

Amadeus (AMS), Febrero 2019

AMADEUS (AMS)

Reinicio Cobertura

Sector: Electrónica y Software (Tecnología y Telecomunicaciones)

MANTENER
 RIESGO: MEDIO

Accionistas

Free float: 100%

Precio acción (22/02/2019):	EUR 69,32
Precio objetivo (12 meses):	EUR 68,86
Nº de Acciones (mill):	EUR 438,82
Capitalización Bursátil (mill):	EUR 30.419,18
Máx/Mín 2019:	EUR (69,32 / 58,06)
Máx/Mín 12 meses:	EUR (82,06 / 56,90)
% Máx/Mín (12 meses):	-16/22

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 15:	26,1
PER 16:	22,9
PER 17:	26,8
PER 18E:	27,1
PER 19E:	24,6
PER 20E:	22,3

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2015	13,19	1.475,63	683,94	1.112,12	1,56	2,53	0,78	50
2016	12,20	1.711,40	825,50	1.342,60	1,88	3,06	0,94	50
2017	15,03	1.859,90	983,10	1.549,20	2,24	3,53	1,12	50
2018E	14,61	2.023,83	986,34	1.637,08	2,25	3,73	1,12	50
2019E	12,73	2.272,58	1.087,45	1.840,94	2,48	4,20	1,24	50
2020E	11,69	2.416,50	1.197,69	1.961,37	2,73	4,47	1,36	50

(*) EUR millones

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

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.
- Además del desarrollo de sus dos tradicionales líneas de negocio, **AMS emprendió hace algunos ejercicios la diversificación de su actividad, en los segmentos de Aeropuertos, Hoteles, Medios de Pago** y, en menor medida, Ferrocarriles y Travel Intelligence. De esta forma, la Compañía ha realizado inversiones y ha alcanzado acuerdos estratégicos con socios que son referencia en dichos sectores, como el desarrollo de una plataforma hotelera conjunta con IHG para convertirse en el proveedor tecnológico de referencia para el sector hotelero.
- Enmarcado en su objetivo de ser referencia para el sector hotelero, en agosto de 2018 **AMS alcanzó un acuerdo con el fondo privado Thoma Bravo para adquirir el Project Dwight ultimate Parent Corporation, que incluye TravelClick y su grupo de compañías**, por un importe de \$ 1.520 millones. TravelClick es un proveedor de soluciones globales para hoteles y presta servicios a más de 25.000 clientes en 176 países.
- A pesar de que no existen unas barreras específicas de entrada al sector, es muy intensivo en tecnología, por lo que **AMS sigue destinando, al menos, entre un 12 - 15% de su cifra de ingresos a I+D**, por lo que la complejidad de su tecnología ejerce como elemento disuasorio para nuevos entrantes.
- A pesar de sufrir el impacto de los tipos de cambio y de unas menores reservas en Europa Occidental, **el Grupo obtuvo unos resultados que consideramos positivos en 9M2018, con crecimiento interanual en los ingresos totales (+4,6% interanual) y de sus dos divisiones**, Distribución y Soluciones IT, con una mejora del cash flow de explotación (EBITDA) (+8,6% interanual) en términos absolutos y con respecto a las ventas y del beneficio neto ajustado (+5,1% interanual).
- Hemos actualizado nuestras estimaciones de resultados de AMS para el periodo de estudio 2017-2020. De esta forma, prevemos que gracias al crecimiento orgánico de sus dos divisiones y a la incorporación de TravelClick, principalmente a partir de 2019, **AMS incrementa su cifra de ingresos a una tacc del 8,2%, su cash flow de explotación (EBITDA) a un 9,1% tacc y su beneficio neto atribuible a un 6,8% tacc.**
- **Hemos valorado la Compañía** por el método de descuento de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, **alcanzando una valoración de EUR 30.217,39 millones, equivalente a EUR 68,86 por acción**. A precios actuales, ello supone que la acción cotiza sin potencial de revalorización.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

- **Seguimos apostando por el valor como uno de los más interesantes del índice selectivo Ibex-35**, debido a una serie de factores: i) una estructura financiera sólida, ii) la recurrencia de su cifra de negocio, iii) una generación de flujos de caja libres elevada y iv) a un nivel de endeudamiento razonable, que de forma temporal se incrementará, al financiarse la operación de TravelClick al 100% con deuda, v) una sólida remuneración al accionista (*pay-out* del 50% del beneficio neto), y vi) el atractivo del sector al que dirige sus servicios (Ocio).
- No obstante, la fuerte revalorización que ha experimentado el valor en los últimos ejercicios (+16,3% en los últimos 12 meses), y la falta de potencial de revalorización a precios actuales, nos lleva a recomendar **MANTENER** el valor en cartera.

RECOMENDACIÓN: MANTENER
RIESGO: MEDIO

Amadeus (AMS), Febrero 2019

LOS RESULTADOS 9M2018 DE AMADEUS MOSTRARON UNA EVOLUCIÓN POSITIVA EN SUS DOS ÁREAS DE NEGOCIO, A PESAR DEL IMPACTO NEGATIVO DE LOS TIPOS DE CAMBIO, Y DE LAS MENORES RESERVAS EN EUROPA OCCIDENTAL

AMS presentó sus resultados correspondientes a 9M2018, de los que destacamos los siguientes aspectos:

Cuadro n. 1

RESULTADOS AMADEUS 9M2018 vs 9M2017

EUR millones	9M2018	9M2017 (*)	Var (%)
Cuota de mercado (rvas aéreas agencias viaje)	43,4%	43,6%	-0,2
Reservas aéreas a través de agencias viaje (millones)	444,8	434,4	2,4%
Reservas no aéreas (millones)	46,9	47,5	-1,3%
Reservas Totales (millones)	491,7	481,9	2,0%
Passengers Boarded (PB)	1.397,3	1.228,1	13,8%
Ingresos de Distribución	2.279,3	2.217,8	2,8%
Ingresos de Soluciones de TI	1.404,5	1.304,7	7,6%
Ingresos ordinarios de operaciones continuadas	3.683,8	3.522,5	4,6%
EBITDA	1.588,0	1.462,3	8,6%
<i>Margen EBITDA / Ingresos Ordinarios</i>	43,2%	41,5%	1,7
Ganancia por acción ajustada	2,06	1,93	7,1%
Beneficio neto ajustado operaciones continuadas (**)	886,6	843,8	5,1%
Inversiones en inmovilizado	506,2	438,4	15,5%

EUR millones	9M2018	2017	Var (%)
Endeudamiento (***)	1.891,6	2.083,3	-9,2%
Deuda Financiera Neta / EBITDA (***)	0,95x	1,12x	

Fuente: Estados financieros de la compañía. Elaboración propia.

(*) Las cifras de 9M2017 han sido ajustadas por la aplicación de la NIIF15 y la NIIF 9.

