



ASOCIACIÓN
DE LÍNEAS
AÉREAS

A low-angle, front-facing view of a large commercial airplane, likely a Boeing 787 Dreamliner, on a runway. The aircraft is centered in the frame, with its nose and cockpit at the top. The wings and engines are visible on either side. The runway surface is visible at the bottom, with a yellow center line. The sky is blue with scattered white clouds.

DORA III

RUEDA DE PRENSA 19 FEB 2026

1. EL MARCO REGULATORIO DORA



LA DETERMINACIÓN DE LA X, QUE ES EL PORCENTAJE ANUAL DE INCREMENTO DE LAS TARIFAS AEROPORTUARIAS CADA AÑO DEL DORA, SE DETERMINA POR UNA FÓRMULA MATEMÁTICA ESTABLECIDA EN LA LEY 18/2014

6. La determinación de la cuantía del parámetro X, que será igual para los cinco años del quinquenio, se realizará atendiendo a la siguiente igualdad:

$$\sum_1^5 \frac{IMAP_0 * (1 + X)^t * Q_t}{\left(1 + \frac{CMPC_{AI}}{100}\right)^t} = \sum_1^5 \frac{IRR_t}{\left(1 + \frac{CMPC_{AI}}{100}\right)^t} - IRR_a$$

ESTA FÓRMULA MATEMÁTICA SE TRADUCE EN LA SIGUIENTE IGUALDAD:

INGRESOS FUTUROS PREVISTOS = COSTES FUTUROS PREVISTOS

(actualizados a 2027 utilizando el WACC como tasa de descuento)

SI DESCOMPONEMOS LOS INGRESOS Y COSTES FUTUROS PREVISTOS EN SUS PRINCIPALES COMPONENTES, LLEGAMOS A LAS CUATRO VARIABLES QUE DETERMINAN LA SENDA TARIFARIA

$$\text{INGRESOS FUTUROS} = \text{INGRESOS POR PAX} \times \text{TRÁFICO PAX}^1$$

$$\text{COSTES FUTUROS} = \text{OPEX}^2 + \text{COSTE DE CAPITAL}$$

$$\text{COSTE DE CAPITAL} = \text{INVERSIONES}^4 \times \text{WACC}^3$$

DADO QUE EN ESTE DORA III LA INVERSIÓN REGULADA ES FIJA, VEMOS
AQUÍ EL IMPACTO QUE TIENEN CADA UNA DE LAS OTRAS TRES
VARIABLES EN LA SENDA TARIFARIA

1

A MENOR TRÁFICO PREVISTO → MAYOR X (MAYORES TARIFAS)

2

A MÁS OPEX PREVISTOS → MAYOR X (MAYORES TARIFAS)

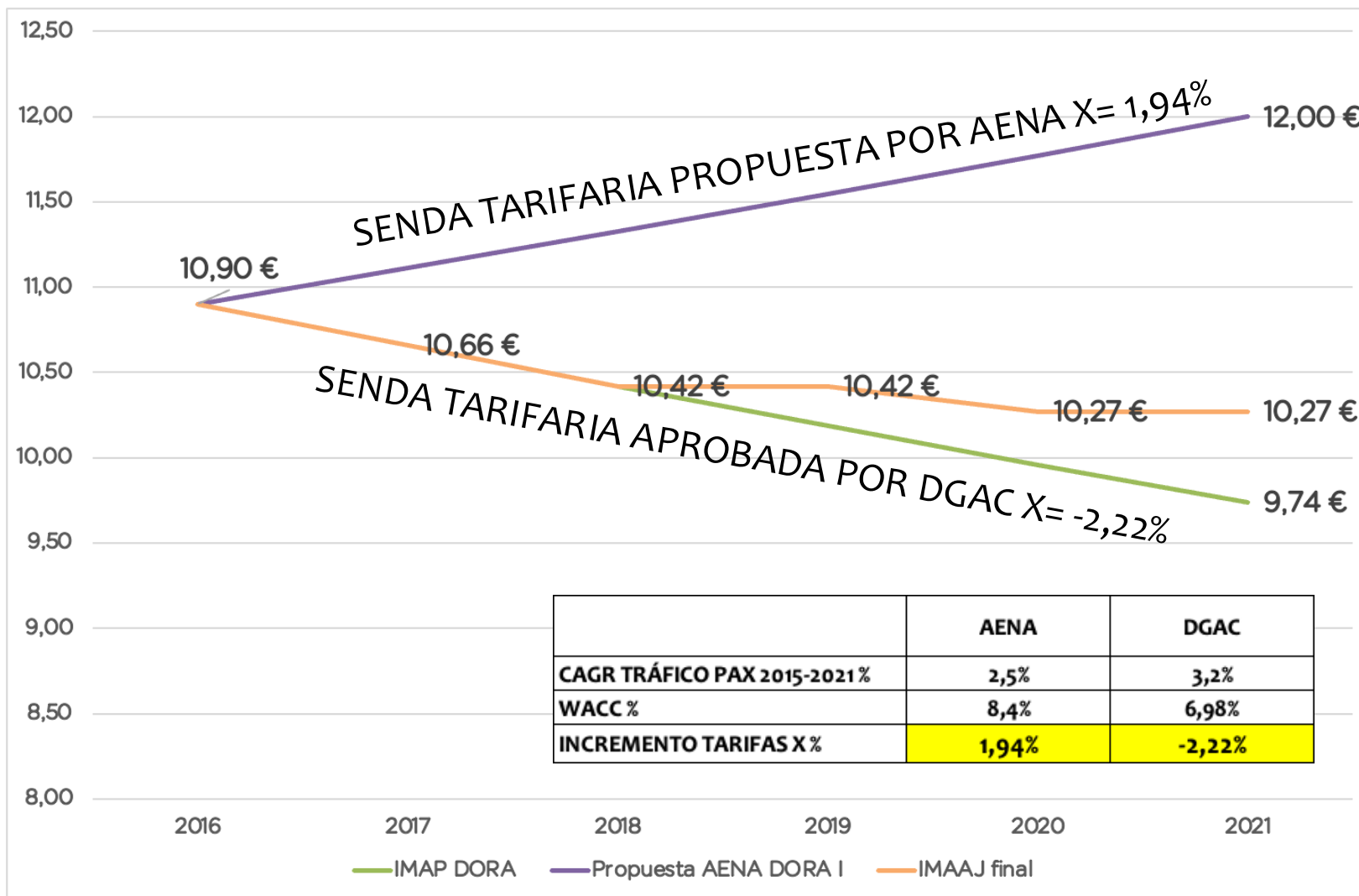
3

A MAYOR WACC PREVISTO → MAYOR X (MAYORES TARIFAS)

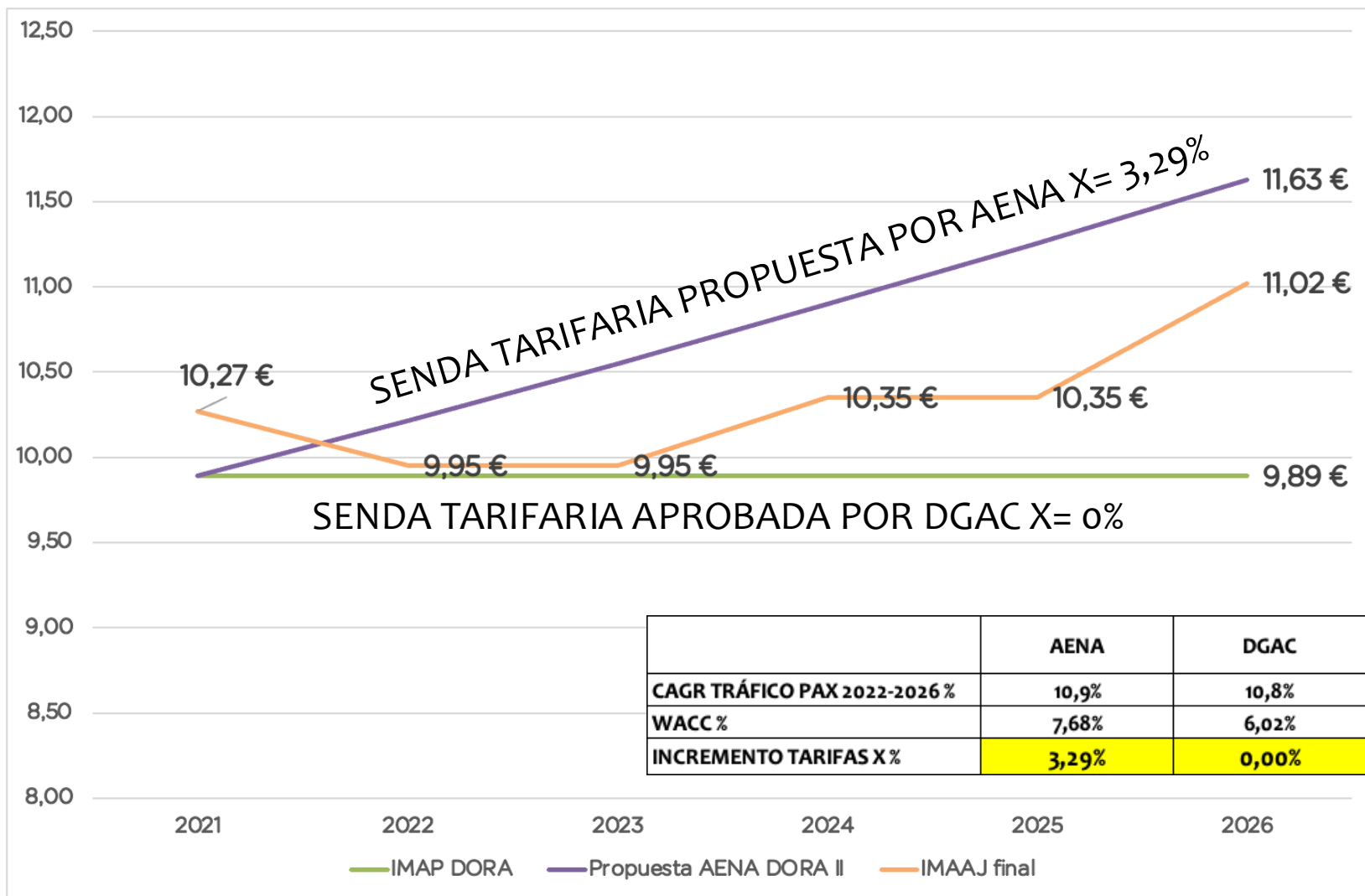
2. ANTECEDENTES DORA I Y II



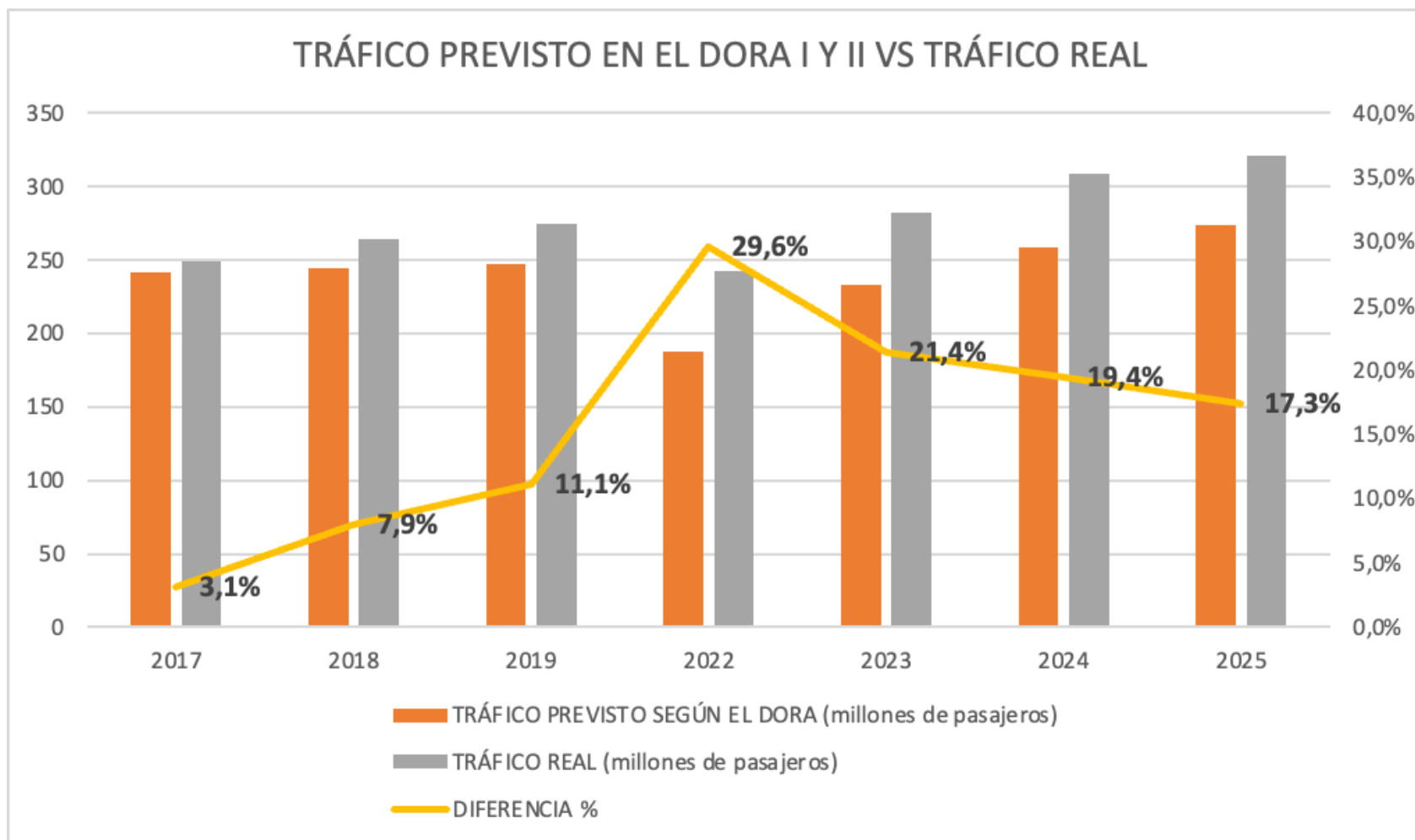
EN EL DORA I LA PROPUESTA ORIGINAL DE AENA ERA UNA SUBIDA ANUAL DE TARIFAS DEL 1,94%, QUE FUE FINALMENTE CORREGIDA POR LA DGAC HASTA CONVERTIRSE EN UNA BAJADA ANUAL DEL 2,22%



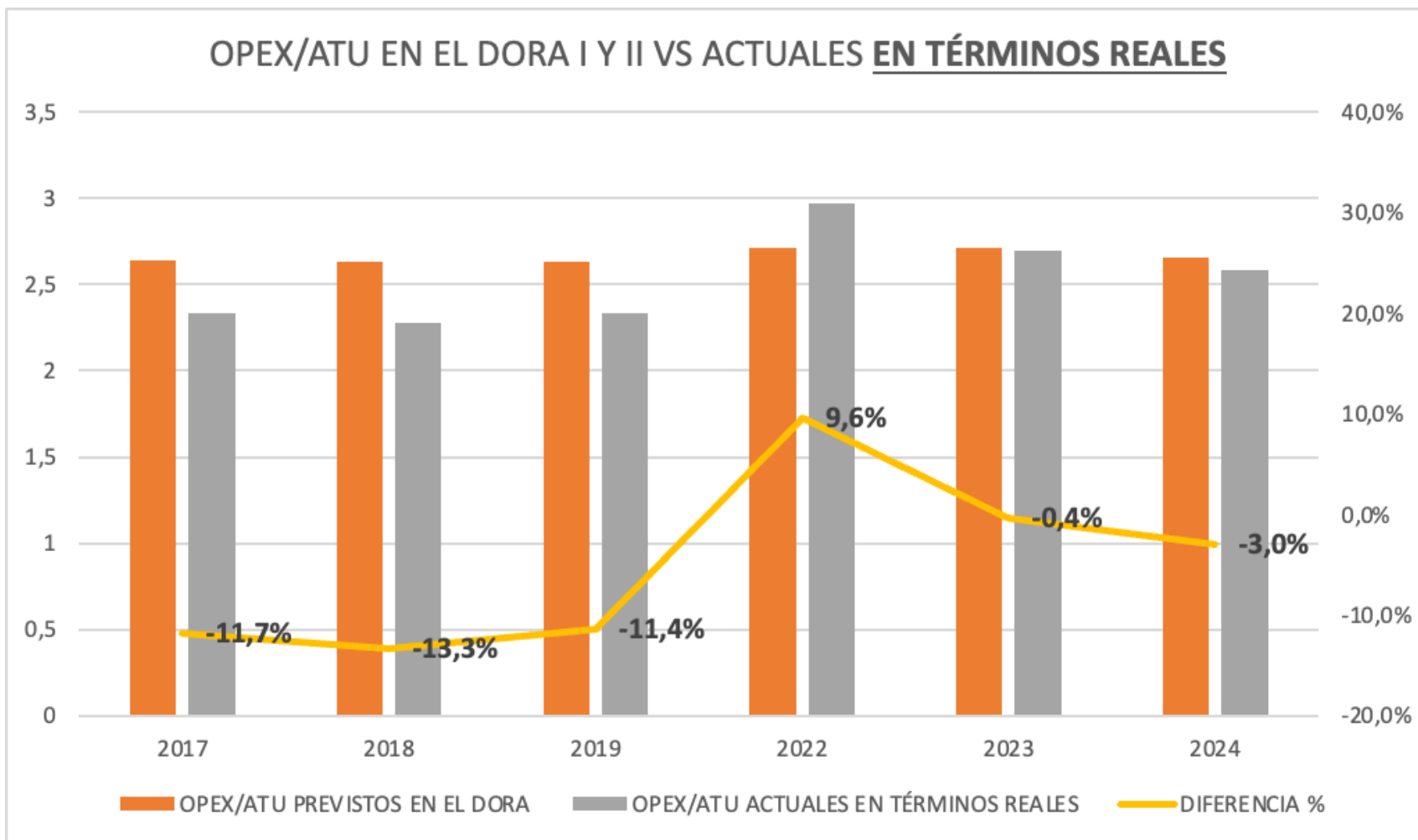
EN EL DORA II LA PROPUESTA ORIGINAL DE AENA ERA UNA SUBIDA ANUAL DE TARIFAS DEL 3,29%, QUE FUE FINALMENTE CORREGIDA POR LA DGAC HASTA CONVERTIRSE EN UNA CONGELACIÓN



