Ingresos de Soluciones de TI	855,2	754,9	13,3%
<b>Ingresos ordinarios de operaciones continuadas</b>	<b>2.490,7</b>	<b>2.275,5</b>	<b>9,5%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>998,9</b>	<b>907,1</b>	<b>10,1%</b>
<i>Margen EBITDA / Ingresos Ordinarios</i>	40,1%	39,9%	0,2
Ganancia por acción ajustada	1,31	1,13	15,9%
<b>Beneficio neto ajustado operaciones continuadas (**)</b>	<b>574,0</b>	<b>494,5</b>	<b>16,1%</b>
Inversiones en inmovilizado	290,8	288,4	0,8%

EUR millones	2016	2015	Var (%)
<b>Endeudamiento (***)</b>	1.975,1	1.957,5	0,9%
Deuda Financiera Neta / EBITDA (***)	1,10x	1,14x	

Fuente: Amadeus. Elaboración propia

(\*) Medido en relación con las reservas aéreas a través de agencias de la industria. Excluye reservas aéreas realizadas directamente a través de sistemas internos de aerolíneas o en operadores de un único país (China, Japón, Rusia)

(\*\*) Excluye el impacto de amortización PPA, extraordinarios

(\*\*\*) Basado en la definición de los Contratos de Financiación

Como hemos señalado en anteriores informes, el negocio de AMS es muy intensivo en tecnología, por lo que AMS dedica gran parte de sus recursos a fortalecer su I+D. En concreto, en el 1S2017 invirtió EUR 360,6 millones en I+D, principalmente en la implementación de su tecnología en clientes, en la evolución y expansión de su portfolio de productos y en proyectos tecnológicos transversales a distintas áreas de negocio. Ese importe supuso el 14,5% de su cifra de negocio global, ligeramente inferior al 15,3% que dedicó en el 1S2016, pero un importe un 3,2% superior en términos comparativos absolutos.

Adicionalmente, AMS realizó inversiones por importe de EUR 290,8 millones en este semestre, un nivel similar (+0,8% interanual) al que llevó a cabo en el mismo periodo de un año antes. En términos de ingresos, el CAPEX se situó en el 11,7%, 1 p.p menos que en el 1S2016, por la menor inversión en activos inmateriales.

La deuda financiera neta ascendió a EUR 1.975,1 millones, ligeramente superior a la registrada al cierre del ejercicio 2016 por la fecha de pago del dividendo complementario, por lo que el ratio de endeudamiento deuda financiera neta/EBITDA alcanzó el 1,10x, un nivel de deuda que consideramos muy manejable, que está en la parte inferior del rango estimado por la propia Compañía para el ejercicio (1,0x – 1,5x veces) y que permite a AMS afrontar, en caso de que sea necesario, la financiación de una mayor expansión de sus áreas de negocio tradicionales o de las nuevas que está desarrollando.

Como consecuencia de lo anterior, el cash-flow libre generado se incrementó un 7,6% interanual, hasta situarse en EUR 449,1 millones, impulsado por el mayor EBITDA, el nivel estable de inversiones, el menor interés de la deuda, que más que compensaron el elevado abono de impuestos y los requisitos de capital circulante.

En lo que refiere al pago del dividendo, la Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 15 de junio de 2017 aprobó el dividendo anual bruto con cargo al beneficio del ejercicio 2016. El importe total aprobado fue de EUR 412,5 millones, cifra que representa un incremento del 21,3% con respecto al año anterior y un 50% del

**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**

beneficio de 2016, y que equivale a un dividendo bruto de EUR 0,94 por acción. El 30 de junio de 2017 se abonó un dividendo complementario de EUR 0,54 brutos por acción. Previamente, en febrero, se distribuyó un dividendo a cuenta de EUR 0,40 brutos por acción.

---

**ESTIMAMOS QUE AMADEUS SEGUIRÁ MEJORANDO SUS RESULTADOS EN LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS, COMO CONSECUENCIA DEL CRECIMIENTO ORGÁNICO DE SUS DOS PRINCIPALES ÁREAS DE NEGOCIO Y DE LA PUESTA EN MARCHA DE LOS NUEVOS NEGOCIOS**

---

Pasamos ahora a desglosar nuestras nuevas estimaciones para los próximos ejercicios 2017-2019, si bien conviene realizar varias consideraciones:

