

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: **13,1 €**

Recomendación: **Comprar**

Potencial: 9,5%

Analista: **Aránzazu Cortina**

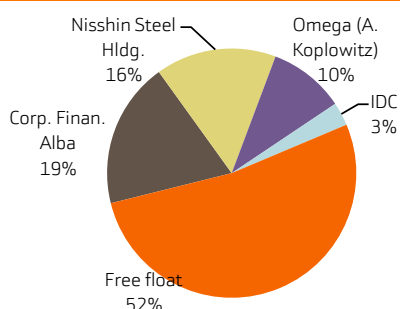
*Expectativa de márgenes al alza y de mejora del entorno comercial*

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.230 M€  
 Último: 11,94 €/acc.  
 Evolución 2021: 32,2%  
 Nº Acciones (M.): 270,5 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 6,0/12,20 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

**Mantenemos la recomendación de Comprar. P. Obj: 13,1€/acc.** Los resultados del 1T21 han puesto de manifiesto: (i) Inoxidable mejora del margen EBITDA por encima de lo esperado; (ii) VDM se acelera la entrada de pedidos, que debería trasladarse a resultados en el 2S21; (iii) generación de caja operativa (+23M€) en un trimestre de crecimiento de actividad y, por tanto, mayor consumo de circulante.

### Accionariado



**Las guías apuntan a una mejora del EBITDA 2T21 vs 1T21**, que ya era el mayor en dos años. **Mientras, el entorno comercial mejora** ante la recuperación de la demanda y menor presión de las importaciones (aunque todavía elevada) en Europa, tanto por medidas antidumping (ya implantadas y propuestas), como por el aumento de los costes de transporte y la eliminación en China de los reembolsos fiscales a las exportaciones.

**:: Resultados 1T21 mejores de lo esperado en márgenes y deuda:** Las principales cifras comparadas con el consenso de la compañía: Ingresos 1.441M€ (+24,3% a/a) vs. 1.357M€ estimado; EBITDA 161M€ (+89,4% a/a) vs. 144M€ estimado, BNA 78M€ (+177%) vs 63M€ estimado con una generación de caja operativa de 23M€ en el trimestre. **Por negocios:**

Ppales cifras y ratios	2020	2021e	2022e	TAMI <sup>(1)</sup>
Ingresos	4.668	5.700	5.900	12,4%
EBITDA	383	611	584	23,5%
Margen Ebitda	8,2%	10,7%	9,9%	
EBIT	163	431	404	
Margen Ebit	3,5%	7,6%	6,9%	
BAI	132	404	366	66,8%
BNA	49	288	262	-
BPA (€/acc.)	0,18	1,06	0,97	-
DPA (€/acc.)	0,50	0,50	0,50	0,0%
Rentab. Dividendo <sup>(2)</sup>	4,2%	4,2%	4,2%	
DFN <sup>(3)</sup>	772	696	607	-11,3%
Deuda/Ebitda	2,0x	1,1x	1,0x	
ROE	2,8%	17,5%	14,6%	
PER	65,9x	11,2x	12,3x	
P/Vc	2,0x	1,8x	1,7x	
EV/EBITDA	11,0x	6,8x	6,9x	

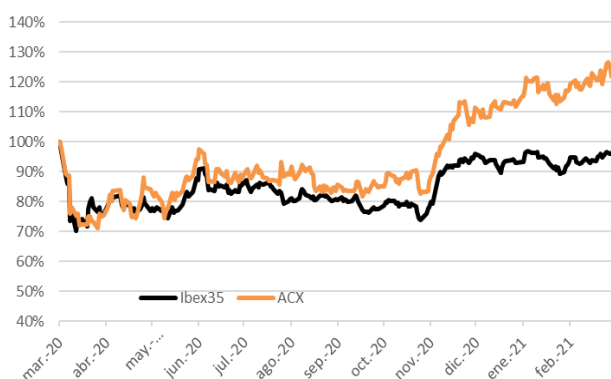
**(1) Inoxidable** mejora respecto al 4T20 (que ya supuso el mayor EBITDA en 2 años) en +31% t/t con un margen EBITDA del 11,9% vs 10,9% del 4T20; (2) En VDM (margen 6%) mejora la cartera de pedidos, que debería trasladarse en mayores entregas a partir de junio. La compañía observa que **la mejora en el negocio de proyectos se aceleró en marzo y abril**. El **Flujo de Caja Operativo +23M€** en el trimestre, a pesar de que el aumento de actividad generó un aumento de circulante (-153M€). La deuda neta se redujo hasta 756M€ desde 772M€ en el dic-20 (vs 788M€ est.).

**:: Perspectivas positivas: (1) Las guías de la compañía apuntan a un EBITDA 2T21 superior al 1T21.** La cartera de pedidos supera en un 40% la de mar-19 (y 80% a la de mar-20). Buena marcha de los sectores relacionados con bienes de consumo y la situación de inventarios. Además, respecto a VDM, la "fuerte entrada de pedidos" hace prever una recuperación a partir del mes de junio. **(2) Desde un punto de vista comercial**, varios factores están contribuyendo a una **menor presión de las importaciones en Europa**, por una parte el aumento de los costes de transporte y por otra medidas *antidumping* en laminado en caliente contra China, Indonesia y Taiwan. Además a finales de abril se anunció el resultado preliminar de medidas *antidumping* para laminado en frío de Indonesia e India. Las medidas provisionales se esperan para el 28 de mayo y las definitivas para final de año. Por otra parte, China ha eliminado las devoluciones fiscales del 13% a sus exportaciones.

(2) Rentab sobre última cotización.