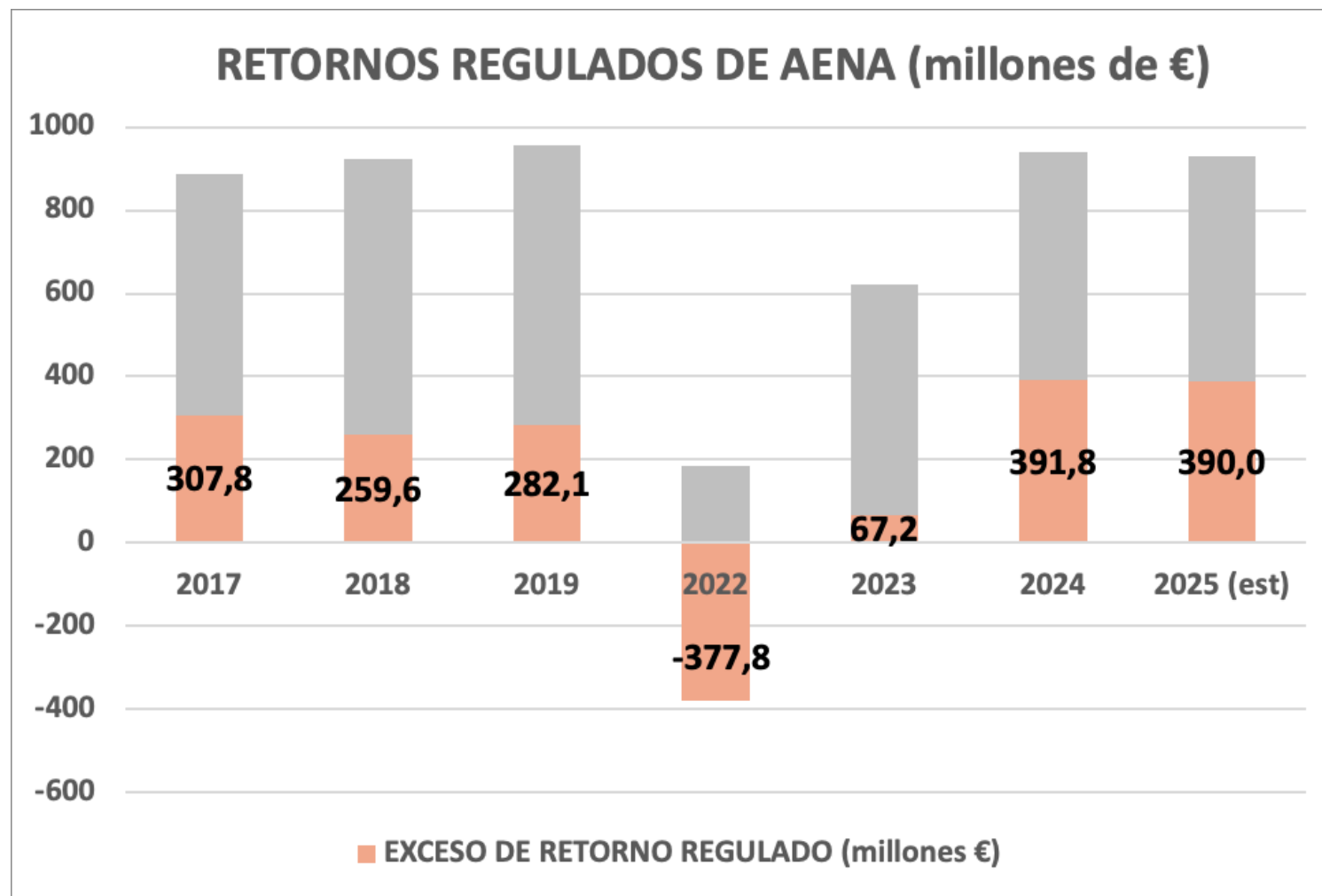
ENTRE 2017 Y 2025, EXCLUYENDO LOS DOS AÑOS DE LA PANDEMIA, EL TRÁFICO PROYECTADO EN EL DORA I Y II HA ESTADO UN 15,3% DE MEDIA POR DEBAJO DEL TRÁFICO REAL



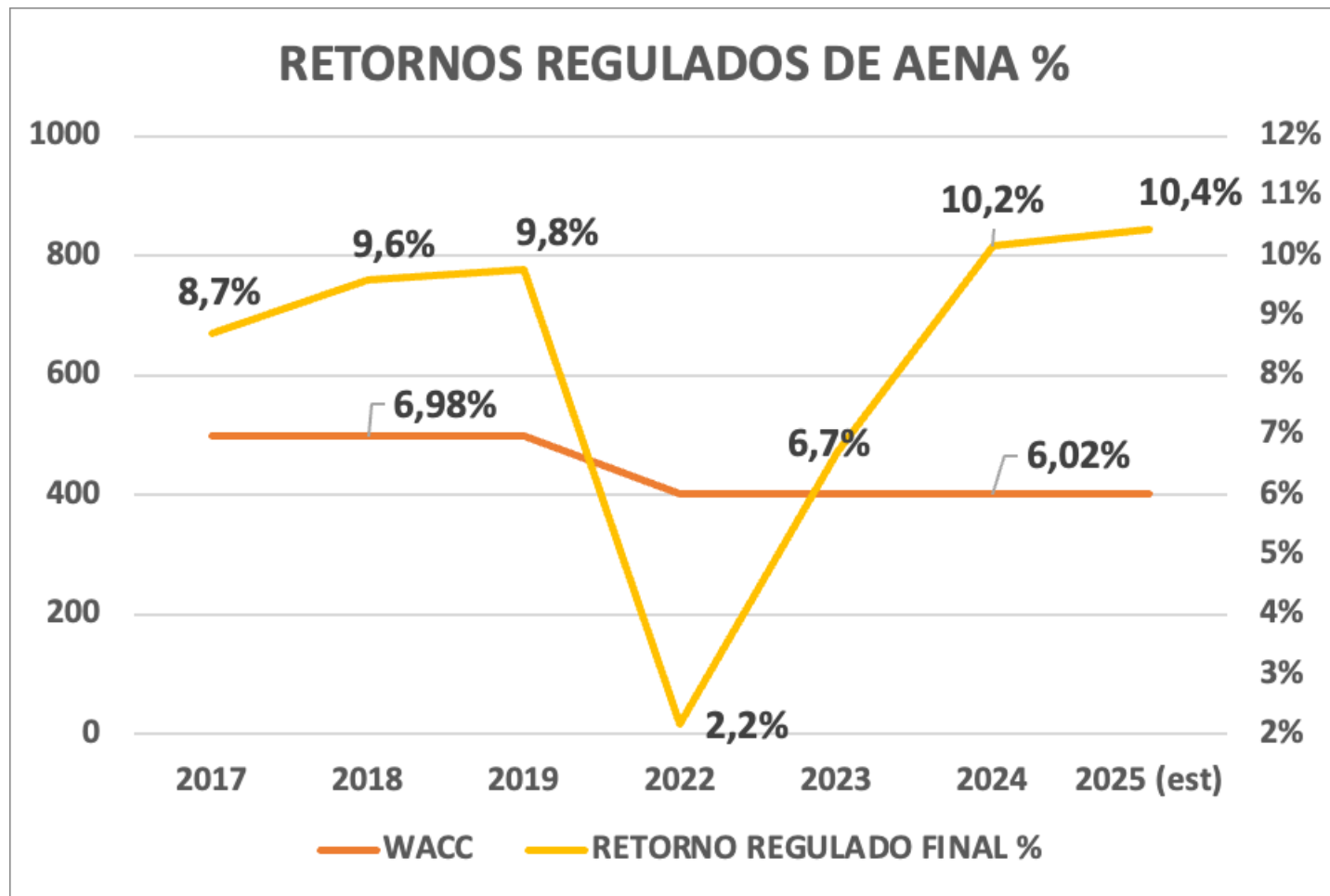
EN EL CASO DE LOS COSTES OPERATIVOS REGULADOS (OPEX), COMPARADOS EN TÉRMINOS REALES, HAN ESTADO CONSISTENTEMENTE POR DEBAJO DE LOS PREVISTOS EN EL DORA I Y II



COMO CONSECUENCIA DE LO ANTERIOR, SI EXCEPTUAMOS LOS DOS AÑOS DE LA PANDEMIA, AENA HA OBTENIDO UN EXCESO DE RETORNO REGULADORIO DE 1.320 MILLONES ENTRE 2017 Y 2025 ...



... LO QUE, EN TÉRMINOS PORCENTUALES SIGNIFICA QUE AENA HA OBTENIDO DE FORMA CONSISTENTE, SALVO LA PANDEMIA, RETORNOS REGULADOS VARIOS PUNTOS POR ENCIMA DE SU WACC