- AMS llevará a cabo una reclasificación del 4% de los ingresos totales, y también se minorarán los costes de las ventas del mismo segmento. Esta reclasificación obedece a la norma contable IFRS 15, que considera que las agencias de viajes son socios de la Compañía, más que clientes de tecnología y proveedores por el cobro de los incentivos de estar conectados a la plataforma de AMS. Se realizará un neto de ambos apuntes, lo que supondrá una reclasificación de los números, pero no afectará a los márgenes de contribución.
- En Distribución creemos que seguirá aumentando el número de reservas, aunque es previsible que los márgenes se sigan diluyendo, debido a la presión competitiva del mercado y al cambio de mix en los incentivos pagados a las agencias de viajes.
- Elaboramos las estimaciones de este informe con la información de la que disponemos, aunque no descartamos tener que realizar ajustes sobre las mismas, principalmente en las que se refieren a 2019, ya que la información referente a las migraciones de aerolíneas a su plataforma Altéa de Soluciones IT aún no está disponible (de momento conocemos la de JAL, con impacto en 2018), dado que existen negociaciones en la actualidad con aerolíneas y, hasta que no se concreten, no podemos incluir el impacto de las mismas en nuestro informe.
- Creemos, no obstante, que AMS podría optar por alcanzar más contratos con aerolíneas de tamaño medio, similares a Air Algerie (que ha contratado recientemente nuevos módulos de Altéa) para expandir su negocio en su plataforma Altéa de Soluciones IT, a la espera de que se dé una oportunidad de incorporar una aerolínea importante similar a la reciente migrada Southwest. La incorporación de migraciones de LCC a la cartera de clientes de Navitaire también reducirá los ingresos unitarios por PBs
- Además, consideramos que gran parte del crecimiento provendrá de las nuevas unidades de negocio (New Business Units o NBUs), que mantienen su evolución positiva, y están en línea para alcanzar su objetivo de obtener una facturación de alrededor de EUR 400 – 600 millones en 2018 y, más a largo plazo, sobrepasar los EUR 1.000 millones al cierre de 2022. Señalar que no todos los NBUs tienen la misma evolución, teniendo más desarrollo Airport IT, Payments y Hospitality IT que Rail y que Travel Intelligence.
- En concreto, creemos que el desarrollo del lanzamiento del proyecto piloto del sistema de reservas de clientes (GRS) que está realizando AMS con la cadena internacional IHG en el segmento de Hoteles (Hospitality IT), y que terminará de desarrollar a finales de 2017, permitirá completarlo al cierre de 2018 e incrementar de forma progresiva la facturación en los ejercicios posteriores. Si adicionalmente la Compañía consigue extender el proyecto a otras cadenas hoteleras el aumento sería mayor, aunque el periodo de implementación de la tecnología de AMS es largo.



**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**

---

- Como ya hemos señalado, AMS dedica un importe cercano al 15% de la facturación a inversiones en I+D, lo que convierte a este factor en diferencial respecto a sus competidores. Además del desarrollo de las plataformas de nueva generación CRS y PMS, esta inversión ha permitido mejoras en conectividad, la retirada de los sistemas TPF y la operativa en sistemas abiertos.
- En la actualidad, el Grupo tiene previstas unas inversiones para la adquisición de compañías (M&A) para expandir su negocio. No obstante, no descartamos que en caso de que no surjan oportunidades de adquisición de compañías que operen en los sectores en los que actúa AMS, el Grupo decida destinar parte de esos recursos a una mayor remuneración al accionista, lo que consideramos podría realizar de dos formas: i) mediante un programa de recompra de acciones para su amortización (algo que ya ha realizado AMS en el pasado), o ii) mediante el reparto de un dividendo extraordinario a los accionistas.
- Asimismo, AMS destina un importe a inversiones operativas (CAPEX) del 12-15% de la facturación. Creemos que en los próximos ejercicios mantendrá una tendencia a la baja, por lo que como veremos hemos estimado una inversión del 13% en 2017 y la hemos reducido al 12% en el periodo 2018-2019.

Tras las consideraciones anteriores, pasamos a desglosar nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017-2019. Estimamos que AMS incrementará su cifra de negocios en el periodo 2017-2019 a una tasa de crecimiento acumulado (tacc) del 8,0%, hasta cerrar 2019 con unos ingresos de EUR 5.640,3 millones. No obstante creemos que el crecimiento de las áreas de negocio será distinto, menor en Distribución (6,3% tacc), que en Soluciones IT (11,1% tacc), principalmente por la integración de Navitaire en esta última, y por el impulso de los nuevos negocios (NBUs), que se sumarán al crecimiento orgánico procedente de las migraciones de aerolíneas a la plataforma Altéa.

Creemos que AMS seguirá aumentando su posición competitiva en las reservas realizadas con agencias a través de los acuerdos renovados u obtenidos con aerolíneas en un segmento de mercado como el de Distribución, en el que la presión de los competidores seguirá siendo elevada, lo que probablemente afectará a un mayor pago de incentivos a la hora de renovar acuerdos posteriores, limitando la mejora de márgenes. Sin embargo recordamos que AMS también sostiene en sus negociaciones una postura de apostar por incluir más servicios por el mismo precio.

Como hemos señalado, esta política se sustenta en una fuerte inversión en I+D para la mejora de sus productos actuales y el desarrollo de nuevos productos y servicios. En los últimos ejercicios esta inversión se ha situado cercana al 15% de la facturación y creemos que en los próximos ejercicios se mantendrá en línea con los ejercicios anteriores.

Pasamos a desglosar los ingresos por área de negocio. Así, en Distribución hemos estimado unos ingresos de EUR 3.129,8 millones en 2017 (+7,0% vs 1S2016), a partir de unas reservas totales de 629,8 millones, de las que cerca del 90% corresponderán a reservas aéreas, siendo el resto no aéreas. Asimismo, creemos que la tarifa por reserva alcanzará los EUR 4,35 millones. Creemos que la Compañía también podría obtener ingresos de las aerolíneas que han contratado los servicios auxiliares (*Ancillary Services*) y aún no los han implementado (sólo lo han implementado 101 de las 130 aerolíneas que los han contratado), así como del módulo *Fare Families Solution* (la han contratado 54 aerolíneas y sólo la han implementado 46 de ellas).

