AENA

Neutral

Los rebrotes de COVID-19 ralentizan la recuperación del tráfico.

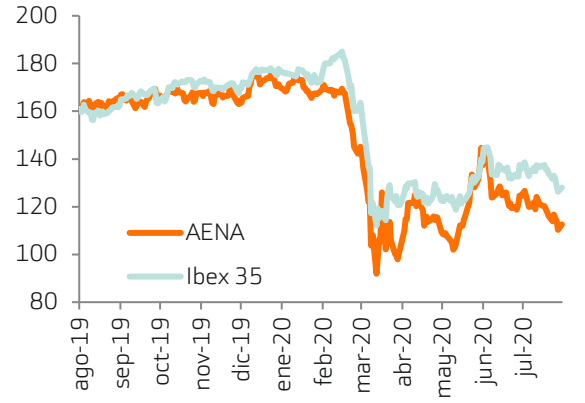
Datos Básicos

Precio Objetivo (€):	**135,4**
Precio Mercado (€):	112,6
Potencial:	20,2%
Capitalización (M €):	16.890
Nº Acciones (M.):	150,0
Volumen Diario (M€):	32,2
Cód. Reuters / Bloomberg:	AENA SM/AENA.MC

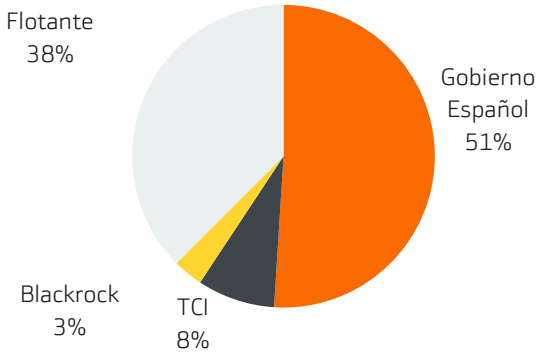
Pples datos	2019r	2020e	2021e
Bº Neto Atribuible	1.442	-478	1.142
% inc.	*8,6*	*n.a.*	*n.a.*
EBITDA	2.766	565	2.374
% inc.	*4,1*	*-79,6*	*320,1*
BPA (€)	9,6	-3,2	7,6
% inc.	*8,6*	*n.a.*	*n.a.*
DPA (€)	0,0	0,0	6,1
% inc.	*-100,0*	*n.a.*	*n.a.*

Ppales ratios	2019r	2020e	2021e
PER (x)	11,7	n.a.	14,8
ROE	22,5%	-8,1%	16,2%
Rentab. dividendo	0,0%	0,0%	5,4%
P/VC (x)	2,6	2,8	2,4

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Revisamos a la baja nuestras previsiones para 2020, aunque mantenemos las de 2021 en adelante. Estimamos una caída del -60% en el tráfico de pasajeros en 2020 (vs. -50% anterior), pérdidas netas de -478M€ y generación de caja ligeramente negativa. La "nueva normalidad" volverá en 2021, con un beneficio neto y generación de caja un -21% inferior a 2019 (previo al virus). **Rebajamos nuestra valoración -0,8% hasta 135,4€/acción. Mantenemos recomendación Neutral.** Ofrece potencial de revalorización del 20%, pero el elevado nivel de incertidumbre continuará lastrando su cotización.

Pérdidas netas de -194M€ en 2T20 .

Ventas -71,8% hasta 330M€; **EBITDA** -40M€; **Resultado neto** -194M€ (vs. -150M€ BKTe). Resultados distorsionados por extraordinarios: (i) La compañía contabiliza la renta mínima garantizada de los locales comerciales (199M€) a pesar de no haberlos cobrado; (ii) Provisiones y ajustes de valor de -253M€, por el impacto de COVID-19. Es el trimestre con mayor impacto del virus. El **tráfico aéreo en España se redujo -98,0% en 2T20**. Debería tender a mejorar en próximos trimestres.

Rebajamos nuestras previsiones para 2020.

Según la **IATA** (International Air Transport Association), el tráfico de pasajeros en España podría caer un -59% en 2020 y la recuperación de niveles de tráfico pre-COVID podría demorarse al menos hasta 2024. Revisamos a la baja nuestras previsiones de **tráfico para 2020 hasta -60% vs. -50% anterior**. Estimamos **pérdidas netas de -478M€ y generación de caja ligeramente negativa** en 2020. El dividendo ha sido cancelado.