(**) Excluido el efecto neto de impuestos de las siguientes partidas: (i) los efectos contables derivados de la asignación de precio de adquisición (PPA) y las pérdidas por deterioro del inmovilizado, (ii) las diferencias positivas / (negativas) de cambio no operativas, y (iii) otras partidas no recurrentes.

(***) Según los contratos de financiación.

Los **ingresos ordinarios** de AMS a 9M2018 se elevaron hasta los EUR 3.683,8 millones, un crecimiento de un 4,6% en tasa interanual, con una evolución positiva de sus divisiones, pero afectada de forma negativa por el efecto de tipos de cambio, aunque en menor medida en el 3T2018 que en los dos trimestres anteriores. Sin tener en cuenta el efecto de tipo de cambio, la cifra de ingresos habría crecido cerca de un 7,7%. Indicar que en el 3T2018 estanco, la mejora fue del 5,5% interanual, hasta los EUR 1.206,8 millones.

Desglosando los ingresos por área de negocio, **Distribución** contribuyó con EUR 2.279,3 millones, lo que representa un crecimiento de un 2,8% interanual más a septiembre, gracias al aumento del número de reservas (+2,0% interanual), por el crecimiento del 3,5% experimentado en el sector, y al mayor precio de reserva. No obstante, a pesar del crecimiento, fundamentado en las regiones de Asia-Pacífico (APAC) y Norteamérica, el mercado de Europa Occidental redujo sus reservas por la debilidad del mercado y el descenso de la cuota de mercado de algunas agencias de viajes *online* por la competencia del mercado. Excluyendo Europa Occidental, las reservas aumentaron un 8,0% interanual en 9M2018.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

Destacar como factores significativos de Distribución la renovación o firma de contratos de distribución de la Compañía con 11 aerolíneas en el 3T2018, entre ellas Aerolíneas Argentinas, Copa Airlines, Porter Airlines y Norwegian, lo que eleva a 35 los contratos firmados por AMS en los 9M2018.

Asimismo, en agosto AMS renovó y amplió su alianza con Carlson Wagonlit Travel, que tendrá acceso ahora al amplio contenido de la plataforma de viajes de AMS, incluyendo Amadeus Selling Platform Connect. El Grupo situó su cuota de mercado mundial en reservas de agencias de viajes en el 43,4%, un 0,2% menos que en el mismo periodo del año anterior por la debilidad del mercado de Europa Occidental.

Adicionalmente, las soluciones de comercialización (*ancillary services*) también fueron contratadas en 9M2018. Amadeus Airlines Ancillary Services fue contratado por siete aerolíneas para su canal indirecto y Amadeus Fare Families por otras cuatro aerolíneas, por lo que, al cierre de septiembre, 150 aerolíneas tienen contratada la solución Amadeus Airlines Ancillary Services y 79 aerolíneas la solución Amadeus Fare Families.

Mientras, **Soluciones TI** aportó EUR 1.404,5 millones en ventas, una mejora del 7,6% con respecto al importe de un año antes, también afectadas negativamente por el tipo de cambio. La evolución positiva de los segmentos de soluciones tecnológicas para aerolíneas y de los nuevos negocios impulsaron los ingresos de esta división. Las implantaciones tanto de 2017 (Southwest, Japan Airlines, Malasya Airlines a Altéa; Viva Air y GoAir a New Skies) como de 2018 (Maldivian Airlines y Aeromar a Altéa) fueron el principal catalizador del crecimiento del volumen de pasajeros embarcados (PBs), así como la renovación de la colaboración con Finnair. A finales de 9M2018, 206 aerolíneas tenían contratada alguna de las dos plataformas de gestión de pasajeros (PSS) de AMS (Altéa o New Skies) y 197 aerolíneas ya había migrado.

Además, el mayor volumen de pasajeros embarcados (PBs), que ascendieron a 1.397,3 millones, un 13,8% más que en el mismo periodo del año anterior (59,9% de los PBs se generaron fuera de Europa), permitieron más que compensar la dilución del ingreso unitario del segmento de aerolíneas, por el mayor peso relativo de las aerolíneas de bajo coste y *low-cost carriers* (LCC). El crecimiento orgánico del 7,8% de Soluciones TI también contribuyó de forma positiva.

Indicar también, respecto a los nuevos negocios (NBUs) que, en el segmento de hoteles, la implantación del sistema de reservas de huéspedes (GRS, por sus siglas en inglés) en InterContinental Hotel Group (IHG) está prácticamente completada, con más del 95% de los establecimientos ya migrados. Asimismo, el negocio de Aeropuertos también creció, con la contratación, por parte de tres aeropuertos de EEUU (Charleston (Carolina del Sur), Everett (Washington) y Bozeman (Montana)) de distintos sistemas de AMS, tanto de procesamiento de pasajeros, como de visualización de vuelos.

Hay que destacar también la adhesión de nuevas compañías al programa de conectividad de AMS NDC-X, que agrupa todas las actividades de AMS en el ámbito del estándar NDC (como proveedor tecnológico y agregador), durante el 3T2018, tanto en el negocio de Distribución como el de Soluciones TI. El objetivo del programa es que todos los contenidos del viaje puedan distribuirse a través de cualquier interfaz de usuario o dispositivo.

En lo que respecta al **cash flow de explotación (EBITDA)**, éste aumentó un 8,6% en tasa interanual a 9M2018, hasta situarse en EUR 1.588,0 millones, impulsado de forma positiva por ambas divisiones. Esta magnitud se vio afectada también por el efecto de los tipos de cambio, además de por la adopción temprana de la norma contable NIIF 15 (reclasifica algunos ingresos de las agencias de viajes como costes de distribución), que ha conllevado un ajuste de las cifras de 9M2017. En términos de ingresos ordinarios, el EBITDA aumentó en 1,7 p.p. hasta situarse en el 43,2% a 9M2018.