(3) DFN de balance

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



**:: Revisamos estimaciones:** al alza en Ingresos (+5,1% en 2021 y +4,6% en los siguientes años) y unos márgenes EBITDA algo superiores a lo esperado sobre todo en 2021 al 10,6% (vs 9,6% anterior) y 2022e al 9,9% (vs 9,5%) y +30pb en 2023e y +20pb 2024e y +10pb en 2025e.

**:: Mantenemos recomendación de Comprar. P. Obj: 13,1€/acc. (desde 11,30€/acc. ant.):** Nuestra valoración sobre las estimaciones revisadas supone un PER implícito de 12,3x 2021e y EV/EBITDA de 7,6x. Mantenemos nuestra opinión favorable, ante la recuperación de la demanda, tanto del negocio de Inoxidable como de Aleaciones de alto rendimiento, con un entorno de precios del níquel al alza (+37% a/a en promedio de lo que llevamos del 2T21) y la menor presión de las importaciones en Europa.

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

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

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

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25e
Ingresos	5.011	4.754	4.668	5.700	5.900	5.988	6.018	6.018	5,2%
Costes	-4.531	-4.390	-4.285	-5.089	-5.315	-5.412	-5.485	-5.503	
<b>EBITDA</b>	<b>480</b>	<b>363</b>	<b>383</b>	<b>611</b>	<b>584</b>	<b>576</b>	<b>533</b>	<b>515</b>	6,1%
Margen EBITDA	9,6%	7,6%	8,2%	10,7%	9,9%	9,6%	8,9%	8,6%	
<b>EBIT</b>	<b>312</b>	<b>23</b>	<b>163</b>	<b>431</b>	<b>404</b>	<b>396</b>	<b>353</b>	<b>335</b>	15,5%
Margen EBIT	6,2%	0,5%	3,5%	7,6%	6,9%	6,6%	5,9%	5,6%	
BAI	310	23	132	404	366	360	319	302	18,1%
<b>BNA</b>	<b>237</b>	<b>-60</b>	<b>49</b>	<b>288</b>	<b>262</b>	<b>258</b>	<b>229</b>	<b>218</b>	
BPA	0,86	-0,22	0,18	1,06	0,97	0,95	0,85	0,80	n.s.

Resumen Balance	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25e
Inmovilizado	2.134	1.933	2.070	1.995	1.995	1.995	1.995	1.995	
Existencias	1.019	1.016	1.182	1.246	1.280	1.266	1.273	1.272	
Clientes	578	523	507	684	708	734	737	737	
Otros deudores	27	47	57	57	57	57	57	57	
Tesorería	850	877	917	979	1.053	1.159	1.217	1.277	
<b>Total Activo</b>	<b>4.608</b>	<b>4.397</b>	<b>4.734</b>	<b>4.961</b>	<b>5.093</b>	<b>5.210</b>	<b>5.279</b>	<b>5.338</b>	2,4%
Patrimonio Neto	2.119	1.929	1.615	1.759	1.876	1.990	2.074	2.148	
Otros Pasivos	226	238	442	442	442	442	442	442	
Acreeedores	860	858	988	1.085	1.115	1.136	1.142	1.141	
Deuda Financiera	1.402	1.372	1.689	1.675	1.660	1.643	1.621	1.608	
<b>Total Pasivo</b>	<b>4.608</b>	<b>4.397</b>	<b>4.734</b>	<b>4.961</b>	<b>5.093</b>	<b>5.210</b>	<b>5.279</b>	<b>5.338</b>	2,4%

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

	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
<b>+EBIT</b>	<b>404</b>	<b>396</b>	<b>353</b>	<b>335</b>	
- Impuestos s/ B° Operativo	(125)	(123)	(109)	(104)	
<b>+NOPAT</b>	<b>279</b>	<b>273</b>	<b>244</b>	<b>231</b>	
+Amortizaciones	180	180	180	180	
- Inversión en circulante	(28)	9	(4)	0	
- Inversión en activo fijo	(180)	(180)	(180)	(180)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>251</b>	<b>283</b>	<b>239</b>	<b>231</b>	<b>4.829</b>

EV	4.620	WACC 6,5%	PER'21e implícito	12,3 x
- DFN total <sup>(1)</sup>	(900)	g 1,6%	EV/EBITDA'21e implícito	7,6 x
- Prov. Y otros	(148)	Nº acciones (M) 270,5		
- Minoritarios	(34)			

Valor de los Fondos Propios

3.538

Precio objetivo 13,1 €/acción

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

(1) la DFN total incluye factoring

## Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		0,80%	1,00%	1,20%	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%	2,20%	2,40%
Coste	5,5%	14,2	14,9	15,6	16,5	17,4	18,4	19,6	20,9	22,3
medio	5,7%	13,3	13,9	14,6	15,3	16,1	17,0	18,0	19,1	20,4
de los	6,0%	12,5	13,0	13,6	14,3	15,0	15,8	16,7	17,6	18,7
Recursos	6,2%	11,7	12,2	12,8	13,3	14,0	14,7	15,4	16,3	17,2
(WACC)	6,5%	11,0	11,5	12,0	12,5	13,1	13,7	14,4	15,1	15,9
	6,7%	10,4	10,8	11,3	11,7	12,3	12,8	13,4	14,1	14,8
	7,0%	9,8	10,2	10,6	11,0	11,5	12,0	12,6	13,2	13,8
	7,2%	9,3	9,6	10,0	10,4	10,8	11,3	11,8	12,3	12,9
	7,5%	8,8	9,1	9,5	9,8	10,2	10,6	11,1	11,6	12,1

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

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

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Susana André - Portugal, Assistant
Eduardo Cabero - Seguros	

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