

Vulnerable ante la inflación

AENA

Recomendación: **Neutral**

P. Objetivo (€): 145,0

Potencial: 2,5%

Analista: Juan Moreno

Datos Básicos

Precio Mercado (€): 141,5

Capitalización (M €): 21.218

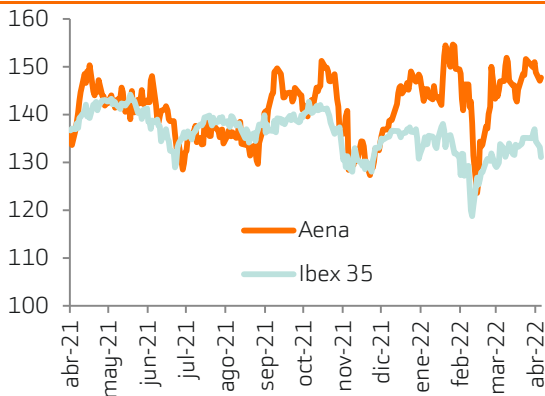
Var YTD: 1,9%

Volumen Diario (M€): 17,9

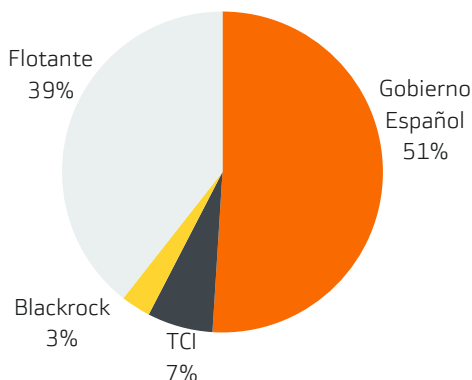
Cód. Reuters / Bloomberg: AENA SM/AENA.MC

Pples datos	2021r	2022e	2023e
Bº Neto Atribuible	-60	390	787
% inc.	n.a.	n.a.	101,7
EBITDA	645	1.364	1.871
% inc.	-9,8	111,4	37,2
BPA (€)	-0,4	2,6	5,2
% inc.	n.a.	n.a.	101,7
DPA (€)	0,0	2,1	4,2
% inc.	n.a.	n.a.	101,7
Ppales ratios	2021r	2022e	2023e
PER (x)	n.a.	54,4	27,0
ROE	n.a.	6,0%	11,3%
Rentab. dividendo	0,0%	1,5%	3,0%
P/V (x)	3,5	3,3	3,0

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Aunque preveemos una fuerte recuperación del tráfico aéreo en 2022, el marco tarifario deja a Aena en una posición de cierta vulnerabilidad ante la elevada inflación. Las tarifas no subirán al menos hasta 2026, mientras que la inflación supondrá un incremento significativo en costes. Como resultado, preveemos que el margen EBITDA se reduzca en -7p.p. 2026e vs 2019. Además, el negocio comercial continuará penalizado hasta 2025, momento en el que preveemos se recupere el nivel de tráficos previo al virus. Rebajamos estimaciones y **precio objetivo -6% hasta 145,0€/acción. Mantenemos recomendación Neutral.**

Los resultados del 1T 2022 decepcionan por mayores costes.

Aunque las **ventas** recuperan con fuerza +94% hasta 684M€ (vs 581M€ estimado), apoyadas en la recuperación del tráfico aeroportuario, tanto EBITDA como BNA quedan por debajo de lo estimado por fuerte incremento de costes. **EBITDA +160%** hasta 73M€ (vs 141M€ estimado); **Resultado** neto -96M€ (vs. -22M€ estimado).

La recuperación del tráfico continuará...

Preveemos que el **número de pasajeros** recupere de forma brusca **+97% a/a hasta 236M en 2022**, aunque se situará todavía un 14% por debajo de los niveles previos al virus 2019. A partir de 2023, la recuperación será más progresiva y no estimamos que se alcancen los **niveles prepandemia hasta 2025e.**

...pero la inflación en costes drenará parte de la rentabilidad.

El entorno de elevada inflación, supone una fuerte **presión en márgenes para Aena.** Preveemos un incremento de costes del +12% en 2022, mientras que la tarifa regulada se mantendrá plana al menos hasta 2026. Según nuestras estimaciones, esto supondrá una reducción del margen EBITDA de **-7p.p. hasta 54% en 2026e vs 61% en 2019.** Tampoco podemos olvidar que el negocio comercial continuará penalizado hasta que se recupere el nivel de tráficos previo al virus (2025).