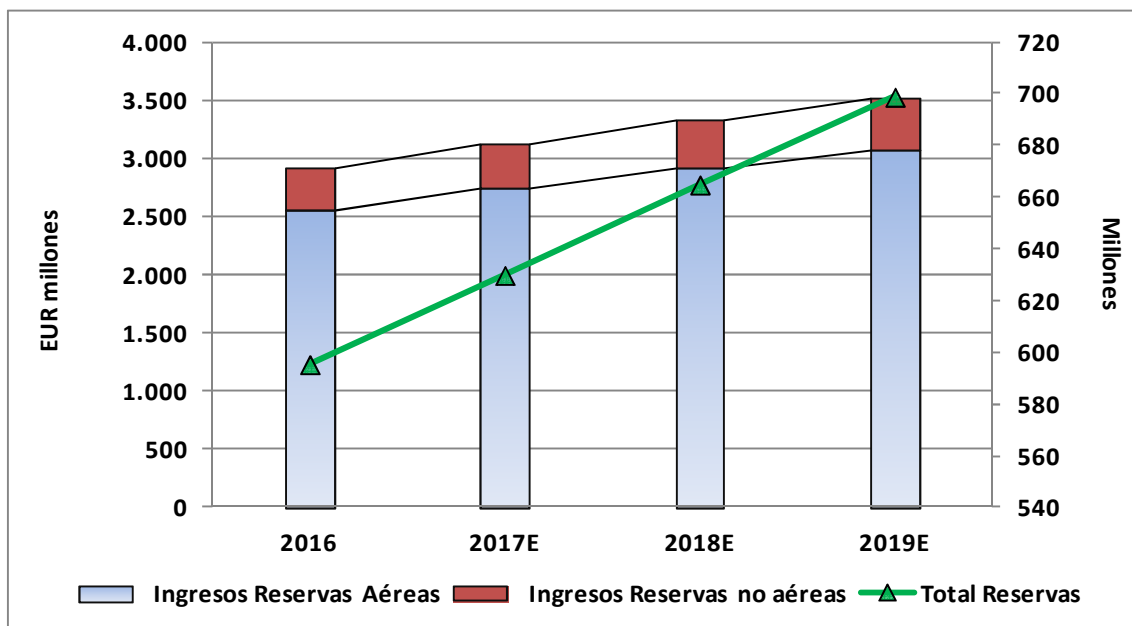
Posteriormente, estimamos una ligera ralentización del crecimiento de los ingresos de Distribución en los ejercicios 2018-2019, hasta el 5,5% anual, cerrando 2019 con unos ingresos de EUR 3.516,5 millones.

Tenemos que indicar que tanto Iberia como British Airways (integrantes de IAG) penalizarán a partir del 1 de noviembre las reservas que se realicen a través de los GDS como AMS, con un cargo de EUR 9,5 por conceptos de tarifa (*fare components*) para Iberia y £8 para la británica, siguiendo los pasos de Lufthansa. A pesar de que inicialmente pueda suponer un impacto negativo limitado sobre los ingresos de Distribución,



**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**

creemos que AMS los podrá recuperar mediante la negociación de descuentos en otras áreas en las que opera con IAG, como ocurrió con Lufthansa, cuyo impacto global acabó beneficiando a la Compañía. Asimismo, creemos que es probable que otras aerolíneas europeas como Air France-KLM, puedan adoptar estas medidas en el futuro.

**Gráfico n. 2**
**ESTIMACIONES RESERVAS / INGRESOS POR RESERVAS AMADEUS 2016-2019E**  
 (millones / EUR millones)


Fuente: Estimaciones propias. Elaboración propia.

En lo que se refiere a los ingresos de Soluciones IT, el crecimiento provendrá de los transaccionales, que crecerán a una tacc del 11,4% impulsados por el aumento de los pasajeros embarcados (PBs), tanto en términos orgánicos, por las migraciones de las aerolíneas a la plataforma Altéa (reservas domésticas de Southwest, Malaysian Airlines, JAL, Kuwait Airlines, Ukraine International, Air Algerie), como por los resultantes de la integración de Navitaire y por los procedentes de nuevos negocios (proyecto en marcha de Lufthansa en Pagos, puesta en marcha del proyecto con IHG en Hoteles, aumento de los ingresos por la mayor contratación de aeropuertos), mientras que los ingresos no transaccionales limitarán su crecimiento a una tacc del 10,0%.

Al cierre de junio 199 aerolíneas clientes habían contratado Altéa o New Skies (plataforma de Navitaire), de los que 189 han realizado ya la migración. En el caso de que algunas de las aerolíneas restantes decidan migrar a algunas de las plataformas de AMS, la cifra de negocios podría elevar su importe.

En términos del margen de contribución, señalar que el de Distribución tendrá un menor crecimiento (+4,5% tacc) que el de Soluciones IT (+12,0% tacc), por lo que estimamos que este último segmento aumentará su peso relativo en el margen de contribución total hasta superar a Distribución por primera vez en 2019. Además, Soluciones IT es un negocio de un mayor margen, por lo que parte del incremento del cash flow de explotación (EBITDA) se fundamentará en la evolución positiva de dicho área de negocio. No obstante, como hemos señalado ya, los costes indirectos aumentaron en el 1S2017 un 10,3% interanual, un incremento que estimamos se mantendrá en términos similares en ejercicios posteriores, lo que limitaría el incremento de los márgenes de contribución.

**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**

Así, el EBITDA aumentará a un 7,4% tacc, aunque en términos sobre ventas este margen se reducirá ligeramente, hasta situarse por debajo del 38%, afectado por los mayores incentivos a las agencias de viajes.

Asimismo, tras la aplicación de las amortizaciones, el beneficio de explotación (EBIT) repuntará a un 7,8% tacc en el periodo de estudio, hasta cerrar 2019 con un importe de EUR 1.520,6 millones, un 27,0% sobre la cifra de negocios global del Grupo.

Hemos estimado una tasa impositiva del 26,0% en 2017 y del 27% en 2018-2019, por lo que el beneficio neto atribuible crecerá a un 10,0% tacc, hasta los EUR 1.099,1 millones al finalizar 2019.

