

Sector: *Industrial*

*4T2023 afectado por ajustes. Buena posición financiera. Novedades estratégicas*

## Acerinox

Precio Objetivo: 10,8 €

Comprar

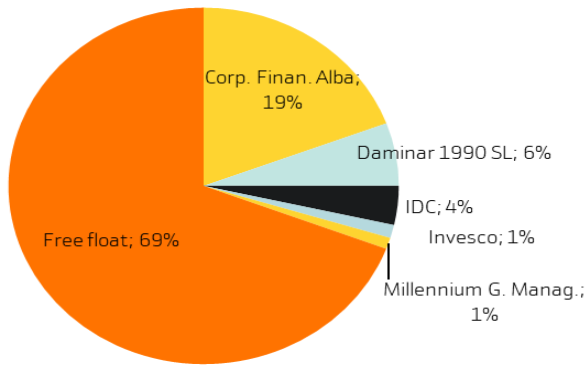
Potencial: 14,3%

Analista: Aránzazu Cortina

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.359 M€  
 Precio (cierre mercado 04/03/2024) 9,46 €/acc.  
 Evolución 2024: -11,2%  
 N° Acciones (M.): 249,3 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 8,8/10,70 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX SM

### Accionariado



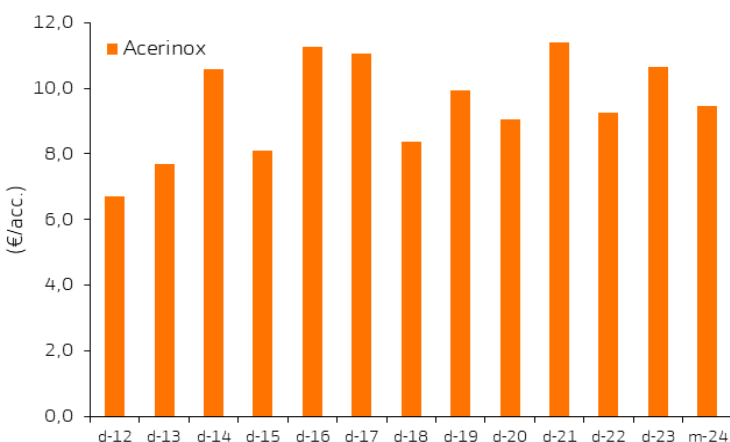
Ppales cifras y ratios	2023	2024e	2025e	TAMI <sup>(1)</sup>
Ingresos	6.608	6.320	6.409	-1,5%
EBITDA	702	651	618	-6,2%
Margen Ebitda	10,6%	10,3%	9,6%	
EBIT	374	457	423	
Margen Ebit	5,7%	7,2%	6,6%	
BAI	355	435	394	5,3%
BNA	228	315	284	-
BPA (€/acc.)	0,92	1,26	1,14	-
DPA (€/acc.)	0,62	0,62	0,62	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	6,6%	6,6%	6,6%	
DFN <sup>(3)</sup>	341	221	172	-
Deuda/Ebitda	0,5x	0,3x	0,3x	
ROE	9,5%	12,3%	10,5%	
PER	10,3x	7,5x	8,3x	
P/V	1,0x	0,9x	0,9x	
EV/EBITDA	4,3x	4,4x	4,6x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2022/24E). Incorpora VDM, 03/20

(2) Rentab sobre última cotización.

(3) DFN de balance

### Evolución bursátil dic-12 a P. Cierre (04.03.2024)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV, Compañía y Análisis Bankinter

Mantenemos la recomendación de Comprar, P. Obj: 10,8€/acc. (desde 11,4€/acc.ant). A medio plazo valoramos positivamente: (1) un entorno de mercado con inventarios ajustados; (2) recientemente se observa un ligero repunte del precio del níquel (+8% en el año); (3) los cambios estratégicos, hacia mercados como EE.UU. vs Malasia (con entornos más equilibrados de oferta y demanda) y hacia productos de mayor valor añadido (que muestran márgenes más elevados como las aleaciones de alto rendimiento). El apalancamiento seguirá siendo razonable (hacia 1,5x), en un entono de capacidad de generación de caja positiva, a pesar de que la adquisición de Haynes hacia el 3T 2024. A corto plazo, **las perspectivas para el 1T 2024 mantienen un tono cauto**, ante la todavía debilidad en el mercado inoxidable y el proceso de renovación del convenio en Algeciras (actualmente en huelga). Mantenemos, por tanto, la opinión positiva, con un potencial del 14% (y Rentabilidad por Dividendo del 6,6%) que debería materializarse a medida que se consolide **la mejora de demanda**. El valor cotiza a 4,4x EV/EBITDA 2024 vs media superior a 7x. Nuestra valoración apunta a 5,5x.

