

Bajamos recomendación a Neutral (desde Comprar)

AENA

Recomendación: **Neutral**

P. Objetivo (€): 154,0

Potencial: 2,2%

Analista: Juan Moreno

Datos Básicos

Precio Mercado (€): 150,7

Capitalización (M€): 22.598

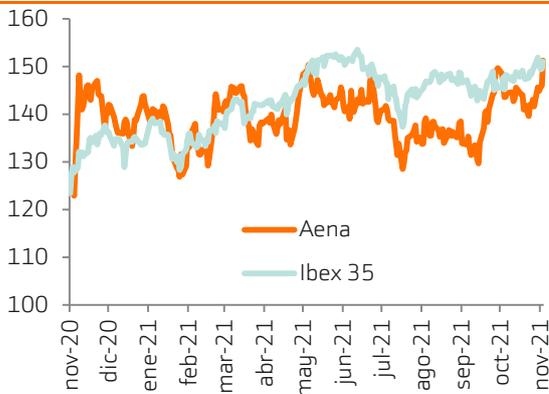
Var YTD: 5,9%

Volumen Diario (M€): 16,2

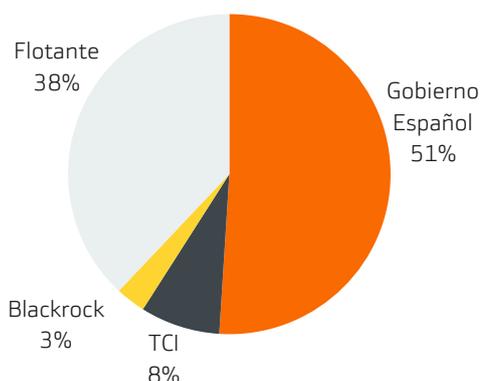
Cód. Reuters / Bloomberg: AENA SM/AENA.MC

Pples datos	2020r	2021e	2022e
Bº Neto Atribuible	-127	-21	706
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	715	890	1.977
% inc.	-74,2	24,5	n.a.
BPA (€)	-0,8	-0,1	4,7
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.
DPA (€)	0,0	0,0	4,6
% inc.	-100,0	n.a.	n.a.
Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
PER (x)	n.a.	-1062,4	32,0
ROE	n.a.	10,4%	14,2%
Rentab. dividendo	0,0%	0,0%	3,0%
P/V (x)	3,7	3,3	3,2

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Aena cotiza en línea con nuestro precio objetivo, que revisamos ligeramente al alza hasta 154,0€/acción desde 150,8€/acc anterior. Aunque el tráfico aéreo continuará con el proceso de recuperación, los resultados de Aena se verán afectadas por el impacto de los alquileres comerciales, próximo a -1.350M€ entre 2020 y 2025. Se retrasa, de esta forma, la vuelta a beneficios y generación de caja positiva de Aena hasta 2022, y la vuelta al dividendo podría demorarse hasta 2023. Además, no prevemos catalizadores para el valor en el corto/medio plazo. Por todo ello, **rebajamos recomendación a Neutral (desde Comprar)**.

Fuerte mejora de resultados en 3T 2021.

El tráfico aéreo en España recupera con fuerza y se sitúa un -43% por debajo del mismo periodo de 2019. Venía de -75% en 2T y -85% en 1T. Principales cifras de Aena: **Ventas** +54% hasta 898M€ (vs 875M€ estimado); **EBITDA** +63,6% hasta 496M€ (vs 487M€ estimado); **Beneficio neto** de 223M€ (vs. 168M€ estimado). Sin impacto todavía de la ley que afecta a los ingresos comerciales, que entró en vigor a principios de octubre.

La recuperación del tráfico continuará...

Prevedemos que el tráfico siga recuperando en **4T 2021**, situándose en **-36% vs 2019**. Se normalizará en gran medida en 2022, aunque sin alcanzar todavía los niveles previos al virus (-14% vs 2019).

...aunque se demora la vuelta a beneficios y generación de caja.

Aena está obligada por ley a renunciar al cobro de las **rentas de los locales comerciales** entre el 15 de marzo y el 20 de junio de 2020 y ajustarlas a partir de entonces a la evolución real del tráfico de pasajeros y hasta que se recuperen los niveles de tráfico de 2019 (2025 según nuestras estimaciones). Prevedemos que tendrá un **impacto total de cerca de 1.350M€** en el periodo 2020-2025, en línea con las estimaciones de la compañía. Como consecuencia, **se retrasa a 2022 la vuelta a beneficios y generación de caja positiva**, y los resultados se verán afectados durante los próximos años. La vuelta al **dividendo podría demorarse a 2023**.