**Cuadro n. 2**
**ESTIMACIONES RESULTADOS AMADEUS 2017-2019E**

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	Tacc 16/19
<b>Margen de Contribución total</b>	<b>2.263,7</b>	<b>2.461,0</b>	<b>2.650,1</b>	<b>2.856,8</b>	8,1%
<b>Cifra de negocio global</b>	<b>4.472,8</b>	<b>4.849,2</b>	<b>5.243,9</b>	<b>5.640,3</b>	8,0%
Ingresos Distribución	2.924,9	3.129,8	3.333,2	3.516,5	6,3%
Ingresos Reservas Aéreas	2.561,2	2.738,5	2.916,5	3.076,9	6,3%
Ingresos Reservas no aéreas	363,7	391,2	416,6	439,6	6,5%
Total Reservas	595,3	629,8	664,7	698,7	5,5%
Reservas aéreas	534,9	565,4	596,5	626,3	5,4%
Reservas no aéreas	60,4	64,4	68,2	72,3	6,2%
Tarifa por Reserva	4,30	4,35	4,39	3,98	
Margen Contribución Distribución	1.223,0	1.278,0	1.335,5	1.395,6	4,5%
% s/ Ingresos Distribución	41,8%	40,8%	40,1%	39,7%	
% s/ Margen Contribución Total	54,0%	51,9%	50,4%	48,9%	
Ingresos Soluciones TI	1.547,9	1.719,5	1.910,7	2.123,7	11,1%
Ingresos Transaccionales	1.262,9	1.406,0	1.565,8	1.744,4	11,4%
Ingresos Transaccio Soluciones TI	1.142,1	1.279,2	1.432,7	1.604,6	12,0%
Ingresos por Distribución Directa	120,8	126,8	133,2	139,8	5,0%
Ingresos no transaccionales	285,0	313,5	344,9	379,3	10,0%
Pasajeros Embarcados (PB)	1.382,5	1.656,2	1.855,0	2.077,6	14,5%
Margen Contribución Soluciones TI	1.040,7	1.183,0	1.314,5	1.461,1	12,0%
% s/ Ingresos Soluciones TI	67,2%	68,8%	68,8%	68,8%	
% s/ Margen Contribución Total	46,0%	48,1%	49,6%	51,1%	
<b>EBITDA</b>	<b>1.711,4</b>	<b>1.836,9</b>	<b>1.979,6</b>	<b>2.119,4</b>	<b>7,4%</b>
Margen EBITDA / Ingresos	38,3%	37,9%	37,8%	37,6%	
<b>EBIT</b>	<b>1.212,3</b>	<b>1.276,5</b>	<b>1.400,7</b>	<b>1.520,6</b>	<b>7,8%</b>
Margen EBIT / Ingresos	27,1%	26,3%	26,7%	27,0%	
<b>Beneficio neto actividades continuadas</b>	<b>820,9</b>	<b>890,2</b>	<b>987,1</b>	<b>1.081,7</b>	<b>9,6%</b>
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>826,3</b>	<b>897,5</b>	<b>998,4</b>	<b>1.099,1</b>	<b>10,0%</b>
<b>Inversiones</b>	<b>595,1</b>	<b>630,4</b>	<b>629,3</b>	<b>676,8</b>	

Fuente: Estimaciones propias.

## Amadeus (AMS), Septiembre 2017

Por otra parte estimamos una remuneración al accionista (*pay-out*) del 50% del beneficio neto atribuible para todo el periodo 2016-2019, en línea con la que AMS lleva implementando en los últimos ejercicios.

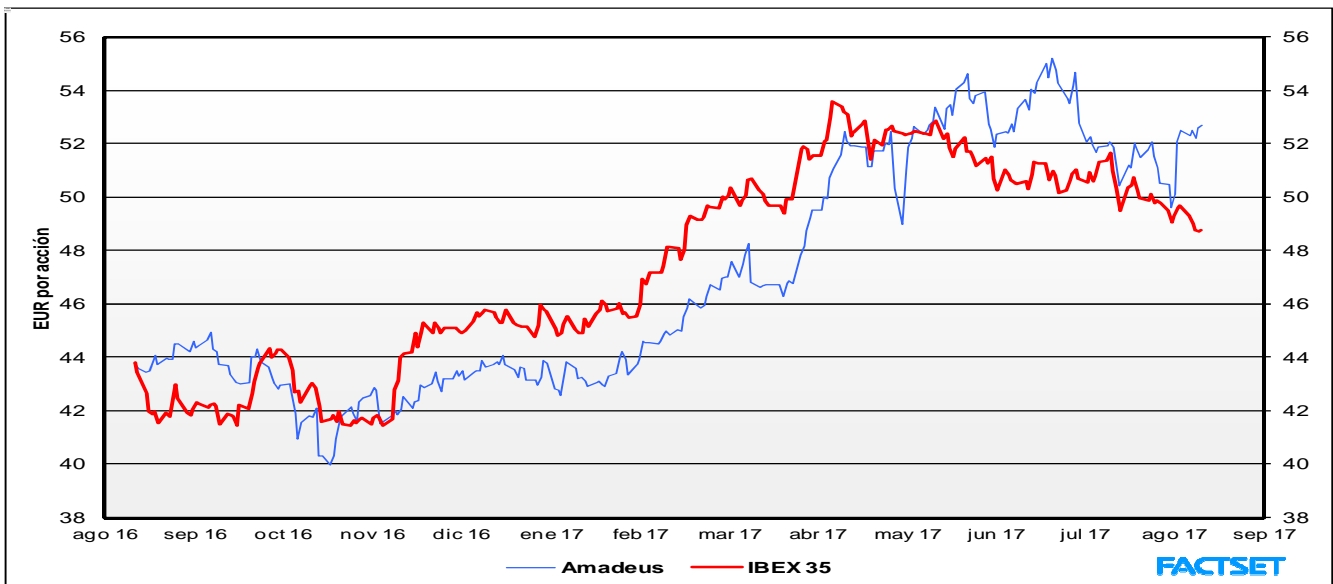
Además, preveemos que la rentabilidad sobre fondos propios medios (ROE) se sitúe en el 30,1% en 2017, para posteriormente ir reduciéndose de forma progresiva hasta el 27,0% en 2019. No obstante, la estructura financiera del Grupo será eficiente en términos de rentabilidad para el accionista al superar el ROE en todo el periodo de estudio a la rentabilidad sobre capital empleado (ROCE) (entre el 18,0% de 2017 y el 19,0% en 2019). Finalmente, la Compañía seguirá creando valor para el accionista en términos de Economic Value Added (EVA) entre 2017 y 2019, al superar el ROCE al coste medio ponderado del capital, que hemos estimado en el 5,44%.