**:: 4T2023 sorprende por dos ajustes extraordinarios negativos:** (1) el valor de la participación en Bahru (Malasia; -156M€); y (2) el de inventarios (-65M€), en Inoxidable. Las Principales cifras comparadas con el consenso de la compañía para 4T23: Ingresos 1.529M€ (-10% a/a; -1,8% t/t) vs. 1.491M€ estimado; EBITDA 96M€ (+6,7% a/a; -34,2% t/t) vs. 152M€ est., con un margen EBITDA del 6% para el grupo (4% en Inoxidable y +13% en Aleaciones de alto rendimiento, HPA). El EBIT fue de -105M€ (que habría sido +52M€ ex ajuste de Bahru). Pérdidas de -119M€ (vs +70M€ en 3T 2023) vs +55M€ estimado. En el conjunto de 2023, EBITDA de 701,5M€ (margen del 10,6% vs 14,6% en 2022 ejercicio de máximos históricos) y BNA de 228M€ (vs 556M€ en 2022).

**:: Buena posición financiera: Deuda Financiera Neta/EBITDA de 0,49x (vs 0,35x 2022).** La deuda neta se redujo a 341M€ (desde 500M€ al 3T2023). **Los ajustes de valor no han supuesto salidas de caja** y la compañía ha generado flujo de caja operativo de 260M€ en el 4T y 481M€ en 2023. Propone un dividendo de 0,62€/acc. para el ejercicio (+3% a/a), Rentabilidad por Dividendo del 6,6%.

**:: Estratégicamente Acerinox: (1) No descarta el cese de actividad en Bahru (Malasia),** ante la **sobrecapacidad de la zona y la dificultad para obtener beneficios de la planta**. Por ello, ha realizado el máximo deterioro de activos de Bahru (-156M€, 6% de la capitalización) y una provisión por posible desmantelamiento (6,8M€). Bahru supuso un 5% de las Ventas en 2023. **(2) Anunció el acuerdo de adquisición de Haynes International (EE.UU.), compañía de aleaciones especiales,** que espera se pueda completar para el 3T 2024. **La oferta (61%\$/acc.) supone 798M\$ (unos 740M€)** e incluyendo deuda, EV de 970M\$ (900,8M€). El precio de oferta supone un múltiplo elevado 10,1x EV/EBITDA 2024 (EBITDA de consenso de Haynes ~96M\$). Acerinox estima sinergias (71M\$ est.) que lo reduce a 5,8x. Desde nuestro punto de vista, **Haynes aporta diversificación geográfica y un margen EBITDA ~14,9% vs 10,6%** de Acerinox en 2023. En una primera aproximación (datos de consenso y suponiendo financiación, ~4%) la operación **incrementaría el BPA ~6% en el primer año sin considerar sinergias** (Acerinox estima cerca del 11% el primer año). Es cierto que la compra elevará la DFN/EBITDA al entorno de 1,5x en 2024, ligeramente por encima de <1,2x de media de ciclo objetivo.

**:: Las perspectivas para 2024 esperan una mejora de la demanda, ante unos inventarios en niveles razonables** (cabe recordar que en 2023 el consumo aparente en Europa bajó en torno al 20% en gran parte por el reajuste de inventarios de distribuidores), aunque siguen marcadas por sobrecapacidad en Asia. **Estiman un EBITDA del 1T 2024 sea ligeramente mejor al 4T 2023.**

**:: Mantenemos recomendación de Comprar. P. Obj: 10,80€/acc. desde (11,4€/acc. ant.).** A corto plazo tono cauto ante la debilidad de la demanda y el proceso de renovación de convenio en Algeciras (actualmente en huelga). A medio plazo, valoramos positivamente las opciones estratégicas y el potencial de mejora de la demanda con inventarios ajustados.

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

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

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Pág. 1 de 3

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

La compañía ha sido informada de la publicación de esta nota.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28e
Ingresos	6.706	8.688	6.608	6.320	6.409	6.550	6.641	6.682	0,2%
Costes	-5.717	-7.416	-5.906	-5.669	-5.792	-5.934	-6.038	-6.081	
<b>EBITDA</b>	<b>989</b>	<b>1.273</b>	<b>702</b>	<b>651</b>	<b>618</b>	<b>616</b>	<b>603</b>	<b>601</b>	-3,0%
Margen EBITDA	14,7%	14,6%	10,6%	10,3%	9,6%	9,4%	9,1%	9,0%	
<b>EBIT</b>	<b>810</b>	<b>876</b>	<b>374</b>	<b>457</b>	<b>423</b>	<b>421</b>	<b>408</b>	<b>406</b>	1,7%
Margen EBIT	12,1%	10,1%	5,7%	7,2%	6,6%	6,4%	6,1%	6,1%	
BAI	766	831	355	435	394	400	385	386	1,7%
<b>BNA</b>	<b>572</b>	<b>556</b>	<b>228</b>	<b>315</b>	<b>284</b>	<b>288</b>	<b>277</b>	<b>278</b>	
BPA	2,11	2,14	0,92	1,26	1,14	1,16	1,11	1,11	4,0%

