

Sector: Industrial

**Elevamos recomendación a Neutral. La situación de ACX debería mejorar.**

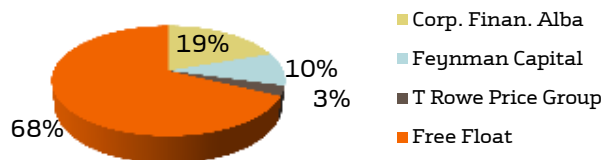
## Acerinox

Precio Objetivo: 11,2 €  
Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.622 M€  
Último: 9,83 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 266,7 M acc.  
Min / Max (52 sem): 7,037/14,6€/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

### Accionariado



Cifras & Ratios	2016e	2017e	2018e	TAMI*
Ingresos	4.221	4.306	4.435	2,5%
Ebitda	343	366	386	6,2%
Margen Ebitda	8,1%	8,5%	8,7%	3,6%
BAI	111	140	162	20,9%
BNA	67	96	126	36,8%
BPA (€/acc.)	0,25	0,36	0,47	36,8%
DPA (€/acc.)	0,45	0,46	0,48	3,0%
DFN	688	692	687	-0,1%
Deuda/Ebitda	2,0x	1,9x	1,8x	
PER	40,8x	28,6x	21,8x	
ROE	3,6%	5,2%	6,8%	
Px / Book Value	1,31	1,33	1,33	
EV/Ventas	0,8	0,8	0,7	
EV/Ebitda	9,7	9,1	8,6	

\* Tasa Media Anual de Incremento (2016/18)

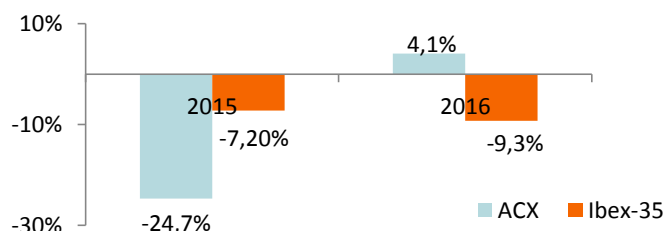
### Valor más probable

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,0%
Coste de capital (Ke)	7,0%
Coste de la deuda (Kd)	3,7%
Prima de riesgo (Rp)	6,0%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,6%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	6,1%
Beta (5 años)	0,9
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>11,2</b>
Cotización	9,8
<b>Potencial</b>	<b>14,2%</b>

### Evolución trimestral y 9M '15

	1T'16	1T'15	Var. %
Ingresos	953	1.144	-16,7%
Ebitda	41,0	102,5	-60,0%
BNA	-8,3	31,0	n.r.
DFN	693	854	-18,8%
P.Netto	1.914	2.023	-5,4%
Prod.Acero (Tn)	575	600	-4,2%

### ACX vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y propia compañía

**Después de los débiles resultados 1T'16 la situación debería comenzar a mejorar, pero muy lentamente todavía. Por ello, elevamos recomendación hasta Neutral desde Vender y situamos Pº Objetivo en 11,2€/acc. (potencial +14%) desde 7,9€/acc. anterior.-**

**:: Análisis de Resultados 1T'16.-** ACX presentó unos resultados débiles, ya que se vio afectado por la caída en el precio de las materias primas, particularmente el níquel, y por un ajuste de existencias de 9M€. Además, aumentaron las importaciones procedentes de Asia y se produjo una reducción en los inventarios de los almacenistas. Como referencia, sus ventas se redujeron hasta 953M€ (-17%) y el Ebitda hasta 41M€ (vs 102,5M€ en 1T'16). Además acumula tres trimestres consecutivos de pérdidas (-8M€ en 3T'15, -13M€ en 4T'15 y -8M€ en 1T'16). Por el lado positivo la deuda financiera neta se redujo hasta 693M€ vs 711M€ al cierre de 2015, nivel que supone 2,4x en términos de Ebitda (cierre 2015, 285M€).

