

## AENA

Comprar

## Recuperación económica y balance sólido

## Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 156,2

Precio Mercado (€): 141,5

Potencial: 10,4%

Capitalización (M €): 21.225

Var YTD: 0%

Volumen Diario (M€): 30,9

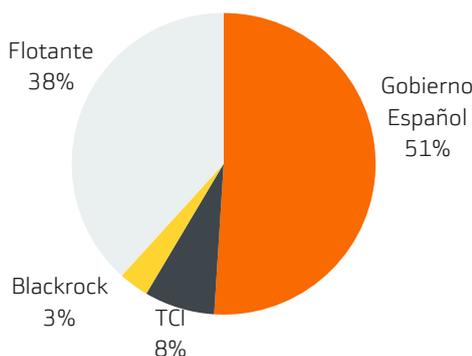
Cód. Reuters / Bloomberg: AENA SM/AENA.MC

Pples datos	2020r	2021e	2022e
Bº Neto Atribuible	-127	287	936
% inc.	n.a.	n.a.	226,2
EBITDA	715	1.246	2.060
% inc.	-74,2	74,4	65,3
BPA (€)	-0,8	1,9	6,2
% inc.	n.a.	n.a.	226,2
DPA (€)	0,0	1,5	5,0
% inc.	-100,0	n.a.	226,2
Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
PER (x)	n.a.	73,9	22,7
ROE	n.a.	4,5%	13,2%
Rentab. dividendo	0,0%	1,1%	3,5%
P/V (x)	3,5	3,3	3,0

## Evolución bursatil (1 año)



## Accionariado



Aena es una buena alternativa de inversión para tener exposición a la recuperación del ciclo, sin incurrir en riesgos excesivamente elevados. Su demanda está artificialmente contenida por las medidas de control sanitario, y recuperará con más fuerza y velocidad incluso que el ciclo económico. Por otra parte, la compañía presenta una sólida posición financiera. Reiteramos recomendación de **Comprar** con un precio objetivo de **156,2€/acción (potencial de revalorización del +10%)**.

## La demanda de los aeropuertos recuperará con más fuerza y velocidad que el ciclo económico.

Los aeropuertos son una infraestructura básica, cuya demanda está artificialmente contenida por las medidas de control de COVID-19. Recuperarán con más fuerza y velocidad incluso que el ciclo económico. De hecho, es necesaria la normalización del tráfico aeroportuario para que la economía recupere, sobre todo en España, dada su alta dependencia del turismo.

## Aena volverá a beneficios en la segunda mitad de 2021.

De cumplirse los plazos previstos de vacunación, el sector turístico podría alcanzar cierta normalidad en la segunda mitad de 2021. Estimamos tráfico de pasajeros +75% este año, aunque todavía serán -50% con respecto a los niveles previos al virus. Gracias a ello, Aena volverá a beneficios (287M€ 2021e) y la generación de caja será positiva (495M€). En 2022 el tráfico de pasajeros se normalizará, aunque todavía sin alcanzar los niveles previos al virus (-13% vs 2019).

## La principal incertidumbre reside en el negocio comercial, aunque el impacto es moderado.

La principal incertidumbre se centra en las negociaciones de Aena con los inquilinos de sus locales comerciales. La propuesta de la compañía es reducir en un 50% los alquileres desde junio de 2020 a septiembre de 2021. Asumiendo este escenario, nuestras estimaciones ya incluyen un impacto de -441M€ en 2021e. Otro de los factores de incertidumbre es la tarifa regulada para el próximo periodo DORA II (2022-2026). Nuestra estimación es una revisión tarifaria del 0% anual con inversiones próximas a 500M€ al año.

## Sólida posición financiera.

Aena tiene una ratio DFN/EBITDA inferior a 3x y los resultados operativos cubre en más de 13x el pago de intereses. La posición de liquidez es de 2.066M€ y prevemos que vuelva a generar caja en la segunda mitad del año. El rating de su deuda es A por Fitch y A3 por Moody's.