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

Mantenemos nuestras previsiones para 2021 en adelante. El número de pasajeros debería recuperar con fuerza en 2021 (+125% BKTe). Aun así, estimamos **se normalizarán en niveles un -10% inferiores a los de 2019 (previo al virus)**. Prevemos un **beneficio neto normalizado ligeramente superior a 1.100M€ a partir de 2021** (-21% con respecto a 2019).

Rebajamos nuestro precio objetivo -0,8% hasta 135,4€/acc.

La rebaja de estimaciones tan sólo afecta a 2020, por lo que tiene un impacto poco significativo en valoración. Rebajamos nuestro precio objetivo -0,8% hasta **135,4€/acción (vs. 136,4€/acción anterior)**.

Mantenemos recomendación Neutral.

Aena ofrece un potencial de revalorización del 20% y una rentabilidad normalizada por dividendo superior al 5%. No presenta riesgos de liquidez (2.894M€ de caja disponible) y el endeudamiento es moderado (6.697M€ 2020e ó 2,8x DFN/EBITDA normalizado). Sin embargo, la cotización continuará lastrada por la escasez de visibilidad. **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	2.034	4.121	4.170	4.205	4.240	4.276	-0,9%
EBITDA	2.766	565	2.374	2.321	2.398	2.408	2.418	-2,2%
EBIT	1.977	-517	1.568	1.519	1.597	1.610	1.622	-3,2%
BNA	**1.442**	**-478**	**1.142**	**1.107**	**1.172**	**1.186**	**1.201**	**-3,0%**

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo Fijo neto	13.680	13.073	12.984	12.991	12.946	12.904	12.865	-1,0%
Inmobilizado financiero	267	279	307	307	308	308	308	2,4%
Necesidades operativas de fondos	-210	-74	-41	0	42	85	128	n.a.
Otros Activos/(pasivos) neto	-682	-682	-682	-682	-682	-682	-682	0,0%
Capital Empleado	**13.055**	**12.596**	**12.568**	**12.617**	**12.614**	**12.614**	**12.619**	**-0,6%**
Recursos propios	6.406	5.928	7.069	7.263	7.549	7.798	8.050	3,9%
Minoritarios	-24	-29	-36	-44	-53	-63	-73	20,4%
Deuda financiera neta	6.673	6.697	5.534	5.398	5.117	4.879	4.642	

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Flujo de caja operativo	**2.223**	**586**	**1.912**	**1.901**	**1.964**	**1.975**	**1.986**	**-1,9%**
Var. Necesidades operativas de fondos	-114	-136	-33	-41	-42	-43	-43	-14,9%
Capex	-1.032	-474	-716	-810	-756	-756	-757	-5,0%
Dividendos y otros	-1.095	0	0	-913	-886	-938	-949	
Var. Deuda Neta	**-19**	**-24**	**1.163**	**136**	**280**	**238**	**237**	**n.a.**

Valoración (SOTP)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Valor Residual
NOPAT	1.162	1.222	1.231	1.241	1.251	1.251	
A&D	803	801	798	796	793	793	
Capex	-810	-756	-756	-757	-757	-600	
Var. Capital Circulante	-41	-42	-43	-43	-44	-44	
Flujo de caja libre	**1.113**	**1.225**	**1.231**	**1.236**	**1.243**	**1.400**	**29.541**

Valor Empresa (M€)	26.036
DFN 2021e	-5.534
Minoritarios	-259
Puesta en equivalencia	64
Valor Equity	20.308
Nº de acciones	150
Precio objetivo (€/acción)	**135,4**

Método de Valoración

Valoramos AENA a través de un descuento de flujos de caja. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2021.

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%	250,2	229,4	211,7	196,5	183,4	171,8	161,6	152,6	144,5
5,0%	225,8	208,4	193,5	180,5	169,1	159,1	150,1	142,1	134,9
5,3%	205,2	190,5	177,7	166,5	156,6	147,7	139,9	132,7	126,3
5,5%	187,5	174,9	163,8	154,1	145,4	137,6	130,6	124,3	118,5
5,8%	172,1	161,2	151,6	143,1	**135,4**	128,5	122,2	116,5	111,3
6,0%	158,7	149,2	140,8	133,2	126,4	120,2	114,6	109,5	104,8
6,3%	146,8	138,5	131,1	124,3	118,3	112,7	107,7	103,0	98,8
6,5%	136,3	128,9	122,3	116,3	110,9	105,9	101,3	97,1	93,2
6,8%	126,9	120,3	114,4	109,0	104,1	99,6	95,5	91,7	88,1