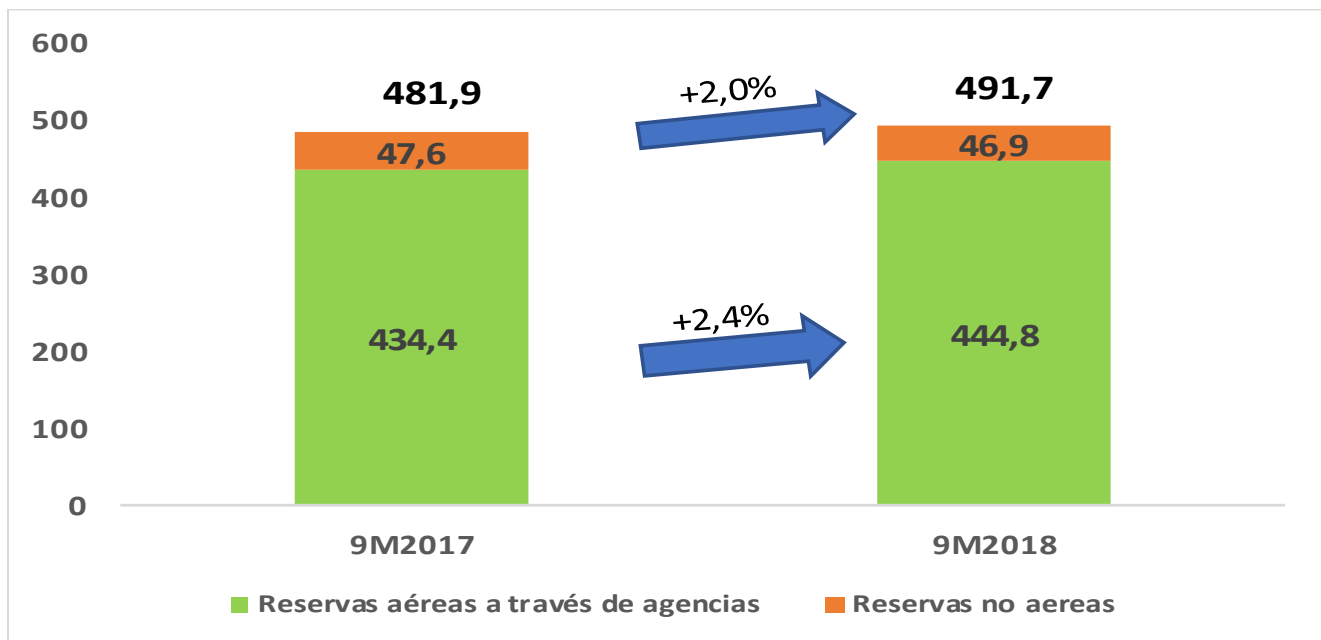
Señalar que la **inversión en I+D** aumentó un 14,4% interanual, hasta los EUR 623,1 millones, lo que supone un 16,9% de los ingresos ordinarios (15,5% en 9M2017). La inversión en inmovilizado (**capex**) repuntó un 15,5% interanual, hasta los EUR 506,2 millones, un 13,7% de los ingresos ordinarios (12,4% en 9M2017).

Amadeus (AMS), Febrero 2019

El **beneficio neto ajustado**, excluyendo el impacto de la amortización PPA y extraordinarios, ascendió a EUR 886,6 millones, un 5,1% más que en el mismo periodo de un año antes.

En relación al nivel de **endeudamiento**, AMS redujo su deuda financiera neta desde los EUR 2.083,3 millones del cierre de 2017 (1,12x EBITDA) hasta los EUR 1.891,6 millones del cierre de 9M2018 (0,95x EBITDA). Indicar que en base proforma, con la adquisición de Travel Click, la ratio de endeudamiento se elevará hasta las 1,56x EBITDA de los últimos doce meses. Así, el Consejo de Administración de AMS acordó cancelar el Tramo 2 del Programa de Recompra de Acciones propias, por importe de EUR 500 millones, cuya fecha de inicio estaba prevista para el 1 de abril de 2019, para destinar dichos fondos también a la compra de TravelClick.

El **cash flow libre** de AMS en 9M2018 se elevó un 1,7% interanual, hasta los EUR 802,1 millones.

Gráfico n. 1
RESERVAS AMADEUS 9M2018 vs 9M2017 (millones)


Fuente: Estados financieros 9M2018 Amadeus. Elaboración propia.

Creemos que hay algunos elementos de incertidumbre, como la evolución de las reservas en algunos mercados, como Europa Occidental, Latam o Asia-Pacífico, aunque estimamos que gran parte de los factores que les han afectado en este 3T2018 han sido coyunturales o estacionales, por lo que debería de plasmarse en una recuperación en el 4T2018.

Además, desde nuestro punto de vista AMS ha resistido bien las apuestas de contratación directa (desintermediación) por parte de algunas aerolíneas como Lufthansa, IAG o Air France-KLM o algunas de bajo coste (LCC), alcanzando acuerdos con algunas de ellas para el establecimiento de canales privados.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

CON OBJETO DE CONVERTIRSE EN PROVEEDOR DE REFERENCIA DEL SEGMENTO HOTELERO, AMADEUS ADQUIRIÓ EN AGOSTO DE 2018 POR \$ 1.520 MILLONES TRAVELCLICK, PROVEEDOR DE SOLUCIONES GLOBALES PARA HOTELES

El 10 de agosto de 2018 AMS anunció la adquisición de Project Dwight Ultimate Parent Corporation y su grupo de compañías (TravelClick) al fondo privado de capital riesgo Thomas Bravo, por un importe de \$ 1.520 millones. La adquisición se enmarca dentro del objetivo de AMS de ser un proveedor de referencia para el segmento de Hostelería.

Así, en los últimos ejercicios, AMS ha adquirido compañías como Newmarket, Itesso, Hotel SystemsPro, y ha alcanzado acuerdos con Premier Inn e IHG, con la que está trabajando en la actualidad para el lanzamiento conjunto de una plataforma hotelera a principios de este 2019.

- En diciembre de 2013 AMS cerró la adquisición de la compañía de soluciones para la nube del sector hotelero **Newmarket**, por un importe de \$ 500 millones. Newmarket prestaba servicio en el momento de la compra a unos 22.000 establecimientos en 154 países. Para financiar la adquisición AMS solicitó un préstamo amortizable a cinco años por el mismo importe de la adquisición con varios bancos de prestigio.
- En mayo de 2015 AMS alcanzó un acuerdo con **InterContinental Hotels Group (IHG)** para prolongar la alianza estratégica entre ambas, y desarrollar de forma conjunta el nuevo sistema de reserva de huéspedes (*Guest Reservation System* o GRS), una solución tecnológica de última generación. Para ello, AMS aplicó un nuevo modelo comunitario en la nube. Como socios de lanzamiento, IHG y AMS trabajaron de forma conjunta en el diseño, los conjuntos de funciones y la evolución del sistema.
- En julio de 2015, AMS adquirió **Itesso**, un proveedor de sistemas de gestión de la propiedad con sede en Holanda, que ofrece servicios a 1.800 propiedades en todo el mundo. La compra permitió a AMS avanzar en el objetivo de unificación de sistemas, tanto los de reserva centralizada (CRS), como los de sistemas de gestión de la propiedad (PMS), sistemas de gestión de ingresos (RMS), ventas y catering y otros sistemas basados en una plataforma de modelo de comunidad basado en la nube, que se centra por completo en la experiencia del huésped.
- En agosto de 2015 AMS adquirió **Hotel SystemsPro**, una compañía que desarrolla soluciones basadas en la provisión de negocios empresariales basadas en el sistema ASP (Application Services Provider) a más de 4.500 hoteles en Norteamérica, con un enfoque centrado en las propiedades de nivel medio. La compañía se integró en Newmarket, para ampliar el rango de mercado de la oferta de los productos y generar más negocio a partir de la base de clientes de HotelSystemsPro.
- En noviembre de 2017 la cadena hotelera **PremierInn**, propiedad de Whitbread Group, alcanzó un acuerdo con AMS para implementar conjuntamente los módulos Central Reservations Systems (CRS) y Property Management Systems (PMS) de la plataforma hotelera del Grupo en sus 765 establecimientos. Además, Premier Inn podrá utilizar las soluciones de AMS como base para su programa de transformación digital y de marketing. Con este nuevo sistema la compañía hotelera podrá obtener toda la información corporativa en una única pantalla. AMS y PremierInn colaboran de forma conjunta desde 2010, ejercicio en el que alcanzaron un acuerdo de distribución.