Rebajamos nuestro precio objetivo -6% hasta 145,0€/acción.

Revisamos a la **baja** nuestras estimaciones para 2022 y siguientes, por un mayor repunte de costes del estimado. A nivel de flujo de caja operativo, la rebaja es del -5% hasta 1.453M€ 2022e. Como consecuencia, rebajamos nuestro **precio objetivo -6% hasta 145,0€/acción** desde 154,0€/acción anterior.

Bajamos recomendación a Vender desde Neutral.

Aunque los tráficos recuperarán con fuerza en 2022, el marco tarifario deja a Aena en una posición de cierta vulnerabilidad en un entorno de elevada inflación. Cotiza en línea con nuestro precio objetivo y la vuelta al dividendo será progresiva. Estimamos una rentabilidad por dividendo todavía muy moderada (1,4%). Por ello, **mantenemos recomendación Neutral.**

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Ingresos netos	2.393	3.317	3.856	4.078	4.355	4.471	13,3%
EBITDA	645	1.364	1.871	2.075	2.308	2.396	30,0%
EBIT	-152	574	1.099	1.319	1.568	1.671	n.a.
BNA	-60	390	787	948	1.148	1.236	n.a.

Balance de Situación	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Activo Fijo neto	13.010	12.756	12.483	12.227	11.987	11.763	-2,0%
Inmovilizado financiero	227	227	228	228	228	228	0,0%
Necesidades operativas de fondos	308	26	-162	-172	-183	-188	-190,6%
Otros Activos/(pasivos) neto	-88	-88	-88	-88	-88	-88	0,0%
Capital Empleado	13.459	12.922	12.461	12.196	11.944	11.715	-2,7%
Recursos propios	6.100	6.490	6.965	7.283	7.673	7.991	5,5%
Minoritarios	-88	-97	-97	-88	-80	-70	-4,4%
Deuda financiera neta	7.447	6.528	5.592	5.001	4.351	3.794	-12,6%

Flujo de caja	2021r	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Flujo de caja operativo	657	1.171	1.560	1.712	1.896	1.970	24,6%
Var. Necesidades operativas de fondos	-468	282	189	9	12	5	n.a.
Capex	-673	-535	-500	-500	-500	-500	-5,8%
Dividendos y otros	0	0	-312	-630	-758	-918	n.a.
Var. Deuda Neta	-484	918	936	591	650	557	n.a.

Valoración (SOTP)	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Residual
NOPAT	835	1.003	1.192	1.270	
A&D	773	756	740	725	
Capex	-500	-500	-500	-500	
Var. Capital Circulante	189	9	12	5	
Flujo de caja libre	1.296	1.268	1.443	1.500	31.010

Valor Empresa (M€)	28.288
DFN 2022e	-6.528
Minoritarios	-71
Puesta en equivalencia	64
Valor Equity	21.753
Nº de acciones	150
Precio objetivo (€/acción)	145,0

Método de Valoración

Valoramos AENA a través de un descuento de flujos de caja. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2022.

Principales asunciones

En nuestro escenario base utilizamos una WACC del 5,7% y una G del 1% a partir del año 2025.

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%
4,7%	278,0	252,8	231,6	213,5	197,8	184,1	172,1	161,4	151,8
5,0%	250,2	229,2	211,2	195,7	182,1	170,2	159,5	150,1	141,5
5,2%	226,7	208,9	193,5	180,1	168,3	157,8	148,4	139,9	132,3
5,5%	206,7	191,4	178,1	166,4	156,0	146,7	138,3	130,8	123,9
5,7%	189,3	176,2	164,5	154,2	145,0	136,7	129,3	122,5	116,2
6,0%	174,2	162,7	152,5	143,4	135,2	127,8	121,0	114,9	109,2
6,2%	160,9	150,8	141,7	133,6	126,3	119,6	113,5	107,9	102,8
6,5%	149,1	140,1	132,1	124,8	118,2	112,2	106,7	101,6	96,9
6,7%	138,6	130,6	123,4	116,8	110,8	105,4	100,3	95,7	91,4

Todos nuestros informes disponibles: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)	Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
27/04/2022	Neutral	145,0	12/08/2021	Comprar	155,5
08/11/2021	Neutral	154,0	03/03/2021	Comprar	156,2
24/09/2021	Comprar	150,8			

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes disponibles: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/videos>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid