AENA

Neutral

Rebajamos estimaciones y valoración tras COVID-19

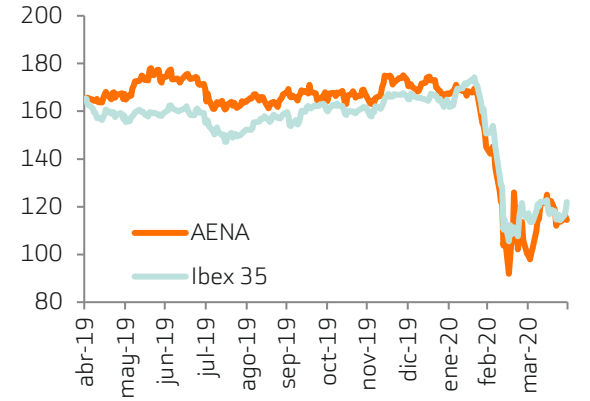
Datos Básicos

Precio Objetivo (€):	**136,4**
Precio Mercado (€):	115,2
Potencial:	18,4%
Capitalización (M €):	17.280
Nº Acciones (M.):	150,0
Volumen Diario (M€):	34,1
Cód. Reuters / Bloomberg:	AENA SM/AENA.MC

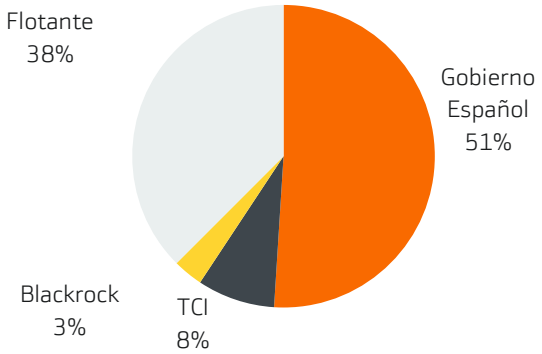
Pples datos	2019r	2020e	2021e
Bº Neto Atribuible	1.442	-133	1.131
% inc.	*8,6*	*n.a.*	*n.a.*
EBITDA	2.766	770	2.374
% inc.	*4,1*	*-72,2*	*208,3*
BPA (€)	9,6	-0,9	7,5
% inc.	*8,6*	*n.a.*	*n.a.*
DPA (€)	0,0	0,0	6,0
% inc.	*-100,0*	*n.a.*	*n.a.*

Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
PER (x)	12,0	n.a.	15,3
ROE	22,5%	-2,1%	15,3%
Rentab. dividendo	0,0%	0,0%	5,2%
P/VC (x)	2,7	2,8	2,3

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Revisamos a la baja nuestras previsiones. Estimamos pérdidas netas de -133M€, nula generación de caja y cancelación del dividendo en 2020. La "nueva normalidad" volverá en 2021, con un beneficio neto y generación de caja un -21% inferior a nuestras estimaciones previas al virus. Como consecuencia, **rebajamos nuestra valoración hasta 136,4€/acción** (desde 171,9€/acción anterior). **Mantenemos recomendación Neutral.** Ofrece potencial de revalorización del 18,4% y rentabilidad por dividendo normalizada superior al 5%, pero nivel de incertidumbre es muy elevado y el flujo de noticias seguirá lastrando su cotización.

Beneficio neto -83% en 1T20 por COVID-19.

Ventas -13,4% hasta 782M€ (vs. 735M€ estimado); **EBITDA** -36,1% hasta 251M€ (vs. 260M€ estimado); **Beneficio Neto** -83,0% hasta 23M€ (vs. 24M€ estimado). El tráfico aéreo en España se redujo -20,5% en 1T20, con -59,3% en marzo.

Estimamos pérdidas netas de -133M€ en 2020.

La caída de tráfico se acelera hasta el -95% en abril, y seguirá así hasta que levanten las restricciones a la movilidad nacional e internacional. Estimamos **tráfico aéreo "próximo a cero" en 2T20**. La segunda mitad del año es todavía una incógnita. Lo que parece seguro es que **la recuperación del tráfico será muy progresiva**, una vez reabran los aeropuertos. Además, la compañía estudia reducir los alquileres en su actividad comercial. **Para 2020 estimamos número de pasajeros -50%, EBITDA -72% hasta 770M€ y pérdidas netas de -133M€**.

"Nueva normalidad" en 2021 con BPA -21% vs. 2019.

El número de pasajeros debería recuperar con fuerza en 2021 (+80% BKTe). Aun así, estimamos que el **número de pasajeros se normalizarán en niveles un -10% inferiores a los de 2019** y -13% con respecto a nuestras estimaciones previas al virus. De esta forma, estimamos un **beneficio neto normalizado ligeramente superior a 1.100M€ a partir de 2021** (-21% con respecto a 2019 y nuestras anteriores estimaciones).