Resumen Balance	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28e
Inmovilizado	2.067	1.902	1.777	1.845	1.913	1.980	2.025	2.024	
Existencias	1.777	2.156	1.861	1.866	1.890	1.931	1.958	1.979	
Clientes	840	638	626	600	609	622	631	635	
Otros deudores	26	74	41	41	41	41	41	41	
Tesorería	1.275	1.548	1.794	1.871	1.896	1.917	1.968	2.077	
<b>Total Activo</b>	<b>5.984</b>	<b>6.318</b>	<b>6.099</b>	<b>6.224</b>	<b>6.348</b>	<b>6.492</b>	<b>6.623</b>	<b>6.756</b>	2,1%
Patrimonio Neto	2.215	2.548	2.463	2.631	2.768	2.909	3.039	3.170	
Otros Pasivos	470	600	550	550	550	550	550	550	
Acreeedores	1.447	1.181	951	951	963	984	998	1.004	
Deuda Financiera	1.853	1.989	2.135	2.092	2.067	2.048	2.036	2.032	
<b>Total Pasivo</b>	<b>5.984</b>	<b>6.318</b>	<b>6.099</b>	<b>6.224</b>	<b>6.348</b>	<b>6.492</b>	<b>6.623</b>	<b>6.756</b>	2,1%

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor R
<b>+EBIT</b>	<b>457</b>	<b>423</b>	<b>421</b>	<b>408</b>	<b>406</b>	
- Impuestos s/ Bº Operativo	(116)	(108)	(107)	(104)	(104)	
<b>+NOPAT</b>	<b>340</b>	<b>315</b>	<b>314</b>	<b>304</b>	<b>303</b>	
+Amortizaciones	194	195	195	195	195	
- Inversión en circulante	20	(20)	(34)	(22)	(19)	
- Inversión en activo fijo	(262)	(262)	(262)	(240)	(194)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>292</b>	<b>227</b>	<b>213</b>	<b>237</b>	<b>284</b>	<b>3.512</b>

<b>EV</b>	<b>3.568</b>	WACC 8,9%	PER'24e implícito	8,6 x
- DFN total <sup>(1)</sup>	(638)	g 0,7%	EV/EBITDA'24e implícito	5,5 x
- Prov. Y otros	(180)	Nº acciones (M) 249,3		
- Minoritarios	(55)			

Valor de los Fondos Propios **2.695**

**Precio objetivo 10,8 €/acción**

(1) la DFN total incluye factoring

Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

### Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,00%	1,10%	0,30%	0,50%	0,70%	0,90%	1,10%	1,30%	1,50%
<b>Coste</b>	<b>7,9%</b>	13,3	13,5	12,0	12,4	12,7	13,1	13,5	13,9	14,3
<b>medio</b>	<b>8,1%</b>	12,7	12,9	11,6	11,9	12,2	12,5	12,9	13,3	13,7
<b>de los</b>	<b>8,4%</b>	12,2	12,3	11,1	11,4	11,7	12,0	12,3	12,7	13,1
<b>Recursos</b>	<b>8,6%</b>	11,7	11,8	10,7	11,0	11,2	11,5	11,8	12,2	12,5
<b>(WACC)</b>	<b>8,9%</b>	11,2	11,4	10,3	10,5	<b>10,8</b>	11,1	11,4	11,7	12,0
	<b>9,1%</b>	10,8	10,9	9,9	10,2	10,4	10,7	10,9	11,2	11,5
	<b>9,4%</b>	10,4	10,5	9,6	9,8	10,0	10,3	10,5	10,8	11,0
	<b>9,6%</b>	10,0	10,1	9,2	9,4	9,7	9,9	10,1	10,4	10,6
	<b>9,9%</b>	9,6	9,8	8,9	9,1	9,3	9,5	9,8	10,0	10,2

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

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

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

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

Pág. 2 de 3

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo (€/acc.)
18/05/2022	Comprar	13,3
05/08/2022	Comprar	11,3
10/11/2022	Comprar	11,0
01/03/2023	Neutral	11,0
02/03/2023	Neutral	10,9
01/08/2023	Neutral	11,0
15/11/2023	Comprar	11,4
05/03/2024	Comprar	10,8

## 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://www.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://www.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://www.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  
 Aránzazu Bueno - Eléctricas  
 Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad  
 Carlos Pellicer - Analista

Aránzazu Cortina - Industriales  
 Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles  
 Pedro Echeguren - Farma & Salud  
 Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
 Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo  
 Eduardo Cabero - Seguros  
 Pedro Ribeiro - Químicas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y bankinter Roboadvisor

Todos nuestros informes en: <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