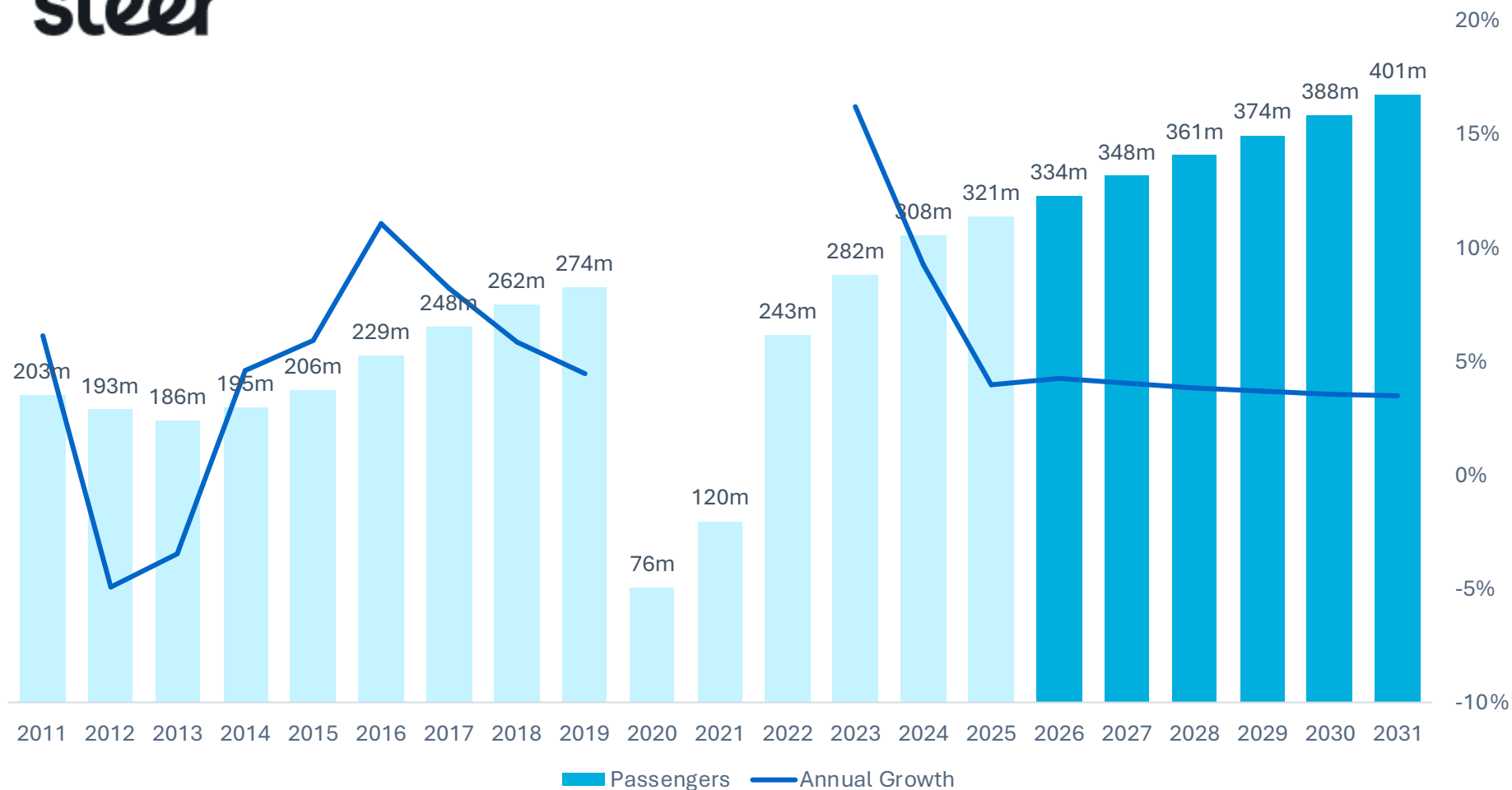


3. PROPUESTA DE LAS AEROLÍNEAS



LAS PROYECCIONES DEL ESTUDIO QUE HEMOS COMISIONADO A STEER
DAN UNA PREVISIÓN DE UN CAGR DEL 3,6%, LLEGANDO A LOS 401 MPAX EN
2031