## Reiteramos recomendación de Comprar.

Mantenemos sin cambios nuestro precio objetivo en 156,2€/acción, que implica un potencial de revalorización del +10%. Reiteramos recomendación de Comprar.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Ingresos netos	4.503	2.243	2.820	3.767	4.038	4.177	4.391	14,4%
EBITDA	2.766	715	1.246	2.060	2.259	2.343	2.516	28,6%
EBIT	1.977	-92	458	1.289	1.505	1.605	1.792	n.a.
<b>BNA</b>	<b>1.442</b>	<b>-127</b>	<b>287</b>	<b>936</b>	<b>1.111</b>	<b>1.196</b>	<b>1.348</b>	n.a.

Balance de Situación	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Activo Fijo neto	13.680	13.034	12.796	12.524	12.269	12.030	11.806	-2,0%
Inmovilizado financiero	267	231	259	259	259	260	260	2,3%
Necesidades operativas de fondos	-210	352	338	226	162	125	176	-13,0%
Otros Activos/(pasivos) neto	-682	-521	-521	-521	-521	-521	-521	0,0%
<b>Capital Empleado</b>	<b>13.055</b>	<b>13.096</b>	<b>12.872</b>	<b>12.488</b>	<b>12.169</b>	<b>11.894</b>	<b>11.721</b>	<b>-2,2%</b>
Recursos propios	6.406	6.119	6.406	7.113	7.475	7.782	8.173	6,0%
Minoritarios	-24	-54	-69	-95	-123	-152	-183	27,6%
Deuda financiera neta	6.673	7.031	6.536	5.471	4.817	4.264	3.730	

Flujo de caja	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2.223</b>	<b>656</b>	<b>1.032</b>	<b>1.682</b>	<b>1.838</b>	<b>1.906</b>	<b>2.041</b>	<b>25,5%</b>
Var. Necesidades operativas de fondos	-114	-561	13	112	65	36	-50	-38,3%
Capex	-1.032	-503	-550	-500	-500	-500	-500	-0,1%
Dividendos y otros	-1.095	50	0	-230	-749	-889	-957	
<b>Var. Deuda Neta</b>	<b>-19</b>	<b>-358</b>	<b>495</b>	<b>1.065</b>	<b>654</b>	<b>553</b>	<b>534</b>	n.a.

Valoración (SOTP)	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor Residual
NOPAT	974	1.137	1.213	1.354	
A&D	772	755	739	724	
Capex	-500	-500	-500	-500	
Var. Capital Circulante	112	65	36	-50	
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1.358</b>	<b>1.457</b>	<b>1.488</b>	<b>1.528</b>	<b>26.760</b>

<b>Valor Empresa (M€)</b>	<b>29.961</b>
DFN 2021e	-6.536
Minoritarios	-63
Puesta en equivalencia	64
<b>Valor Equity</b>	<b>23.426</b>
Nº de acciones	150
<b>Precio objetivo (€/acción)</b>	<b>156,2</b>

**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 5,7% 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%
<b>4,7%</b>	296,9	270,3	247,9	228,7	212,1	197,6	184,8	173,5	163,3
<b>5,0%</b>	267,5	245,3	226,2	209,8	195,4	182,8	171,6	161,5	152,5
<b>5,2%</b>	242,7	223,8	207,5	193,3	180,8	169,7	159,7	150,8	142,7
<b>5,5%</b>	221,4	205,3	191,2	178,8	167,8	157,9	149,1	141,1	133,8
<b>5,7%</b>	203,1	189,1	176,8	165,9	<b>156,2</b>	147,4	139,5	132,3	125,7
<b>6,0%</b>	187,1	174,9	164,1	154,4	145,7	137,9	130,8	124,3	118,3
<b>6,2%</b>	173,0	162,3	152,7	144,1	136,3	129,3	122,8	116,9	111,5
<b>6,5%</b>	160,5	151,0	142,5	134,8	127,8	121,4	115,6	110,2	105,2
<b>6,7%</b>	149,3	140,9	133,3	126,3	120,0	114,2	108,9	104,0	99,4