Rebajamos nuestro precio objetivo hasta 136,4€/acción.

La generación de caja de Aena debería ser prácticamente nula en 2020 y normalizarse en niveles similares al Beneficio neto. Como consecuencia, rebajamos nuestro precio objetivo de Aena **-21% hasta 136,4€/acción (desde 171,9€/acc. anterior)**.

Mantenemos recomendación Neutral.

Aena ofrece un potencial de revalorización del 18,2% y una rentabilidad normalizada por dividendo superior al 5%. No presenta riesgos de liquidez (2.425M de caja disponible) y el endeudamiento es moderado (6.589M€ 2020e ó 2,8x DFN/EBITDA normalizado). Sin embargo, la cotización continuará lastrada por la escasez de visibilidad y un flujo de noticias que debería seguir siendo negativo. **Mantenemos recomendación Neutral**.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Ingresos netos	4.503	2.243	4.121	4.207	4.280	4.354	4.430	-0,3%
EBITDA	2.766	770	2.374	2.343	2.444	2.477	2.510	-1,6%
EBIT	1.977	-67	1.552	1.526	1.629	1.666	1.703	-2,5%
BNA	**1.442**	**-133**	**1.131**	**1.114**	**1.199**	**1.232**	**1.265**	**-2,2%**

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	13.680	13.317	13.212	13.205	13.146	13.091	13.040	-0,8%
Inmobilizado financiero	267	279	307	307	308	308	308	2,4%
Necesidades operativas de fondos	-210	-81	-41	0	43	87	133	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	-682	-682	-682	-682	-682	-682	-682	0,0%
Capital Empleado	**13.055**	**12.833**	**12.797**	**12.831**	**12.814**	**12.804**	**12.799**	**-0,3%**
Recursos propios	6.406	6.273	7.404	7.613	7.920	8.193	8.473	4,8%
Minoritarios	-24	-29	-36	-44	-53	-62	-72	20,2%
Deuda financiera neta	6.673	6.589	5.428	5.261	4.947	4.673	4.398	

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Flujo de caja operativo	**2.223**	**686**	**1.917**	**1.923**	**2.005**	**2.034**	**2.063**	**-1,2%**
Var. Necesidades operativas de fondos	-114	-128	-40	-41	-43	-44	-46	-14,1%
Capex	-1.032	-474	-716	-810	-756	-756	-757	-5,0%
Dividendos y otros	-1.095	0	0	-905	-891	-959	-985	
Var. Deuda Neta	**-19**	**84**	**1.161**	**167**	**314**	**274**	**275**	**n.a.**

Valoración (SOTP)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Valor Residual
NOPAT	1.188	1.167	1.246	1.274	1.303	1.332	1.332	
A&D	821	817	815	811	808	805	805	
Capex	-716	-810	-756	-756	-757	-757	-600	
Var. Capital Circulante	-40	-41	-43	-44	-46	-47	-47	
Flujo de caja libre	**1.252**	**1.133**	**1.262**	**1.285**	**1.308**	**1.331**	**1.489**	**31.389**

Valor Empresa (M€)	27.238
DFN 2020e	-6.589
Minoritarios	-259
Puesta en equivalencia	64
Valor Equity	20.454
Nº de acciones	150
Precio objetivo (€/acción)	**136,4**

Método de Valoración

Valoramos AENA a través de un descuento de flujos de caja. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2020.

Principales asunciones

En nuestro escenario base utilizamos una WACC del 5.8% y una G

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC\g	2,00%	1,75%	1,50%	1,25%	1,00%	0,75%	0,50%	0,25%	0,00%
4,8%	254,3	233,3	215,4	200,0	186,7	175,0	164,7	155,5	147,3
5,0%	229,0	211,4	196,3	183,2	171,7	161,6	152,6	144,5	137,2
5,3%	207,6	192,7	179,8	168,5	158,6	149,7	141,7	134,6	128,1
5,5%	189,2	176,5	165,4	155,6	146,8	139,0	132,0	125,6	119,8
5,8%	173,2	162,3	152,6	144,1	**136,4**	129,4	123,2	117,4	112,2
6,0%	159,3	149,8	141,3	133,7	126,9	120,8	115,1	110,0	105,3
6,3%	146,9	138,6	131,2	124,5	118,4	112,9	107,8	103,2	98,9
6,5%	136,0	128,7	122,1	116,1	110,7	105,7	101,1	96,9	93,1
6,8%	126,2	119,7	113,8	108,5	103,6	99,1	95,0	91,2	87,7