Finalmente, y como estamos comentando, en agosto de 2018 AMS llegó a un acuerdo con TravelClick, un proveedor estadounidense de soluciones globales para hoteles y que presta servicio a más de 25.000 clientes en 176 países. La compañía facilita soluciones innovadoras en la nube, incluyendo un Sistema de Reservas

Amadeus (AMS), Febrero 2019

(CRS) para hoteles independientes de tamaño medio y una Solución para la Gestión de Huéspedes (GMS), así como soluciones para *business intelligence* y media.

La integración de las soluciones de TravelClick con los productos de AMS dará lugar al nacimiento de un proveedor líder en tecnología (IT) para el sector hotelero, con un amplio rango de soluciones tecnológicas innovadoras para hoteles y cadenas de todos los tamaños alrededor del mundo. Como parte de la adquisición, se estima que aproximadamente 1.100 empleados de TravelClick se unan a AMS.

TravelClick obtuvo unos ingresos de \$ 363 millones en 2017 (57% en Norteamérica, 23% en Europa y Oriente Medio, 13% en Asia Pacífico y un 7% en Latam) y un cash flow de explotación (EBITDA) de \$ 86 millones. AMS cerró la operación en el mes de octubre, por un importe de \$ 1.520 millones, totalmente financiado con deuda. Para financiar parcialmente la transacción, AMS ha suscrito un préstamo de EUR 1.000 millones con varias entidades bancarias (financiación puente con vencimiento a doce meses más una extensión opcional de seis), al objeto de refinanciarlo a corto plazo en el mercado de bonos.

Destacar que la operación incrementará las ganancias del Grupo desde el primer momento. Con esta operación, AMS espera alcanzar una base de establecimientos de 53.000, convirtiéndose así en proveedor de referencia del sector. De esta forma, el mercado potencial de Hospitality para AMS pasa de los \$ 4.800 millones estimados con anterioridad, a un mercado potencial de \$ 7.100 millones con esta adquisición.

Asimismo, la adquisición permitirá incorporar una cartera de establecimientos independientes complementaria con la que cuenta AMS en la actualidad, lo que permitirá a la Compañía servir al conjunto del mercado hotelero, a través de una oferta segmentada por distintas clases de establecimiento. Adicionalmente, TravelClick aporta una marca reconocida en el segmento de mercado y un personal con mucha experiencia en el segmento de Hospitality.

ESPERAMOS QUE LA ADQUISICIÓN DE TRAVELCLICK Y LA IMPLEMENTACIÓN DE LA PLATAFORMA HOTELERA AYUDEN A IMPULSAR AL ALZA LOS RESULTADOS DE AMADEUS EN LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS

Pasamos a continuación a desglosar nuestras nuevas estimaciones para AMS, aunque para ello, establecemos una serie de hipótesis previas:

- Tenemos que señalar, en primer lugar, la reclasificación de las cuentas de 2017 como consecuencia de la aplicación de la nueva norma contable NIIF 15, lo que afectó aproximadamente a un 4% de la cifra de ingresos y a los costes de ventas por el mismo importe, al considerar a las agencias de viajes como socios, más que como clientes de tecnología y proveedores por el cobro de incentivos por estar conectados a la plataforma de AMS. Ambos efectos se compensan.
- A pesar de la desaceleración del tráfico aéreo en los últimos meses, tomamos como referencia la estimación de crecimiento de esta variable del 6% de la asociación internacional del tráfico aéreo (IATA) para el ejercicio 2019.
- Las estimaciones de resultados incluyen la aportación de TravelClick, periodificada en 2018 (aportación desde el 4 de octubre, un poco menos de 3 meses), y de forma completa en los ejercicios siguientes. De esta forma, creemos que esta adquisición contribuirá a sostener el crecimiento actual a doble dígito de las nuevas unidades de negocio (NBUs). Indicar que esperamos que esta adquisición conlleve sinergias para AMS, aunque las mismas no están cuantificadas, como ha especificado la propia Compañía, a la espera de un análisis en profundidad, por lo que tampoco hemos podido cuantificarlas en el informe.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

- Estimamos que el Grupo mantenga su política de invertir al menos el 15% de su facturación en I+D, ya que como hemos señalado tanto en este como en anteriores informes, el negocio de AMS es muy intensivo en tecnología, por lo que requiere el desarrollo de una tecnología muy compleja que, además, sirve como barrera de entrada en el sector.
- Adicionalmente, también creemos, como veremos más adelante, que la Compañía mantendrá su política de realizar inversiones operativas (CAPEX) por un importe aproximado de entre el 12-15% de sus ventas
- Tenemos constancia de que AMS quiere cambiar la forma del *reporting* actual para darle una mayor relevancia a los nuevos negocios, que hasta ahora se han metido dentro de la división de Soluciones IT. Creemos que el anuncio de la exclusión de Bolsa de Travelport podría precipitar este cambio de ofrecer la información al mercado. Por ello, en los próximos trimestres es probable que haya cambios y haya que ajustar la presentación de la cuenta de resultados al nuevo método. No obstante, AMS señaló que el cambio será gradual y que facilitará la comparativa homogénea.
- Los ingresos de AMS se generan casi en su totalidad en euros o en dólares estadounidenses (entre el 30-40% de los ingresos totales son en esta divisa), así como los gastos de explotación, cuya cuota en dólares es muy similar a la de las ventas. AMS tiene una cobertura natural, gracias a la cual los flujos netos de caja en dólares se compensan, entre otros elementos, con el pago de la deuda denominada en dólares y de los impuestos denominados en esta moneda.

Pasamos a desglosar nuestras estimaciones para el periodo de estudio 2018-2020. Así, una vez hecha la reclasificación de la cuenta de resultados de 2017 para adecuarla a las nuevas normativas contables, estimamos que AMS alcance una cifra global de **ingresos** de EUR 4.954,0 millones en 2018, lo que supone una mejora del 6,8% en relación al importe registrado en 2017. La evolución positiva de sus dos divisiones, Distribución y Soluciones IT contribuirá a ello, además de la inclusión mencionada de los casi tres meses de ingresos que aporta TravelClick.