## HEMOS VALORADO AMADEUS POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA AJUSTADOS A IMPUESTOS, ALCANZANDO UN PRECIO OBJETIVO DE EUR 56,48 POR ACCIÓN. LA ACCIÓN ESTARÍA COTIZANDO CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 7,2%

Pasamos ahora a valorar la Compañía, y para ello utilizamos el método de descuentos de flujos de caja (DFC) ajustados a impuestos. Consideramos que el uso del método de multiplicadores bursátiles relativos no aplica en este caso, dado que la posición competitiva de AMS (43,5%) es sustancialmente superior a la de sus dos competidores (por debajo del 30% cada uno), y uno de ellos sólo opera en uno de los segmentos de negocio en los que opera la Compañía, el de Distribución. Además, el hecho de que en AMS esté aumentando el peso relativo del segmento de Soluciones IT hace aún menos justificable la utilización de dicho método.

Gráfico n. 3

### EVOLUCIÓN BURSÁTIL AMADEUS vs IBEX-35 (12 meses)



Fuente: FactSet.

Hemos empleado para aplicar el método de DFC, además de las hipótesis enunciadas en el apartado anterior, los parámetros que están desglosados en el Anexo n. 3 de este informe, entre los que se incluye la tasa de ponderación media del capital (*wacc*), del 5,44%.

## Amadeus (AMS), Septiembre 2017

---

Así, hemos alcanzado una valoración para AMS de EUR 24.784,51 millones, equivalente a EUR 56,48 por acción. Ello supone que, a precios actuales, la acción de AMS cotiza con un potencial de revalorización del 7,2%.

### Evolución bursátil

El Grupo cotiza en la bolsa española, formando parte del índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM) y del índice de Tecnología y Comunicaciones, subíndice de Electrónica y Software. Además, desde el 1 de enero de 2011 forma parte del Ibex-35.

Por otra parte, su volumen de contratación diario en los últimos doce meses ha sido de 1.405.922 títulos, lo que equivale a EUR 66,11 millones, y su frecuencia de contratación ha sido del 100%. AMS cuenta con un *free-float* cercano al 100%.

Tenemos que destacar que tanto AMS como el índice selectivo Ibex-35 han tenido un comportamiento similar en los últimos doce meses, con una revalorización de, 20,3% y del 11,3%, respectivamente. Además, destacar que desde nuestro último informe del Grupo, de enero de 2016, la revalorización experimentada por la Compañía ha sido del 39,6%.

## **EL CRECIMIENTO ORGÁNICO DE SUS ÁREAS DE NEGOCIO, DISTRIBUCIÓN Y SOLUCIONES IT, Y EL DESARROLLO E IMPLEMENTACIÓN DE LOS NUEVOS NEGOCIOS, CONTRIBUIRÁN A LA MEJORA DE RESULTADOS DE AMADEUS EN LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS. REITERAMOS LA RECOMENDACIÓN DE MANTENER PARA EL VALOR**

---

AMS es la entidad de referencia en el procesamiento de transacciones para la industria global de viajes y turismo, y provee soluciones tecnológicas avanzadas a proveedores y agencias de viaje de todo el mundo. El Grupo actúa como una red internacional para la distribución de productos y servicios de viaje, ofreciendo a sus clientes funcionalidades de búsqueda en tiempo real, tarificación, reserva y emisión de billetes a través de sus servicios de distribución, y ofrece a los proveedores de viajes (fundamentalmente aerolíneas) un amplio abanico de soluciones tecnológicas que automatizan determinados procesos de negocio y operaciones estratégicas, como las ventas y reservas, la gestión de inventario y otros procesos operativos, a través de sus servicios de soluciones de TI.

La Compañía tiene dos grandes líneas de negocio: i) Distribución, y ii) Soluciones IT, incluyendo en ésta última los resultados procedentes de las nuevas unidades de negocio (NBUs). Las dos áreas han experimentado un crecimiento sostenible de sus resultados, con mejoras de sus ingresos del 7,6% y del 13,3% en el 1S2017, respectivamente, arrojando una mejora global de la facturación del 9,5%.

El crecimiento orgánico de ambos segmentos de negocio, unido a la integración de Navitaire desde finales de enero de 2016 y una evolución positiva de los tipos de cambio han sido las palancas de crecimiento de los resultados del Grupo durante el 1S2017. Así, AMS mejoró su beneficio neto atribuible un 16,1% interanual a junio, y su cash flow de explotación (EBITDA) un 10,1%, también respecto al importe alcanzado un año antes.