steer

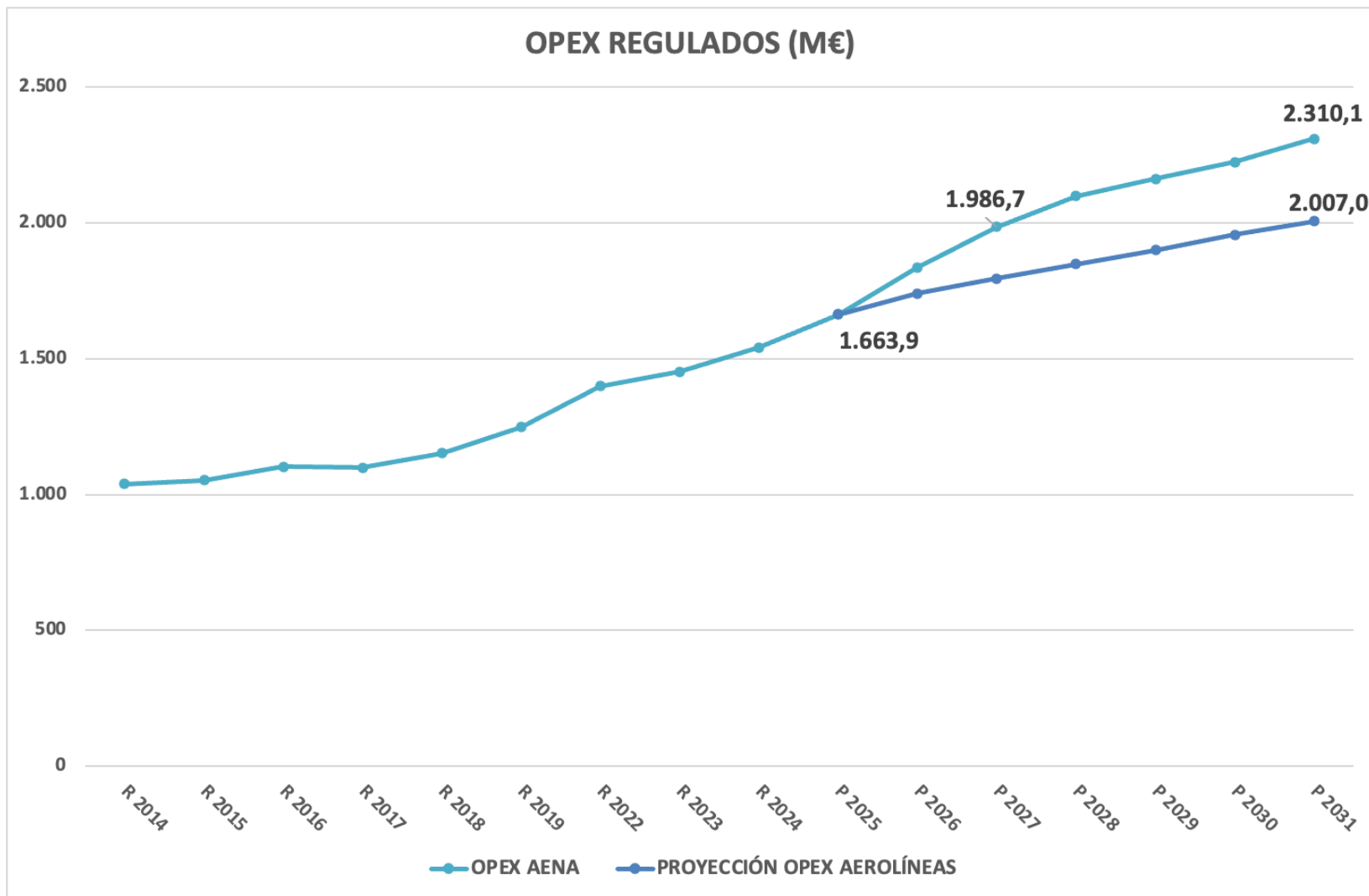


3,6%
CAGR 2027-2031

SEGÚN EL INFORME DE CEPA, UN WACC DEL 6,35% ES UN RETORNO REGULATORIO RAZONABLE PARA LA ACTIVIDAD AERONÁUTICA DE AENA

Nominal	CEPA – Cota inferior	CEPA – Cota superior
Coste de la deuda (pre-tasas)	2,56%	2,75%
Costes y tasas de emisión	0,10%	0,20%
Coste de la deuda	2,66%	2,95%
Tasa libre de riesgo	2,68%	2,68%
Prima de riesgo	4,50%	4,70%
Beta desapalancada	0,46	0,54
Beta de la deuda	0,00	0,00
Beta del activo	0,46	0,54
Beta apalancada	0,74	0,87
Coste de los recursos propios (después de impuestos)	6,02%	6,77%
Impuestos	25,0%	25,0%
Coste de los recursos propios (antes de impuestos)	8,02%	9,03%
Apalancamiento	38,0%	38,0%
WACC (después de impuestos)	4.49%	5.03%
WACC (antes de impuestos)	5,99%	6,72%
Ajustes adicionales	-	-
Estimación del WACC	6,35%	

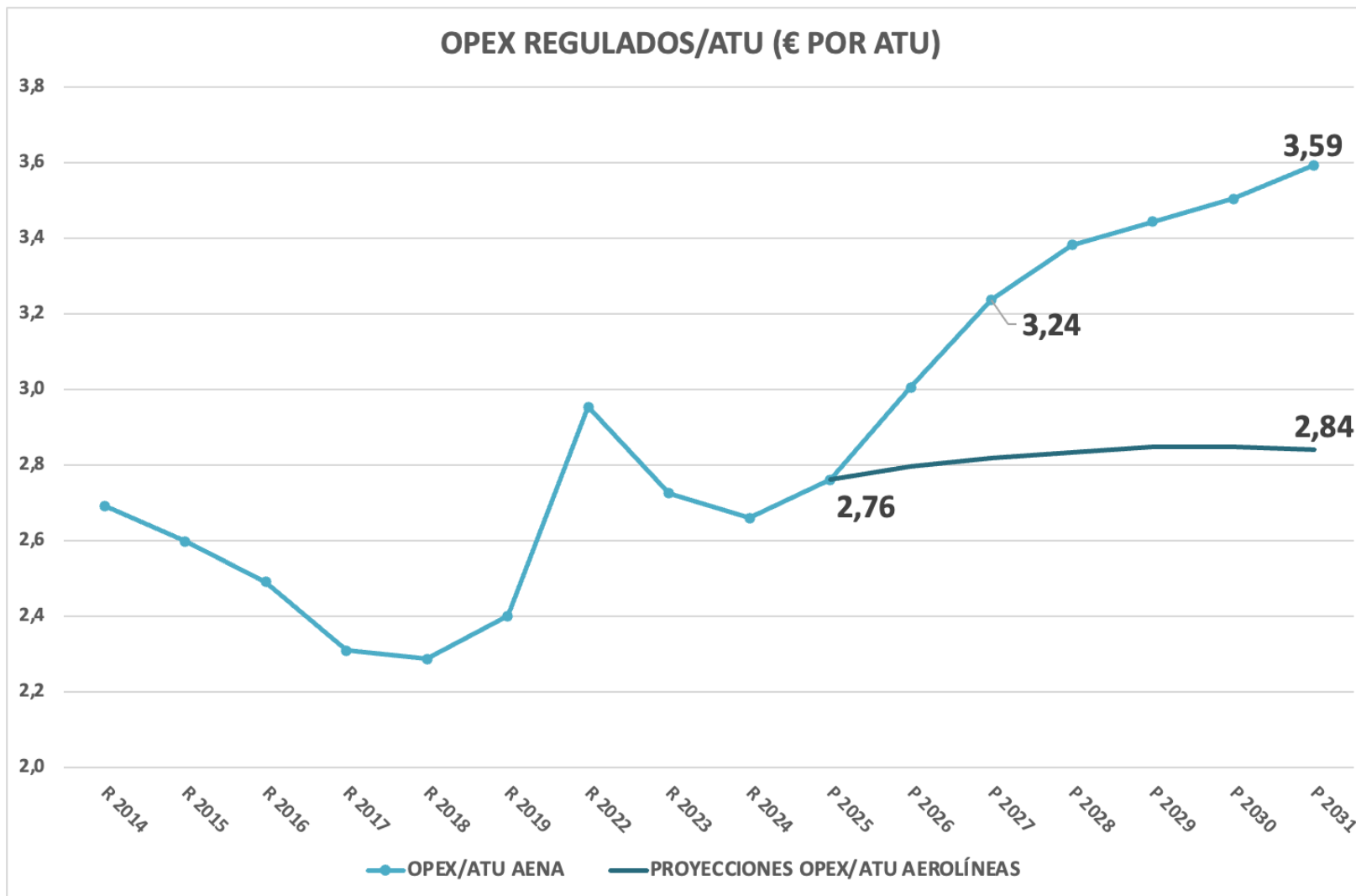
LA PROPUESTA DE AENA IMPLICA UN INCREMENTO DEL 40% EN LOS OPEX ENTRE 2025 Y 2031 Y ESO SIN TENER EN CUENTA EL EFECTO PRECIO ENTRE 2027 Y 2031