Los mayores ingresos procedentes de las reservas aéreas a través de agencias de viajes impulsarán las cifras de ventas de la división de Distribución. Creemos que las renovaciones de los acuerdos de distribución alcanzados en el ejercicio y la extensión del acuerdo de Carlson Wagonlits incrementarán las reservas totales en un 3,8%, por lo que contribuirán a la mejora de los ingresos de Distribución (+3,1 en 2018; +3,0% tacc en 2017-2020), y más que compensarán los menores ingresos procedentes de reservas no aéreas.

Señalar que, además, se produjeron algunos aspectos coyunturales en la región Asia-Pacífico (APAC) en 9M2018 que no se han repetido en el 4T2018, lo que contribuirá a la mejora de las reservas y, como consecuencia, de los ingresos. No obstante, hemos preferido ser algo conservadores con nuestras estimaciones, dada la agresividad mostrada por los competidores a la hora de renegociar los contratos de Distribución.

Por otro lado, la migración de aerolíneas a la plataforma Altéa, como la contratación en octubre de Bangkok Airways del paquete completo de Altéa, y la prevista de Philippine Airlines -a pesar de que sean aerolíneas de menor tamaño que las grandes-, la contratación de más módulos por parte de los clientes actuales, así como la evolución positiva de todas las nuevas líneas de negocio (Aeropuerto, Hospitality, Medios de Pago, Travel Intelligence y Ferrocarril) contribuirán entre todos a elevar los ingresos de Soluciones IT, que crecerán a una tacc del 11,1% en el periodo, desde los EUR 1.715,1 millones de 2017 hasta los EUR 2.352,6 millones de finales de 2020.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

Destacar que será en 2019 cuando se produzca la integración total de TravelClick, lo que incrementará de forma sustancial tanto los ingresos como los márgenes de la Compañía. Además, creemos que la implementación de la plataforma hotelera que han desarrollado AMS e InterContinental Hotels Group (IHG) también devengará ingresos, aunque será de forma más gradual. Así, estimamos que el Grupo alcance unos ingresos totales de EUR 5.488,4 millones en 2019, una cifra superior en un 10,8% al importe que registró en el año 2018, cerrando 2020 con unos ingresos de EUR 5.867,1 millones, superando en un 6,9% la cifra del ejercicio 2019.

No obstante, también tenemos que indicar que existen algunos factores negativos, como el retroceso en los pasajeros embarcados por la salida de Air Berlin, o el impacto negativo de la aerolínea TAM, que lastrarán en parte el incremento de los ingresos del Grupo.

Asimismo, hemos estimado un coste de los ingresos cercano a un 25% de la cifra de ventas, lo que situará el margen bruto del Grupo por encima de los EUR 4.400 millones al cierre de 2020, con un crecimiento tacc del 6,9% en el periodo 2017-2020.

En términos de **margen de contribución**, estimamos que Distribución aumente el suyo a un crecimiento tacc del 5,6%, hasta acabar 2020 con EUR 1.592,1 millones. Por su parte, Soluciones IT también aumentará su margen de contribución, pasando desde los EUR 1.219,7 millones de 2017 a los EUR 1.837,7 millones en 2020 (+14,6% tacc), superando por primera vez al margen de contribución de Distribución durante el ejercicio 2019. Así, estimamos que el margen de contribución total crecerá a un ritmo tacc del 10,1% en el periodo 2017-2020.

De esta forma, el **cash flow de explotación (EBITDA)** repuntará en 2018, hasta los EUR 2.023,8 millones, es decir, un importe superior en un 8,8% al de 2017, mientras que, en 2019, con la entrada de los ingresos totales de TravelClick, aumentará un 12,3% interanual, para cerrar 2020 con un incremento del 6,3% con respecto al ejercicio anterior.

En términos de margen sobre ventas, el EBITDA aumentará desde el 40,1% de 2017 al 40,9% de 2018, debido al mayor peso relativo del negocio de Soluciones TI, un negocio que en líneas generales tiene un margen mayor. No obstante, algunos negocios incluidos en la división, principalmente las nuevas líneas de negocio tienen márgenes inferiores a los de la media del Grupo, pero son más que compensados con los márgenes del negocio de aerolíneas.

Por su lado, estimamos que AMS aumente su **beneficio neto de explotación (EBIT)** a un ritmo del 8,2% tacc, desde los EUR 1.303,4 millones de 2017 hasta los EUR 1.652,8 millones del cierre de 2020, aunque el margen sobre ventas caerá ligeramente desde el 28,1% de 2017 al 27,7% de 2018, por la mayor base de activos por la compra de TravelClick.

Como hemos señalado, la operación de TravelClick se financiará al 100% con deuda, para lo cual el Grupo suscribió un crédito de EUR 1.000 millones, lo que elevará su endeudamiento financiero neto desde los EUR 1.571,7 millones de 2017 hasta los EUR 2.861,9 millones de 2018, lo que supone un ratio de endeudamiento de deuda financiera neta (DFN) sobre EBITDA ligeramente superior a 1,4x (veces). Posteriormente, creemos que la creación de flujos de caja libres permitirá reducir el endeudamiento financiero neto hasta los EUR 2.231,1 millones (1,0x DFN/EBITDA) y cerrar 2020 con un endeudamiento financiero neto de EUR 1.554,8 millones (0,6x DFN/EBITDA).

De esta forma, esperamos que el beneficio neto atribuible de AMS repunte a un crecimiento tacc del 6,8%, hasta cerrar 2020 en EUR 1.197,7 millones.