Hemos actualizado nuestras estimaciones de resultados de la Compañía para adaptarlas a la nueva realidad del Grupo para el periodo 2017-2019. Así, prevemos que la Compañía mantendrá una tendencia alcista en sus resultados, con un crecimiento de su cifra de negocios (8,0% tacc), EBITDA (7,4% tacc), EBIT (7,8% tacc) y beneficio neto atribuible (10,0% tacc).

**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**

---

Además hemos valorado AMS por el método de descuento de flujos de caja ajustados a impuestos. Así, hemos alcanzado un valor de EUR 24.784,51 millones para el Grupo, que equivale a un precio objetivo de EUR 56,48 por acción. A pesar de la significativa revalorización que ha experimentado AMS en los últimos doce meses (+20,3%) y desde nuestro último informe de enero de 2016 (+39,6%) creemos que a precios actuales aún mantiene un potencial de revalorización, del 7,2%.

Seguimos considerando a AMS como una de las compañías más sólidas de las que componen el índice selectivo Ibex-35, dada su sólida situación financiera, los elevados ingresos recurrentes, y a su elevada capacidad para generar cash-flow libre, que le permite mantener un *pay-out* del 50%.

Además, indicar que su fuerte capacidad de generación de caja le permitiría financiar con recursos propios la expansión de sus negocios, mediante la inversión en nuevas compañías que operen en su sector o el desarrollo de sus productos y servicios. En caso de que no surjan oportunidades, no descartamos que aumente la remuneración a los accionistas, bien mediante una recompra de acciones para amortizar las mismas o bien, mediante la entrega de un dividendo extraordinario. Reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER** el valor en cartera.

**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS**  
*(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)*

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>										
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,97	0,74	0,56	0,47	0,60	0,56	0,75	0,64	0,78	1,16
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,79	0,60	0,45	0,38	0,49	0,44	0,63	0,26	0,31	0,29
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	-50,51	-514,84	-1012,42	-1215,61	-882,87	-739,67	-307,67	-440,22	-219,01	165,95
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>										
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,50	0,45	0,40	0,35	0,32	0,30	0,34	0,30	0,25	0,14
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,74	1,52	1,33	1,01	0,91	0,70	0,77	0,63	0,46	0,22
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,63	0,55	0,48	0,41	0,40	0,35	0,41	0,35	0,30	0,18
. Fondos accionista/activo fijo	0,63	0,56	0,49	0,41	0,40	0,36	0,41	0,35	0,30	0,25
. Recursos permanentes/activo fijo	0,99	0,92	0,85	0,82	0,84	0,86	0,93	0,90	0,95	1,04
. Recursos ajenos/activo total	0,50	0,54	0,59	0,64	0,67	0,70	0,66	0,70	0,75	0,86
. Deuda neta/fondos accionista	0,17	0,33	0,47	0,70	0,70	0,93	0,66	0,97	1,46	2,45
. EBIT/gastos financieros brutos	24,72	20,34	17,00	20,72	16,54	14,04	12,72	8,68	4,16	2,44
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,01	1,3%	1,5%	1,3%	1,6%	2,0%	2,2%	3,3%	7,2%	10,1%
. EBITDA/gtos.financieros netos	35,97	29,63	25,00	30,13	24,15	20,12	17,6	11,9	5,5	4,6
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	731,6	1.267,2	1.526,9	1.942,1	1.611,2	1.739,4	1.207,3	1.494,7	1.848,4	2.552,2
<b>RENDIMIENTO INVERSION</b>										
. ROA	12,9%	12,3%	11,4%	11,2%	10,4%	10,9%	10,6%	9,7%	14,1%	7,0%
. ROE	27,0%	28,6%	30,1%	33,0%	33,3%	34,3%	33,4%	35,5%	72,0%	n.s.
. ROCE	19,0%	18,6%	18,0%	18,0%	16,8%	17,9%	17,2%	16,5%	15,2%	6,4%
. Fondos propios/capital social	995,9	859,2	734,0	623,5	517,5	411,5	410,5	342,1	282,9	1.695,4
. BAI/fondos accionista (A)	33,2%	35,1%	37,1%	41,4%	43,7%	48,1%	44,8%	47,3%	52,6%	40,8%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	22,0%	22,3%	22,5%	22,2%	21,9%	21,2%	21,1%	21,1%	20,6%	14,9%
. A/A1	1,5	1,6	1,6	1,9	2,0	2,3	2,1	2,2	2,5	2,7
<b>RESULTADOS EXPLOTACION</b>										
. Margen bruto	74%	74%	74%	74%	73%	74%	74%	74%	75%	75%
. Margen explotación	27,0%	26,7%	26,3%	27,1%	26,9%	28,0%	28,6%	28,6%	30,1%	24,6%
. EBITDA/ventas	37,6%	37,8%	37,9%	38,3%	37,7%	38,4%	38,5%	38,0%	38,9%	37,8%
. BºNeto/ventas	19,5%	19,1%	18,5%	18,5%	17,5%	18,5%	18,1%	17,1%	26,5%	14,7%
<b>UTILIZACION DEL ACTIVO</b>										
. Ventas netas/tesorería	5,7	7,0	7,7	9,9	5,5	9,2	6,3	34,7	57,1	51,7
. Ventas netas/cuentas a cobrar	12,17	12,17	12,17	11,08	11,09	9,94	11,80	13,49	12,13	10,89
. Ventas netas/activo total	64%	63%	61%	58%	56%	55%	57%	56%	55%	49%
<b>DATOS POR ACCION</b>										
. Beneficio neto por acción (EUR)	2,50	2,28	2,05	1,88	1,56	1,41	1,26	1,11	1,02	0,85
. Dividendo por acción (EUR)	1,25	1,14	1,02	0,94	0,78	0,71	0,63	0,50	0,37	0,30
. Cash-flow por acción (EUR)	3,87	3,59	3,32	3,06	2,53	2,22	1,94	1,72	2,13	1,62
. Valor contable por acción (EUR)	10,02	8,65	7,40	6,29	5,24	4,17	4,11	3,43	2,83	1,71
. Precio/valor contable (veces) (*)	5,26	6,09	7,12	8,37	7,77	7,93	7,57	5,56	4,42	9,15
<b>RATIOS BURSATILES</b>										
. Precio (EUR) (*)	52,70	52,70	52,70	52,70	40,69	33,09	31,11	19,05	12,54	15,68
. PER	21,0	23,2	25,8	28,0	26,1	23,4	24,7	17,2	12,2	18,4
. Precio/cash-flow	13,6	14,7	15,9	17,2	16,1	14,9	16,0	11,1	5,9	9,7
. Rentabilidad por dividendo	2,4%	2,2%	1,9%	1,8%	1,9%	2,1%	2,0%	2,6%	3,0%	0,7%
. Pay-out	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	45%	35%	35%