**:: A pesar de la debilidad de sus resultados elevamos recomendación hasta Neutral desde Vender y situamos Precio Objetivo en 11,2€/acc.**

**Identificamos cinco catalizadores:**

**(i) Ha elevado los precios** en dos ocasiones en EE.UU. (50% de sus ingresos). Además North American Stainless ha anunciado una subida adicional a partir del 1 de mayo.

**(ii) Se espera un mayor control de las importaciones** procedentes tanto de China como de Taiwán no sólo en el mercado europeo sino que incluso podrían introducirse en el mercado americano en los próximos trimestres, aunque es algo no confirmado todavía.

**(iii) Comienzan a existir indicios de recuperación de la demanda** en todos los mercados, la cartera de pedidos se ha elevado y los inventarios se están normalizando.

**(iv) Desarrolla la mayor parte de su negocio en países desarrollados**, los que según nuestro punto de vista más se beneficiarán de la recuperación del ciclo.

**(v) Es una compañía industrial** y de un tamaño moderado por lo que no se puede identificar como una compañía atractiva en términos de dividendo. A pesar de ello su dividendo es estable y la rentabilidad que ofrece es 4,4%. Nivel atractivo considerando el entorno de tipos tan bajos en el que nos encontramos.

Por todo ello, situamos recomendación en Neutral. Sería una compañía sólo recomendable para perfiles de riesgo dinámicos, ya que puede sufrir momentos de volatilidad brusca. Además, los riesgos son elevados y los principales que identificamos son:

**(i) Fuerte volatilidad** en el precio de las materias primas, particularmente el níquel. Esto hace que los almacenistas pospongan sus decisiones de compra ante la expectativa de que los precios puedan caer algo más.

**(ii) Se ha producido una caída de los ingresos**, por los bajos precios finales en todos los mercados. El principal riesgo radica en que se produzca una desaceleración del ciclo económico lo que frenaría el aumento en el precio de las materias primas y los niveles de demanda.

Por lo tanto, situamos nuestra recomendación en Neutral. No obstante de cara a los próximos meses si el contexto de mercado se vuelve más benigno, se produce una recuperación en el precio del níquel, aumenta la demanda final y se consolida la recuperación del ciclo nos replantearemos nuestra recomendación.

**:: Síntesis de Valoración:**

Hemos valorado la compañía mediante el método de descuento de flujos de caja. Nuestras hipótesis son: estimamos un aumento de ingresos de +3%, Ebitda +7% y BNA +27%. Aplicamos una tasa WACC (coste de los recursos) de +6,1% y Prima de Riesgo +6%, niveles que consideramos lo suficientemente exigentes por el perfil de riesgo de ACX.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)  
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Eva del Barrio Esther Gutierrez Belén San José  
Ramón Carrasco Rafael Alonso Ana Achau

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Cifras en millones de euros

**Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias**

	2014r.	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '15-'20
Ingresos	4.380	4.221	4.221	4.306	4.435	4.568	4.796	2,6%
Margen Bruto	1.278	1.221	1.186	1.236	1.282	1.325	1.391	2,6%
<i>Margen bruto s/Ingresos</i>	<i>29,2%</i>	<i>28,9%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,9%</i>	<i>29,0%</i>	<i>29,0%</i>	
Ebitda	448	285	343	366	386	389	394	6,7%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>10,2%</i>	<i>6,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,2%</i>	
Amortizaciones	-150	-164	-152	-149	-146	-144	-142	-2,8%
Ebit	298	121	191	218	241	245	252	15,9%
Rdo. Financiero	-54	-44	-80	-78	-78	-79	-81	13,0%
BAI	244	77	111	140	162	166	171	17,4%
BNA	136	43	67	96	126	134	140	26,7%
BPA	0,52	0,16	0,25	0,36	0,47	0,50	0,53	26,7%