ESTIMACIONES RESULTADOS AMADEUS 2017-2020E

EUR millones	2017	2018E	2019E	2020E	Tacc 17/20
Margen de Contribución total	2.569,8	2.749,6	3.129,1	3.429,8	10,1%
Cifra de negocio global	4.637,2	4.954,0	5.488,4	5.867,1	8,2%
Ingresos Distribución	2.922,0	3.012,6	3.103,0	3.196,0	3,0%
Ingresos Reservas Aéreas	2.522,1	2.636,0	2.715,1	2.796,5	3,5%
Ingresos Reservas no aéreas	399,9	376,6	387,9	399,5	0,0%
Total Reservas	632,4	648,8	677,5	707,6	3,8%
Reservas aéreas	568,4	585,5	614,7	645,5	4,3%
Reservas no aéreas	64,0	63,4	62,7	62,1	-1,0%
Tarifa por Reserva	4,33	4,06	4,01	3,95	
Margen Contribución Distribución	1.350,1	1.390,6	1.487,9	1.592,1	5,6%
% s/ Ingresos Distribución	46,2%	46,2%	48,0%	49,8%	
% s/ Margen Contribución Total	52,5%	50,6%	47,6%	46,4%	
Ingresos Soluciones TI	1.715,1	1.864,8	2.073,2	2.352,6	11,1%
Ingresos Transaccionales	1.400,8	1.528,5	1.703,3	1.945,7	11,6%
Ingresos Transaccio Soluciones TI	1.282,4	1.404,2	1.572,7	1.808,6	12,1%
Ingresos por Distribución Directa	118,4	124,3	130,5	137,1	5,0%
Ingresos no transaccionales	314,3	336,3	369,9	406,9	9,0%
Ingresos TravelClick	0,0	76,5	312,2	318,5	-
Pasajeros Embarcados (PB)	1.656,5	1.855,3	2.077,9	2.327,3	12,0%
Margen Contribución Soluciones TI	1.219,7	1.359,0	1.641,2	1.837,7	14,6%
% s/ Ingresos Soluciones TI	71,1%	72,9%	79,2%	78,1%	
% s/ Margen Contribución Total	47,5%	49,4%	52,4%	53,6%	
EBITDA	1.859,9	2.023,8	2.272,6	2.416,5	9,1%
Margen EBITDA / Ingresos	40,1%	40,9%	41,4%	41,2%	
EBIT	1.303,4	1.373,1	1.519,1	1.652,8	8,2%
Margen EBIT / Ingresos	28,1%	27,7%	27,7%	28,2%	
Beneficio neto actividades continuadas	980,7	981,8	1.079,8	1.185,3	6,5%
Beneficio neto atribuible	983,1	986,3	1.087,5	1.197,7	6,8%
Inversiones	612,0	1.718,3	740,9	762,7	

Fuente: Estimaciones propias.

Por otra parte, estimamos una remuneración al accionista (*pay-out*) del 50% del beneficio neto atribuible para todo el periodo 2017-2020, en línea con la que AMS lleva implementando en los últimos ejercicios.

Además, prevemos que la rentabilidad sobre fondos propios medios (ROE) se sitúe en el 36,6% en 2017, para ir reduciéndose de forma progresiva hasta el 29,6% de 2020. 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 20,8% de 2017 y el 18,4% en 2020). 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 5,60%.

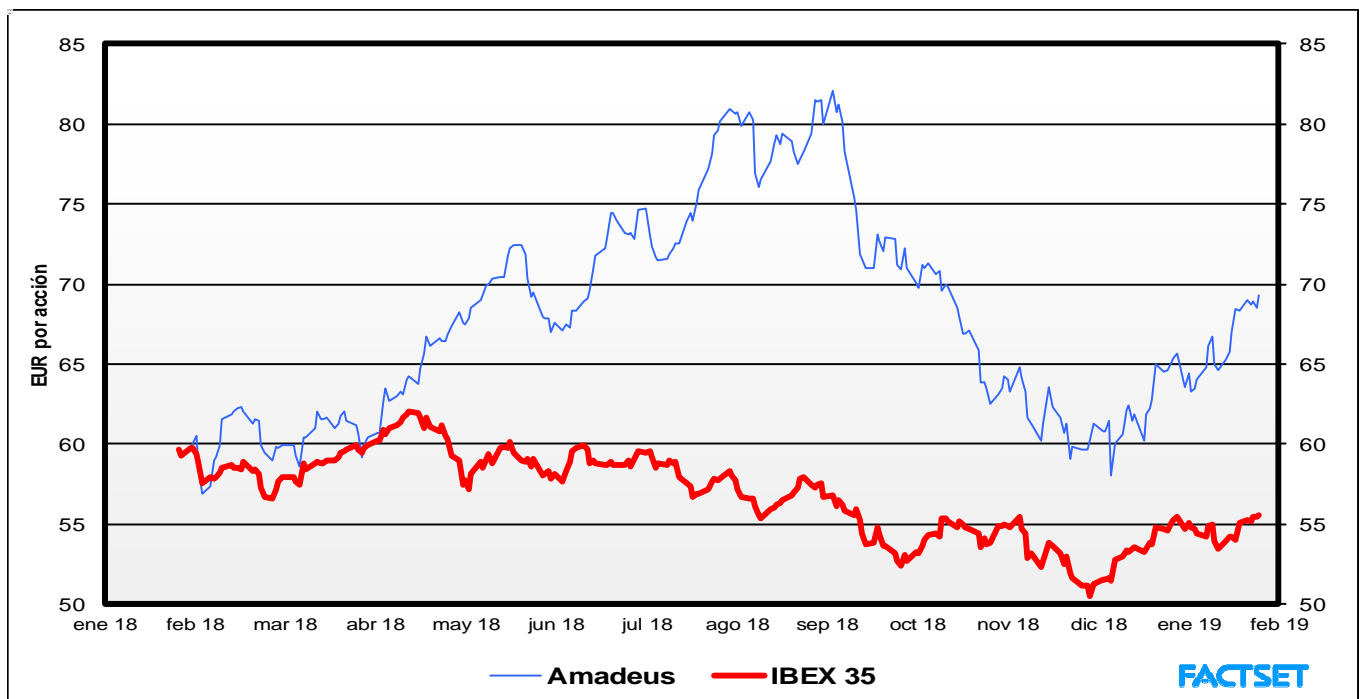
Amadeus (AMS), Febrero 2019

HEMOS VALORADO AMADEUS POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA AJUSTADOS A IMPUESTOS, ALCANZANDO UNA VALORACIÓN DE EUR 68,86 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES LA ACCIÓN COTIZA SIN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN ALGUNO

Tras el desglose de nuestras estimaciones pasamos a realizar la valoración de la compañía. Para ello, empleamos el método de descuentos de flujos de caja (DFC) ajustados a impuestos, que consideramos el único método razonable a aplicar. Hemos descartado el aplicar un método de múltiplos relativos, dado que AMS ostenta el liderazgo de mercado en cuota mundial de reservas, con más de un 43%, mientras que sus dos rivales apenas alcanzan un 30% de cuota. Además, el hecho de que Travelport vaya a ser excluida de Bolsa, lo que probablemente disminuya la información pública que transmita al exterior, y el cada vez mayor peso del negocio de Soluciones TI hace que la aplicación de dicho método tenga menor justificación.

Gráfico n. 2

EVOLUCIÓN BURSÁTIL AMADEUS vs IBEX-35 (12 meses)



Fuente: FactSet.

Para aplicar el método de DFC, hemos utilizado las hipótesis que hemos enunciado en nuestro apartado de estimaciones y hemos empleado una serie de parámetros que se resumen en nuestro Anexo n. 3, incluyendo un coste medio ponderado del capital (wacc), del 5,60%.

Así, hemos alcanzado para AMS una valoración de EUR 30.217,39 millones, equivalente a EUR 68,86 por acción. Ello supone que, a precios actuales, la acción cotiza sin potencial de revalorización alguno.

Amadeus (AMS), Febrero 2019Evolución 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 1.347.635 títulos, lo que equivale a EUR 91,30 millones, y su frecuencia de contratación ha sido del 100%. AMS cuenta con un *free-float* cercano al 100%.