Sólida posición financiera.

Aena tiene una ratio **DFN/EBITDA de 3,3x en 2022e** y los resultados operativos cubren en más de 7x el pago de intereses incluso este año. La posición de **liquidez es de 2,288M€**. El rating de su deuda es A- por Fitch (rebajado recientemente desde A) y A3 por Moody's.

Rebajamos recomendación a Neutral desde Comprar.

La cotización de Aena **no ofrece potencial de revalorización** frente a nuestro precio objetivo, que incrementamos ligeramente hasta **154,0€/acción** desde 150,8€ anterior. El impacto de la nueva ley que afecta a los ingresos comerciales es algo inferior a nuestra estimación preliminar. **No prevemos catalizadores** para el valor en el corto/medio plazo.

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos netos	2.243	2.555	3.729	4.171	4.371	4.480	4.531	12,1%
EBITDA	715	890	1.977	2.367	2.523	2.591	2.615	24,1%
EBIT	-92	103	1.208	1.615	1.787	1.870	1.908	n.a.
BNA	-127	-21	706	1.014	1.147	1.217	1.404	n.a.

Balance de Situación	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo Fijo neto	13.034	12.747	12.479	12.227	11.990	11.769	11.561	-1,9%
Inmovilizado financiero	231	251	251	252	252	252	252	0,0%
Necesidades operativas de fondos	352	1.099	1.230	1.376	1.530	1.658	1.767	10,0%
Otros Activos/(pasivos) neto	-521	-571	-771	-971	-1.171	-1.371	-1.371	19,1%
Capital Empleado	13.096	13.526	13.189	12.883	12.601	12.307	12.209	-2,0%
Recursos propios	6.119	6.098	6.804	7.132	7.347	7.526	7.835	5,1%
Minoritarios	-54	-85	-107	-119	-127	-136	-145	11,2%
Deuda financiera neta	7.031	7.514	6.492	5.870	5.381	4.917	4.519	-9,7%

Flujo de caja	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Flujo de caja operativo	656	764	1.653	1.954	2.075	2.130	2.103	22,4%
Var. Necesidades operativas de fondos	-561	-747	-132	-146	-153	-128	-109	n.a.
Capex	-503	-500	-500	-500	-500	-500	-500	0,0%
Dividendos y otros	50	0	0	-686	-932	-1.039	-1.095	n.a.
Var. Deuda Neta	-358	-483	1.022	622	490	463	398	n.a.

Valoración (SOTP)	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Residual
NOPAT	1.221	1.351	1.413	1.442	
A&D	752	736	721	708	
Capex	-500	-500	-500	-500	
Var. Capital Circulante	-146	-153	-128	-109	
Flujo de caja libre	1.327	1.433	1.507	1.540	32.376

Valor Empresa (M€)	29.587
DFN 2022e	-6.492
Minoritarios	-63
Puesta en equivalencia	64
Valor Equity	23.096
Nº de acciones	150
Precio objetivo (€/acción)	154,0

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%	292,8	266,5	244,4	225,5	209,1	194,8	182,2	171,0	161,0
5,0%	263,7	241,8	223,1	206,9	192,7	180,2	169,1	159,2	150,4
5,2%	239,3	220,7	204,6	190,6	178,2	167,3	157,5	148,7	140,7
5,5%	218,3	202,4	188,5	176,3	165,4	155,7	147,0	139,1	131,9
5,7%	200,2	186,5	174,4	163,6	154,0	145,3	137,5	130,4	123,9
6,0%	184,5	172,4	161,8	152,3	143,7	135,9	128,9	122,5	116,6
6,2%	170,6	160,0	150,6	142,1	134,4	127,4	121,1	115,3	109,9
6,5%	158,2	148,9	140,5	132,9	126,0	119,7	113,9	108,6	103,7
6,7%	147,2	138,9	131,4	124,5	118,3	112,6	107,3	102,5	98,0

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.)
08/11/2021	Neutral	154,0	03/03/2021	Comprar	156,2
24/09/2021	Comprar	150,8	04/12/2020	Comprar	156,4
12/08/2021	Comprar	155,5	28/11/2020	Comprar	122,0

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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

- Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas & Papel

Susana André - Portugal, Assistant

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