5,6%
CAGR AENA
2025-2031

3,2%
CAGR AEROLÍNEAS
2025-2031

E INCLUSO ELIMINANDO EL EFECTO TRÁFICO EL INCREMENTO DE LOS OPEX POR ATU PROPUESTOS POR AENA ES DEL 30% ENTRE 2025 Y 2031



Y LOS ANALISTAS TAMBIÉN SE HAN HECHO ECO DE ESTA SITUACIÓN, TANTO ANTES ...

BARCLAYS 30/09/25

Short-term guidance concerns: As Aena approaches the DORA review, which will be finalised in the course of 2026, we would expect the company's guidance on traffic growth and cost evolution to be cautious. This is rational, as it should want to see conservative expectations baked into the regulatory review. In this context, we see the rather high-profile dispute between Aena and Ryanair over airport charges and traffic growth as actually a rather constructive background for the regulatory review, as discussed in our recent note [here](#).

BARCLAYS 29/10/25

Regulatory cycle a short term headwind, governance a mid term challenge: We do expect the regulatory cycle to be a short term drag on Aena's share price performance. As Aena approaches the DORA review, it will be motivated to talk down expectations for traffic and talk up operating cost pressures. On a mid term basis, we are concerned about the governance issue that was discussed at length on the 3Q call. The CEO stated that the company would do whatever it takes to defend its group structure and control, in the face of regional political efforts to secure some control over the management and regulation of airports within those regions. Whilst the

... COMO DESPUÉS DE CONOCER LA PROPUESTA DE AENA


BNP PARIBAS 18/02/26

Opex inflation: management explained that regulated opex should increase due to higher maintenance cost of older infrastructure, more security/ compliance requirements, PRM and construction works. Our view: as we have been saying for a while, opex inflation should be a concern for Aena's investors. Regulated opex is a very good proxy for opex in the Aviation segment. Aena suggested EUR1,987m of regulated costs in 2027. While this might be a conservative estimate, it is also 7% above Bloomberg consensus for 2027 opex in the Aviation segment. Also, Aena expects opex to grow +3.8% per year in real term, ie. 3.8% + CPI nominal. This suggests potential EBITDA margin compression if airport tariffs do not increase similar to opex inflation, which might be difficult. In contrast, Bloomberg consensus shows flat-ish

ODDO BHF 18/02/26

Opex growth: +3.8% CAGR (2027-2031) vs +2.2% in our estimates. We believe this is the second main lever Aena uses to negotiate higher tariffs, so despite clearly above our numbers, and css estimates, should be taken with care. In DORA II, cost per ATU (excluding 2022) was set c. 2.1% below Aena proposal.

CON TODO ESTO RESULTA UNA X DE -4,9% PARA EL DORA III (2027-2031), QUE ES LA PROPUESTA QUE HACEMOS LAS AEROLÍNEAS EN BASE A LOS INFORMES DE LAS CONSULTORAS

	Punto de Partida	2027-2031	Medida de Eficiencia	X Resultante 
Inversiones		9.991 M		
WACC		6,35%		
Tráfico	334,2 M (Previsión 2026)	3,6 % CAGR		
OpEx	1.739,8 M (¹ Previsión 2026)	2,8 % CAGR	² Elasticidad 0,8	

¹OpEx Regulado de 2025 proyectado a 2026 con la elasticidad histórica de Aena y el crecimiento de tráfico previsto para 2026

²De acuerdo con las conclusiones del estudio sobre el OpEx

4. CONCLUSIONES



CONCLUSIONES

- ▶ En el DORA I y II **se han infraestimado de manera consistente las proyecciones de tráfico**, mientras que **las de Opex se han sobreestimado** en relación al tráfico proyectado
- ▶ La consecuencia de esto es que **AENA ha obtenido en el periodo 2017-2025 un exceso de retorno regulatorio por encima de los €1.300 millones**
- ▶ La ausencia de mecanismos de ajustes ex post, provoca que **sea imprescindible realizar una estimación lo más ajustada posible de las principales variables, especialmente la del tráfico**, ya que en caso contrario se desvirtúa el principio de que el riesgo de tráfico recae en el operador aeroportuario
- ▶ Utilizando las conclusiones de los distintos informes comisionados a prestigiosas consultoras, **las compañías aéreas proponemos una bajada anual del IMAP del 4,9% para el periodo 2027-2031**
- ▶ Creemos que **esta senda tarifaria de bajada es compatible con el esfuerzo inversor a acometer**, que apoyamos, mientras que AENA puede seguir recibiendo un retorno razonable sobre sus activos regulados, y mantener la senda de beneficios y dividendos récord de los últimos años



ASOCIACIÓN
DE LÍNEAS
AÉREAS

A low-angle, front-facing view of a large commercial airplane, likely an Airbus A380, on a runway. The aircraft is centered in the frame, with its four engines and landing gear clearly visible. The runway has a yellow center line, and the sky is blue with scattered white clouds. The word "GRACIAS" is written in white capital letters across the lower part of the image.

GRACIAS