(\*) El precio de los años 2016, 2017, 2018 y 2019 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.



**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**
**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE RESULTADOS**  
 (Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Ventas	5.640,25	5.243,87	4.849,24	4.472,90	3.912,70	3.417,69	3.103,70	2.910,33	2.759,08	2.593,59
Coste de Ventas	(1.466,47)	(1.363,41)	(1.260,80)	(1.150,00)	(1.044,06)	(879,73)	(803,71)	(747,18)	(678,32)	(653,31)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>4.173,79</b>	<b>3.880,46</b>	<b>3.588,44</b>	<b>3.322,90</b>	<b>2.868,64</b>	<b>2.537,96</b>	<b>2.299,99</b>	<b>2.163,15</b>	<b>2.080,76</b>	<b>1.940,28</b>
Gastos Explotación	(2.054,34)	(1.900,86)	(1.751,53)	(1.611,50)	(1.393,01)	(1.224,66)	(1.106,00)	(1.058,50)	(1.007,30)	(960,18)
<b>CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA</b>	<b>2.119,45</b>	<b>1.979,60</b>	<b>1.836,91</b>	<b>1.711,40</b>	<b>1.475,63</b>	<b>1.313,30</b>	<b>1.193,99</b>	<b>1.104,65</b>	<b>1.073,45</b>	<b>980,10</b>
Amortización inmovilizado	(598,83)	(578,93)	(560,40)	(499,10)	(422,63)	(357,64)	(305,98)	(273,47)	(242,23)	(342,21)
<b>BENEFICIO EXPLOTACION</b>	<b>1.520,62</b>	<b>1.400,67</b>	<b>1.276,50</b>	<b>1.212,30</b>	<b>1.053,00</b>	<b>955,67</b>	<b>888,01</b>	<b>831,18</b>	<b>831,23</b>	<b>637,88</b>
Rdos. financieros netos	(58,93)	(66,80)	(73,48)	(56,80)	(61,11)	(65,27)	(67,71)	(93,04)	(195,19)	(212,71)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	(14,80)	10,20	8,96	(3,47)	4,10	25,10	(0,05)
Ingresos extraordinarios	0,00	0,00	0,00	3,10	1,76	(1,31)	7,11	(16,86)	5,95	0,00
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>1.461,70</b>	<b>1.333,87</b>	<b>1.203,02</b>	<b>1.143,80</b>	<b>1.003,85</b>	<b>898,04</b>	<b>823,93</b>	<b>725,39</b>	<b>667,09</b>	<b>425,13</b>
Impuesto de sociedades	(380,04)	(346,81)	(312,79)	(322,90)	(321,37)	(268,67)	(265,95)	(229,09)	(213,37)	(121,90)
<b>BENEFICIO NETO OPERACIONES CONTINUA</b>	<b>1.081,65</b>	<b>987,06</b>	<b>890,23</b>	<b>820,90</b>	<b>682,47</b>	<b>629,38</b>	<b>557,98</b>	<b>496,30</b>	<b>453,71</b>	<b>303,23</b>
Rdos. actividades interrumpidas	18,23	12,15	8,10	5,40	3,44	2,78	5,09	0,00	276,46	79,00
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>1.099,88</b>	<b>999,21</b>	<b>898,33</b>	<b>826,30</b>	<b>685,91</b>	<b>632,16</b>	<b>563,07</b>	<b>496,30</b>	<b>730,17</b>	<b>382,23</b>
Minoritarios	(0,80)	(0,80)	(0,80)	(0,80)	(1,97)	(0,66)	(0,43)	0,64	(0,68)	(0,76)
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>1.099,08</b>	<b>998,41</b>	<b>897,53</b>	<b>825,50</b>	<b>683,94</b>	<b>631,50</b>	<b>562,65</b>	<b>496,94</b>	<b>729,49</b>	<b>381,47</b>
EBITDA	2.119,45	1.979,60	1.836,91	1.711,40	1.475,63	1.313,30	1.193,99	1.104,65	1.073,45	980,10
EBIT	1.520,62	1.400,67	1.276,50	1.212,30	1.053,00	955,67	888,01	831,18	831,23	637,88
Cash-flow ejercicio	1.697,91	1.577,34	1.457,94	1.342,60	1.112,12	994,78	870,49	770,41	954,87	723,68

**BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado**  
 (Evolución 2010/2016; Proyección 2017/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>6.796,60</b>	<b>6.677,86</b>	<b>6.681,80</b>	<b>5.687,55</b>	<b>5.241,74</b>	<b>4.521,75</b>	<b>4.383,88</b>	<b>4.245,29</b>	<b>4.127,74</b>
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>	<b>1.496,60</b>	<b>1.309,18</b>	<b>1.092,30</b>	<b>1.316,59</b>	<b>923,70</b>	<b>905,37</b>	<b>771,56</b>	<b>799,04</b>	<b>1.203,63</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>8.293,20</b>	<b>7.987,03</b>	<b>7.774,10</b>	<b>7.004,14</b>	<b>6.165,44</b>	<b>5.427,12</b>	<b>5.155,44</b>	<b>5.044,33</b>	<b>5.331,37</b>

EUR millones	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>3.770,22</b>	<b>3.220,57</b>	<b>2.735,79</b>	<b>2.270,87</b>	<b>1.842,03</b>	<b>1.837,35</b>	<b>1.528,88</b>	<b>1.263,72</b>	<b>759,56</b>
. Capital y prima emisión	620,89	620,89	620,89	619,55	922,97	914,36	905,22	899,79	892,09
. Reservas	1.926,52	1.477,75	1.065,00	992,15	910,74	840,10	768,21	540,44	531,82
. Acciones propias	(23,60)	(23,60)	(23,60)	(29,30)	(349,31)	(29,97)	(30,59)	(1,72)	(1,72)
. Resultados ejercicios anteriores	229,50	229,50	229,50	(6,38)	(243,28)	(447,90)	(628,26)	(929,34)	(843,95)
. Resultado del Ejercicio	998,41	897,53	825,50	683,94	631,50	562,65	496,94	729,49	136,80
<b>AJUSTES POR CAMBIO DE VALOR</b>	<b>18,50</b>	<b>18,50</b>	<b>18,50</b>	<b>10,92</b>	<b>(30,59)</b>	<b>(1,88)</b>	<b>17,37</b>	<b>25,05</b>	<b>44,52</b>
<b>SOCIOS EXTERNOS</b>	<b>25,70</b>	<b>25,70</b>	<b>25,70</b>	<b>26,61</b>	<b>25,41</b>	<b>2,72</b>	<b>2,55</b>	<b>2,47</b>	<b>7,71</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES PENDIENTES DE VENTA</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>95,12</b>
<b>ACREEDORES LARGO PLAZO</b>	<b>2.485,85</b>	<b>2.419,16</b>	<b>2.704,70</b>	<b>2.507,20</b>	<b>2.634,64</b>	<b>2.374,02</b>	<b>2.412,22</b>	<b>2.760,09</b>	<b>3.526,42</b>
<b>ACREEDORES CORTO PLAZO</b>	<b>2.011,44</b>	<b>2.321,60</b>	<b>2.307,91</b>	<b>2.199,46</b>	<b>1.663,37</b>	<b>1.213,03</b>	<b>1.211,78</b>	<b>1.018,05</b>	<b>942,57</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>8.293,20</b>	<b>7.987,03</b>	<b>7.774,10</b>	<b>7.004,14</b>	<b>6.165,44</b>	<b>5.427,12</b>	<b>5.155,44</b>	<b>5.044,33</b>	<b>5.331,37</b>
Número acciones (millones)	438,8	438,8	438,8	438,8	447,6	447,6	447,6	447,6	447,6

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

**Amadeus (AMS), Septiembre 2017**
**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

<b>WACC</b> (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución a actualización
Fondos Propios 31/12/16	2.735,79	58%	5,63%	--	5,63%	3,29%
Deuda neta 31/12/16 (EUR millones)	1.942,10	42%	7,40%	29,92%	5,18%	2,15%
<b>Total</b>	<b>4.677,89</b>	<b>100%</b>				<b>5,44%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

	Otros activos	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	3.005,05		
Valor residual	24.171,66		
<b>Total</b>	<b>27.176,71</b>	<b>0,00</b>	<b>(2.392,20)</b>
<b>Valoración por acción - EUR</b>			<b>56,48</b>

Tir bono 10 años:	1,53%
g (crecimiento perpetuo):	1,75%
Prima mercado:	7,45%
Beta:	0,55
Prima de riesgo	4,10%
PER Residual:	27,1

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS  
(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)**

EUR millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Beneficio explotación (EBIT)	637,88	831,23	831,18	888,01	955,67	1.053,00	1.212,30	1.276,50	1.400,67	1.520,62
Impuestos imputables al EBIT	(184,55)	(272,66)	(258,47)	(288,33)	(283,82)	(335,89)	(338,03)	(331,89)	(364,84)	(395,95)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>453,33</b>	<b>558,57</b>	<b>572,70</b>	<b>599,68</b>	<b>671,84</b>	<b>717,10</b>	<b>874,27</b>	<b>944,61</b>	<b>1.035,83</b>	<b>1.124,67</b>
Amortización	342,21	242,23	273,47	305,98	357,64	422,63	499,10	560,40	578,93	598,83
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>795,54</b>	<b>800,80</b>	<b>846,17</b>	<b>905,66</b>	<b>1.029,48</b>	<b>1.139,73</b>	<b>1.373,37</b>	<b>1.505,02</b>	<b>1.614,76</b>	<b>1.723,50</b>



Javier de Pedro  
Enrique Zamácola  
Enrique Ramos  
Tel Directo: 915 733 027  
Fax: 915 044 046

Amadeus (AMS), Septiembre 2017

---

