

## Primeras impresiones

### Aena 2020: baten expectativas, pero la incertidumbre sigue siendo muy elevada.


Miércoles, 24 de febrero de 2021

Ángel Pérez Llamazares, CIAA – Equity research analyst

Fuerte caída del tráfico aéreo en sus principales activos lleva a registrar fuertes descensos a nivel EBITDA y pérdidas a nivel de beneficio neto, incrementadas por el registro de ciertos deterioros. Cifras que superan ampliamente las expectativas. El negocio comercial resiste mejor la situación por el esquema de RMGA pero no tiene efecto en la caja, se recogerán en 2021. No obstante, sigue contando con una sólida posición financiera.

De cara a 2021 la CNMC autorizó mantener sin cambios las tarifas aeroportuarias (mejora nuestras expectativas, estimábamos un descenso del -2,2% como en todo el periodo DORA I). En cuanto al DORA II, siguen en el proceso de consultas con las compañías aéreas hasta el 15 de marzo de 2021, cuando Aena hará su propuesta final, que tendrá que ser aprobada por el Consejo de Ministros el 30 de septiembre de 2021.

Consideramos que a la elevada incertidumbre por la recuperación del tráfico se une el riesgo de relicitación de los locales comerciales de los operadores que no acepten la propuesta de Aena, y aunque los resultados podrían ser bien recogidos por la cotización tras superar ampliamente las expectativas (en ocasiones anteriores pese a superar no mostró mejor comportamiento relativo al Ibex), reiteramos nuestra visión conservadora en el valor y reiteramos infraponer. P. O. 115,33.

		Infraponer			
(mln de euros)	2019	2020	Var %	Real vs R4e	Real vs Consenso
<b>Ingresos</b>	<b>4.503</b>	<b>2.243</b>	<b>-50,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,4%</b>
Aeronáuticos	2.844	986	-65,3%	8,1%	5,9%
Comerciales	1.241	1.047	-15,6%	11,4%	17,8%
Inmobiliarios	80	78	-2,4%	10,9%	15,1%
Internacional	270	135	-50,3%	0,7%	-1,8%
<b>EBITDA</b>	<b>2.766</b>	<b>715</b>	<b>-74,2%</b>	<b>20,9%</b>	<b>7,3%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>61,4%</b>	<b>31,9%</b>	<b>-29,6pp</b>	<b>4,1pp</b>	<b>0,3pp</b>
<b>Beneficio neto</b>	<b>1.444</b>	<b>-127</b>	<b>-108,8%</b>	<b>48,3%</b>	<b>40,2%</b>
<b>Deuda Neta*</b>	<b>6.200</b>	<b>6.540</b>	<b>5,5%</b>		
<b>DN/EBITDA 12m (x)</b>	<b>2,3x</b>	<b>8,1x</b>			

Consenso FactSet

#### Destacamos:

- Fuerte caída del tráfico aéreo en España en el periodo -72%, -70% en Luton y -44% en el Grupo Aeroportuario del Nordeste, que, aunque mejoran las expectativas, lleva a un descenso de los ingresos del 50%. A corto plazo no se observan signos de recuperación en el tráfico debido a la nueva oleada de contagios en Europa y las diferentes medidas restrictivas aplicadas por los diferentes países europeos por lo que consideramos que la incertidumbre sobre la recuperación sigue siendo muy elevada (la compañía no ofrece guía de tráfico). Ingresos aeronáuticos descienden -65%, mientras que el área comercial, favorecido por el registro de las Rentas Mínimas Garantizadas, desciende -16%

## Primeras impresiones

(registro contable, no caja). El EBITDA sufre un descenso del 74%, mejorando significativamente las estimaciones, por unos ahorros de costes superiores a los esperados. Las inversiones, muy en línea con las registradas en 2019 (excluyendo la compra del Grupo Aeroportuario del Nordeste) gracias a la aceleración desde junio tras la suspensión del programa de inversión en los meses del confinamiento. Pese a la cancelación del dividendo, la menor actividad lleva a un repunte de la deuda neta que eleva significativamente los ratios de apalancamiento, no obstante, la compañía obtuvo dispensas temporales hasta junio de 2022 que permiten evitar ejecutar garantías.

- ▶ De cara a 2021 la CNMC autorizó mantener sin cambios las tarifas aeroportuarias (mejora nuestras expectativas, estimábamos un descenso del -2,2% como en todo el periodo DORA I). En cuanto al DORA II, siguen en el proceso de consultas con las compañías aéreas hasta el 15 de marzo de 2021, cuando Aena hará su propuesta final, que tendrá que ser aprobada por el Consejo de Ministros el 30 de septiembre de 2021.
- ▶ En cuanto a la propuesta de Aena con los operadores en el área comercial, la compañía informa que sólo habrían aceptado un 13,2% de las RMGA totales (un 53% de los contratos). En caso de haberse aceptado esta propuesta por todos los operadores comerciales, el importe de las RMGA's pendientes facturadas en las actividades afectadas pasaría de los 620,3 millones de euros actuales a 179,5 millones de euros. El impacto en caja se produciría en 2021. A nivel de ingresos, la diferencia entre ambas cantidades (440,7 millones de euros) se ajustaría como un menor ingreso de manera lineal desde la fecha de los acuerdos y durante la duración de cada uno de los contratos afectados.
- ▶ Pese a que el beneficio neto supera holgadamente las expectativas, recoge el efecto de los deterioros registrados en el aeropuerto de Murcia y en el Grupo Aeroportuario del Nordeste por un importe total de 108,8 mln eur. Si no tenemos en cuenta este efecto se habrían registrado pérdidas de 51 mln eur vs a las de 127 mln eur registradas.
- ▶ En Luton (Reino Unido) donde el tráfico descendió un 70%, los ingresos un -60% y el EBITDA -77% se está negociando la extensión de las dispensas temporales para evitar que se ejecuten las garantías por parte de los acreedores. En el Grupo Aeroportuario del Nordeste (Brasil) el tráfico cayó -44%, llevando a registrar unas pérdidas a nivel EBITDA superiores a 60 mln eur afectados también por la depreciación del real.
- ▶ Consideramos que a la elevada incertidumbre por la recuperación del tráfico se une el riesgo de relicitación de los locales comerciales de los operadores que no acepten la propuesta de Aena, y aunque los resultados podrían ser bien recogidos por la cotización tras superar ampliamente las expectativas, reiteramos nuestra visión conservadora en el valor y reiteramos infraponer. P. O. 115,33.

## Primeras impresiones

### DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., asesoramiento a accionista significativo en Mediaset España y cobertura de Análisis en Clínica Baviera y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.  
Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis  
Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 53% Sobreponderar, 37% Mantener y 10% Infraponderar.