A pesar de que la cotización de AMS se ha visto afectada negativamente por algunos factores coyunturales más que estructurales, como el efecto contagio de la evolución negativa de las aerolíneas en el 4T2018, o la investigación puesta en marcha por la Comisión Europea (CE) contra AMS y Sabre por posición de abuso dominante –que consideramos no tendrá consecuencias, dado que hace algún tiempo también se investigó algo semejante en Norteamérica y quedó en nada-, en los últimos doce meses su cotización ha alcanzado una revalorización del 16,3%, que contrasta con la caída experimentada por el Ibex-35 en el mismo periodo (-6,8%).

Por último, señalar que, en septiembre de 2018, AMS entró a formar parte del Euro Stoxx50, el principal índice de valores cotizados de gran capitalización de la Zona Euro.

SEGUIMOS APOSTANDO POR AMADEUS COMO UNO DE LOS VALORES MÁS ATRACTIVOS DEL IBEX-35, AUNQUE LA FALTA DE POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN QUE TIENE A PRECIOS ACTUALES LIMITA NUESTRA RECOMENDACIÓN A MANTENER

AMS es el líder mundial del mercado de Sistemas de Distribución Global (GDS, por sus siglas en inglés), además de desarrollar Soluciones TI para el sector global del turismo y de los viajes. La Compañía está presente en 195 países y opera a través de 71 oficinas comerciales.

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.

Además, en los últimos ejercicios el Grupo amplió sus líneas de negocio, adentrándose en los segmentos de Aeropuertos, Hoteles, Medios de Pago, Ferrocarril y Travel Intelligence, con el objetivo de diversificar su negocio y, al mismo tiempo, convertirse en proveedor tecnológico de todos los segmentos dentro del sector turístico.

Así, en los últimos ejercicios AMS ha realizado una serie de operaciones corporativas, entre adquisiciones (Newmarket, Navitaire, Itesso, HotelSystemsPro) y alianzas (PremierInn e IHG) que le han permitido un crecimiento sostenible de sus resultados. En ese marco, en agosto el Grupo anunció la mayor compra de su historia, al adquirir TravelClick por \$ 1.520 millones, una operación que se cerró finalmente en el mes de octubre. TravelClick es un proveedor estadounidense de soluciones globales para hoteles y que presta servicio a más de 25.000 clientes en 176 países. De esta forma, AMS se convierte en el proveedor líder mundial para el segmento hotelero, al servir a aproximadamente 53.000 establecimientos, con un amplio rango de soluciones tecnológicas innovadoras para hoteles y cadenas de todos los tamaños alrededor del mundo.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

Por otra parte, la Compañía comunicó sus resultados correspondientes a 9M2018, en los que una vez más volvió a crecer en ingresos ordinarios (+4,6% interanual), márgenes (+8,6% interanual de EBITDA) y beneficio neto de operaciones continuadas (+5,1%), impulsada tanto por el crecimiento orgánico de sus dos divisiones, Distribución y Soluciones IT, como por la integración de las compañías adquiridas.

En base a estas cifras hemos actualizado nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2018-2020. En las mismas, prevemos una mejora de los ingresos globales de AMS a un crecimiento tacc del 8,2%, mientras que consideramos que el EBITDA crecerá algo por encima (+9,1% tacc) y el beneficio neto atribuible a una tacc del 6,8%. Creemos que la integración de TravelClick, principalmente a partir del ejercicio 2019 y el crecimiento orgánico de sus dos divisiones permitirá al Grupo mantener su tendencia de crecimiento.

Hemos valorado la Compañía por el método de descuentos de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, alcanzando una valoración de EUR 30.217,39 millones, equivalente a EUR 68,86 por acción. A precios actuales, la acción de AMS cotiza sin potencial de revalorización alguno.

Seguimos apostando por el valor como uno de los más interesantes del índice selectivo Ibex-35, debido a una serie de factores: i) una estructura financiera sólida, ii) la recurrencia de su cifra de negocio, iii) una generación de flujos de caja libres elevada y iv) a un nivel de endeudamiento razonable, que de forma temporal se incrementará, al financiarse la operación de TravelClick al 100% con deuda, v) una sólida remuneración al accionista (*pay-out* del 50% del beneficio neto), y vi) el atractivo del sector al que dirige sus servicios (ocio).

No obstante, la fuerte revalorización que ha experimentado el valor en los últimos ejercicios (+16,3% en los últimos 12 meses), y la falta de potencial de revalorización a precios actuales, nos lleva a recomendar **MANTENER** el valor en cartera.

Amadeus (AMS), Febrero 2019
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2015/2017; Proyecciones 2018/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015
RATIOS DE LIQUEZ A CORTO PLAZO						
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,82	0,77	0,74	0,54	0,47	0,60
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,73	0,69	0,67	0,44	0,38	0,49
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	-694,15	-909,16	-1030,38	-1052,51	-1215,61	-882,87
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO						
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,39	0,33	0,28	0,33	0,35	0,32
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,38	1,05	0,79	0,89	1,01	0,91
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,53	0,45	0,39	0,40	0,41	0,40
. Fondos accionista/activo fijo	0,53	0,46	0,39	0,40	0,41	0,40
. Recursos permanentes/activo fijo	0,92	0,89	0,87	0,84	0,82	0,84
. Recursos ajenos/activo total	0,61	0,67	0,71	0,66	0,64	0,67
. Deuda neta/fondos accionista	0,35	0,60	0,91	0,59	0,70	0,70
. EBIT/gastos financieros brutos	28,63	22,84	27,22	39,62	20,72	16,54
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,0%	1,2%	1,0%	0,7%	1,3%	1,6%
. EBITDA/gtos.financieros netos	47,35	37,94	43,73	58,86	30,13	24,15
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	1.554,8	2.231,1	2.861,9	1.571,7	1.942,1	1.611,2
RENDIMIENTO INVERSION						
. ROA	10,7%	9,9%	10,5%	12,6%	11,2%	10,4%
. ROE	29,6%	31,8%	34,3%	36,6%	33,0%	33,3%
. ROCE	18,4%	13,8%	15,7%	20,8%	18,0%	16,8%
. Fondos propios/capital social	995,2	846,3	710,9	600,5	623,5	517,5
. BAI/fondos accionista (A)	36,6%	39,1%	42,3%	46,9%	41,4%	43,7%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	21,9%	20,9%	19,4%	23,3%	22,2%	21,9%
. A/A1	1,7	1,9	2,2	2,0	1,9	2,0
RESULTADOS EXPLOTACION						
. Margen bruto	75%	75%	75%	76%	74%	73%
. Margen explotación	28,2%	27,7%	27,7%	28,1%	27,1%	26,9%
. EBITDA/ventas	41,2%	41,4%	40,9%	40,1%	38,3%	37,7%
. B°Neto/ventas	20,4%	19,8%	19,9%	21,2%	18,5%	17,5%
UTILIZACION DEL ACTIVO						
. Ventas netas/tesorería	2,6	2,5	2,3	8,0	9,9	5,5
. Ventas netas/cuentas a cobrar	12,2	12,17	12,17	11,18	11,08	11,09
. Ventas netas/activo total	52%	49%	45%	59%	58%	56%
DATOS POR ACCION						
. Beneficio neto por acción (EUR)	2,73	2,48	2,25	2,24	1,88	1,56
. Dividendo por acción (EUR)	1,36	1,24	1,12	1,12	0,94	0,78
. Cash-flow por acción (EUR)	4,47	4,20	3,73	3,53	3,06	2,53
. Valor contable por acción (EUR)	9,99	8,50	7,14	6,04	6,29	5,24
. Precio/valor contable (veces) (*)	6,09	7,16	8,52	9,96	6,86	7,77
RATIOS BURSATILES						
. Precio (EUR) (*)	60,84	60,84	60,84	60,11	43,17	40,69
. PER	22,3	24,6	27,1	26,8	22,9	26,1
. Precio/cash-flow	13,6	14,5	16,3	17,0	14,1	16,1
. Rentabilidad por dividendo	2,2%	2,0%	1,8%	1,9%	2,2%	1,9%
. Pay-out	50%	50%	50%	50%	50%	50%