*TAMI es la Tasa Anual de Media de Incremento*
**Resumen Balance de Situación**

	2014r.	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '15-'20
Inmovilizado	2.257	2.318	2.264	2.219	2.182	2.153	2.131	-1,7%
Activo Circulante	2.159	1.808	1.782	1.826	1.894	1.969	2.087	2,9%
<i>Tesorería (incluido A.C.)</i>	<i>738</i>	<i>480</i>	<i>436</i>	<i>442</i>	<i>455</i>	<i>469</i>	<i>494</i>	0,6%
<b>Total Activo</b>	<b>4.416</b>	<b>4.126</b>	<b>4.046</b>	<b>4.045</b>	<b>4.077</b>	<b>4.122</b>	<b>4.218</b>	0,4%
Patrimonio Neto Total	1.846	2.023	2.002	1.975	1.974	1.979	1.987	-0,4%
Pasivo Circulante	916	642	794	810	834	859	902	7,1%
Deuda Financiera	1.230	1.191	1.124	1.134	1.141	1.156	1.198	0,1%
Otros Pasivos	424	396	126	126	127	128	131	-19,8%
<b>Total Pasivo</b>	<b>4416</b>	<b>4251</b>	<b>4046</b>	<b>4045</b>	<b>4077</b>	<b>4122</b>	<b>4218</b>	-0,2%

**Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)**

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	
+BNA	67	96	126	134	140	
+Amortizaciones	152	149	146	144	142	
CFN	219	245	272	278	282	
+Gastos Financieros	40	47	55	58	60	
CFO	259	291	327	336	342	
- Inversiones	-99	-104	-109	-114	-120	
+/- Var. (AC-PC)	136	-20	-31	-33	-49	VR
<b>= CFL Operativo</b>	<b>296</b>	<b>168</b>	<b>187</b>	<b>188</b>	<b>174</b>	<b>3.955</b>

**Valoración por Comparables**

	Cap. Bursátil (M€)	PER		EV/Ventas		EV/Ebitda		ROE	Rent. DVD
		2016e.	2017e.	2016e.	2017e.	2016e.	2017e.	2016e.	2016e.
Outokumpu	1.425	n.r.	12,36	0,50	0,50	11,1	6,29	-2,5%	0,0%
Thyssen Krupp	10.832	19,9	12,7	0,4	0,4	6,0	5,3	15%	1,10%
<b>Acerinox</b>	<b>2.622</b>	<b>40,8</b>	<b>28,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,4%</b>
Media	4.960	30,3	20,7	0,6	0,6	8,9	7,2	5,3%	1,8%

**Análisis Valoración por Comparables:**

Hemos realizado un análisis de Acerinox mediante el método de comparables. Hemos analizado compañías lo más homogéneas posibles, entre las que hemos seleccionado Outokumpu y ThyssenKrupp.

Según el resultado obtenido, Acerinox cotiza a unos ratios más elevados tanto PER como EV/Ventas. Sin embargo, este hecho podría compensarse con una rentabilidad por dividendo más elevada (4,4% estimado 2016). Además, según nuestras estimaciones, el ROE podría alcanzar el 8% en 2020.

Fuentes: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

Pilar Aranda (analista principal de este informe)      Eva del Barrio    Esther Gutierrez      Belén San José  
 Ramón Forcada      Jesús Amador    Ana de Castro      Ramón Carrasco    Rafael Alonso      Ana Achau

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

## Matriz de sensibilidad: diferentes escenarios

### Diferentes escenarios: Precio Objetivo

		g						
		0,3%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%
Wacc	5,4%	11,7	12,3	12,9	13,7	14,5	15,4	16,4
	5,6%	11,0	11,5	12,1	12,8	13,5	14,3	15,2
	5,9%	10,4	10,9	11,4	12,0	12,6	13,3	14,1
	6,1%	9,8	10,3	10,7	11,2	11,8	12,4	13,1
	6,4%	9,3	9,7	10,1	10,6	11,1	11,6	12,3
	6,6%	8,8	9,2	9,6	10,0	10,4	10,9	11,5
	6,9%	8,4	8,7	9,1	9,4	9,8	10,3	10,8

#### Matriz de sensibilidad:

Recoge los diferentes potenciales. Bajo nuestro escenario central, el Precio Objetivo asciende a 11,2€/acc., considerando un WACC (coste de los recursos) de 6,1% y una tasa de crecimiento (g) de 1%.