(*) El precio de los años 2018, 2019 y 2020 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Amadeus (AMS), Febrero 2019

ANEXO n. 2

CUENTA DE RESULTADOS (Evolución 2015/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015
Total Ventas	5.867,13	5.488,37	4.953,95	4.637,20	4.472,90	3.912,70
Coste de Ventas	(1.466,78)	(1.372,09)	(1.263,26)	(1.095,30)	(1.150,00)	(1.044,06)
MARGEN BRUTO	4.400,35	4.116,28	3.690,69	3.541,90	3.322,90	2.868,64
Gastos Explotación	(1.983,85)	(1.843,70)	(1.666,87)	(1.682,00)	(1.611,50)	(1.393,01)
CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA	2.416,50	2.272,58	2.023,83	1.859,90	1.711,40	1.475,63
Amortización inmovilizado	(763,69)	(753,48)	(650,74)	(556,50)	(499,10)	(422,63)
BENEFICIO EXPLOTACION	1.652,81	1.519,09	1.373,09	1.303,40	1.212,30	1.053,00
Rdos. financieros netos	(51,04)	(59,90)	(46,28)	(31,60)	(56,80)	(61,11)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	(28,50)	(14,80)	10,20
Ingresos extraordinarios	0,00	0,00	0,00	(0,60)	3,10	1,76
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	1.601,77	1.459,19	1.326,81	1.242,70	1.143,80	1.003,85
Impuesto de sociedades	(416,46)	(379,39)	(344,97)	(262,00)	(322,90)	(321,37)
BENEFICIO NETO OPERACIONES CONTINUADAS	1.185,31	1.079,80	981,84	980,70	820,90	682,47
Rdos. actividades interrumpidas	14,18	9,45	6,30	4,20	5,40	3,44
BENEFICIO NETO	1.199,49	1.089,25	988,14	984,90	826,30	685,91
Minoritarios	(1,80)	(1,80)	(1,80)	(1,80)	(0,80)	(1,97)
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	1.197,69	1.087,45	986,34	983,10	825,50	683,94
<i>EBITDA</i>	<i>2.416,50</i>	<i>2.272,58</i>	<i>2.023,83</i>	<i>1.859,90</i>	<i>1.711,40</i>	<i>1.475,63</i>
<i>EBIT</i>	<i>1.652,81</i>	<i>1.519,09</i>	<i>1.373,09</i>	<i>1.303,40</i>	<i>1.212,30</i>	<i>1.053,00</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>1.961,37</i>	<i>1.840,94</i>	<i>1.637,08</i>	<i>1.549,20</i>	<i>1.342,60</i>	<i>1.112,12</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado (Evolución 2015/2017; Proyección 2018/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015
INMOVILIZADO	8.167,57	8.104,21	6.652,00	6.681,80	5.687,55
ACTIVO CIRCULANTE	2.970,43	2.863,29	1.231,00	1.092,30	1.316,59
TOTAL ACTIVO	11.138,00	10.967,49	7.883,00	7.774,10	7.004,14

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016E	2015
FONDOS PROPIOS	3.715,16	3.120,88	2.635,99	2.735,79	2.270,87
. Capital y prima emisión	628,49	628,49	628,49	620,89	619,55
. Reservas	2.355,49	1.862,32	1.360,87	1.065,00	992,15
. Acciones propias	(517,10)	(517,10)	(517,10)	(23,60)	(29,30)
. Resultados ejercicios anteriores	298,73	298,73	298,73	229,50	(6,38)
. Resultado del Ejercicio	1.087,45	986,34	1.002,90	825,50	683,94
AJUSTES POR CAMBIO DE VALOR	(137,90)	(137,90)	(137,90)	18,50	10,92
SOCIOS EXTERNOS	13,00	13,00	13,00	25,70	26,61
PASIVOS NO CORRIENTES PENDIENTES DE VENTA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ACREEDORES LARGO PLAZO	3.530,25	3.939,94	2.950,50	2.704,70	2.507,20
ACREEDORES CORTO PLAZO	3.879,59	3.893,67	2.283,51	2.307,91	2.199,46
TOTAL PASIVO	11.138,00	10.967,49	7.883,00	7.774,10	7.004,14
Número acciones (millones)	438,8	438,8	438,8	438,8	438,8

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Amadeus (AMS), Febrero 2019
ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17	2.635,99	63%	6,00%	--	6,00%	3,76%
Deuda neta 31/12/17 (EUR millones)	1.571,70	37%	6,23%	21,08%	4,92%	1,84%
Total	4.207,69	100%				5,60%

(*) Coste oportunidad: i) FFP: 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.)	1.011,47		
Valor residual	31.357,12		
Total	32.368,59	0,00	(2.151,20)
Valoración por acción - EUR			68,86

Tir bono 10 años:	1,17%
g (crecimiento perpétuo):	2,00%
Prima mercado:	5,49%
Beta:	0,88
Prima de riesgo	4,83%
PER Residual:	27,8

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2015/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	1.053,00	1.212,30	1.303,40	1.373,09	1.519,09	1.652,81
Impuestos imputables al EBIT	(335,89)	(338,03)	(272,65)	(357,47)	(395,56)	(430,24)
EBIT ajustado (NOPLAT)	717,10	874,27	1.030,75	1.015,62	1.123,53	1.222,57
Amortización	422,63	499,10	556,50	650,74	753,48	763,69
Cash-flow explotación ajustado	1.139,73	1.373,37	1.587,25	1.666,36	1.877,01	1.986,26



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

Amadeus (AMS), Febrero 2019