En función de los diferentes escenarios el Precio Objetivo podría pasar de 8,4€/acc. en el escenario más adverso, hasta 16,4€/acc. en el mejor escenario posible. Nuestro escenario central es que el precio se situará en torno a 11,2

### Diferentes escenarios: posible potencial

		g						
		0,3%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%
Wacc	5,4%	18,9%	24,9%	31,5%	38,9%	47,1%	56,5%	67,1%
	5,6%	12,0%	17,4%	23,3%	29,8%	37,1%	45,2%	54,5%
	5,9%	5,7%	10,5%	15,8%	21,6%	28,1%	35,3%	43,4%
	6,1%	0,0%	4,3%	9,1%	14,3%	20,0%	26,4%	33,5%
	6,4%	-5,3%	-1,4%	2,9%	7,6%	12,8%	18,4%	24,8%
	6,6%	-10,2%	-6,6%	-2,7%	1,5%	6,2%	11,3%	16,9%
	6,9%	-14,7%	-11,5%	-7,9%	-4,0%	0,2%	4,8%	9,8%

#### Matriz de sensibilidad:

Esta matriz de sensibilidad recoge los diferentes potenciales de rentabilidad que el valor podría ofrecer.

Bajo nuestro escenario central, que contempla un Precio Objetivo de 11,2€/acc. y aplicando una WACC (coste de los recursos) de 6,1% y tasa de crecimiento (g) de 1%, el potencial ascendería a +14%. En el mejor escenario posible el potencial ascendería a +67% y en el peor -15%.

### Análisis de ratios: años pasados y estimaciones futuras

	2010r	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
PER	25,9	n.r.	n.r.	n.r.	15,9	73,1	40,8	28,6	21,8	20,5	19,6
EV/VENTAS	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	8,7	9,8	16,9	16,9	7,4	11,6	9,7	9,1	8,6	8,5	8,4
ROE	6,9%	4,3%	-1,4%	-1,4%	7,9%	2,2%	3,6%	5,2%	6,8%	7,2%	7,6%
PRICE TO BOOK VALUE	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
ROCE	6,8%	6,0%	1,5%	1,5%	8,5%	3,5%	6,7%	6,7%	7,4%	7,5%	7,6%
BPA	0,49	0,30	-0,09	-0,09	0,52	0,16	0,25	0,36	0,47	0,50	0,53
DPA	0,45	0,45	0,43	0,43	0,45	0,45	0,45	0,46	0,48	0,49	0,51
Yield (rentabilidad div.)	3,5%	3,4%	3,7%	4,8%	5,4%	3,8%	4,4%	4,5%	4,6%	4,8%	4,9%

#### Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Eva del Barrio

Esther Gutierrez

Belén San José

Ramón Forcada

Jesús Amador

Ana de Castro

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Ana Achau

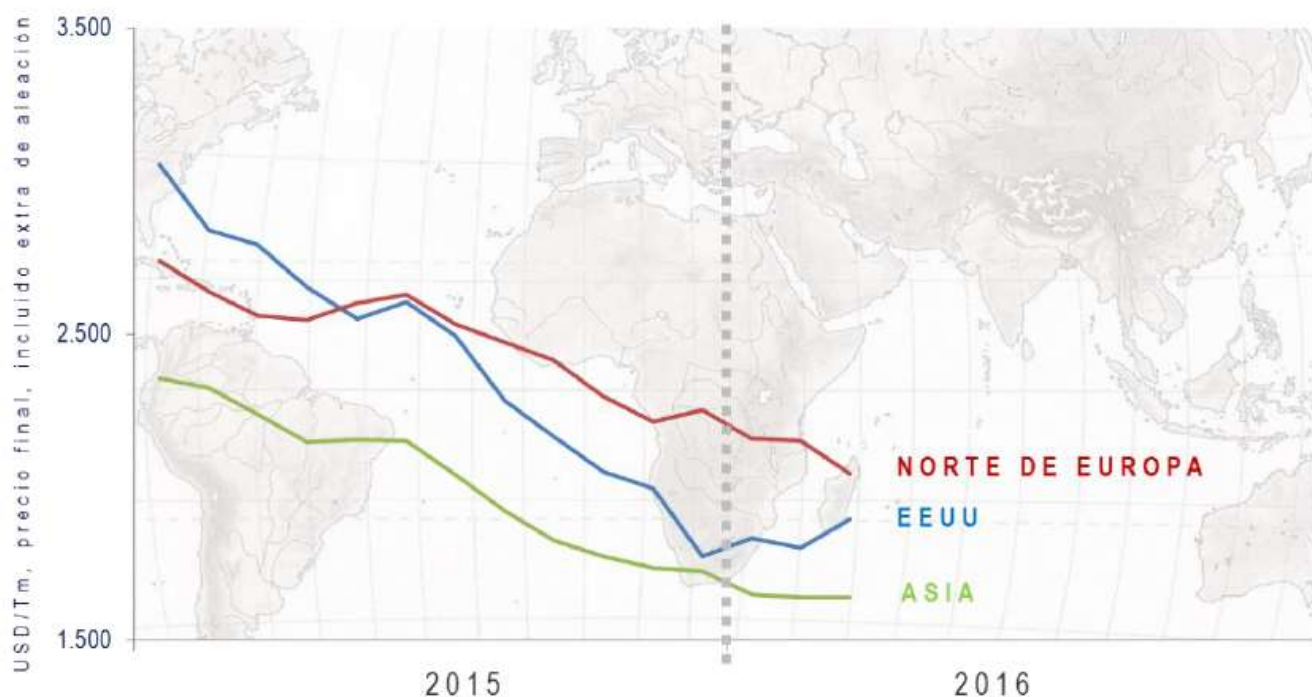
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

## ¿Qué va a ocurrir con el precio del acero?

## Precios de bobina de acero inoxidable I AISI 304 laminada en frío 2,0mm

2015 – marzo 2016



Fuente: Platts

En el primer trimestre del año se produjo una caída generalizada en el precio de las materias primas, en un contexto en el que se redujeron los inventarios de los almacenistas y las importaciones procedentes de Asia mantuvieron una tendencia de aumento generalizado.

En el mapa anterior, proporcionado por la propia compañía y elaborado según información recopilada por Platts, se aprecia una evolución dispar en el precio de la bobina de acero inoxidable a lo largo del primer trimestre. El principal avance se produciría en EE.UU. entre otros motivos porque durante ese periodo se introdujeron dos subidas de precios y una más podría anunciarse en el transcurso del mes de mayo. Los precios en Asia se estabilizaron y en Europa mantuvieron una tendencia de caída.

De cara a los próximos meses las perspectivas son algo más alentadoras, los precios base ya han mejorado en EE.UU., podrían estar recuperándose en Asia, y deberían pronto comenzar a repuntar en Europa, siempre y cuando las importaciones procedentes de Taiwán y Corea no sigan elevándose. Según las previsiones de International Stainless Steel Forum la demanda global de acero inoxidable experimentará un crecimiento de +2,9% en 2016. Además el níquel podría haber tocado fondo y desde el mes de febrero ha comenzado a aumentar. No obstante la incertidumbre en cuanto al precio de las materias primas es todavía muy elevada y podremos vivir momentos de brusca volatilidad.

De cara a los próximos meses es determinante que los organismos pertinentes eleven las medidas *antidumping* en Europa y las introduzcan en EE.UU., a productos de acero procedentes de China, para las cuales podríamos tener algo más de visibilidad a lo largo de este año.

## Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Ana de Castro

Eva del Barrio Esther Gutierrez

Ramón Carrasco Rafael Alonso

Belén San José

Ana Achau

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>