

Sector: *Industrial*

Acerinox

Precio Objetivo: 9,0 €

Recomendación: Comprar

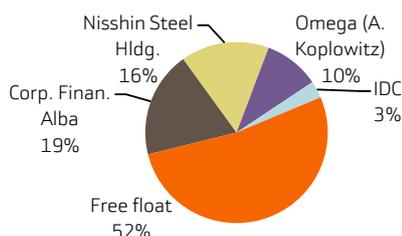
Analista: Aránzazu Cortina

*2T20 mejor de lo esperado, a pesar del entorno.
Control de costes y gestión de circulante.*

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.062 M€
Último: 7,62 €/acc.
Nº Acciones (M.): 270,5 M acc.
Min / Max (52 sem): 5,8/10,1 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

Accionariado



Ppales cifras y ratios	2019r	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	4.754	4.500	5.409	6,7%
EBITDA	363	317	449	11,1%
Margen Ebitda	7,6%	7,0%	8,3%	
EBIT	23	84	255	
Margen Ebit	0,5%	1,9%	4,7%	
BAI	23	66	231	216,6%
BNA	-60	32	168	-
BPA (€/acc.)	-0,22	0,12	0,62	-
DPA (€/acc.)	0,50	0,50	0,50	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	6,6%	6,6%	6,6%	
DFN ⁽³⁾	495	854	843	30,6%
Deuda/Ebitda	1,4x	2,7x	1,9x	
ROE	-3,0%	1,8%	9,4%	
PER	-34,6x	63,5x	12,3x	
PVC	1,1x	1,1x	1,1x	
EV/Ventas	0,6x	0,7x	0,6x	
EV/EBITDA	7,5x	9,7x	6,8x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2019/21E). Incorpora VDM, 03/20

(2) Rentab sobre última cotización.

(3) DFN de balance

(M€)	2T19	2T20	Var.(%)	Cons* 2T20
Ingresos	1.240	1.172	-5,5%	1.012
EBITDA	97	80	-17,5%	59
Mrg. %	7,8%	6,8%		5,8%
BNA	37	-26	-170,3%	4
DFN	642	872	35,8%	n.d.

* Consenso Bloomberg

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

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

Revisamos nuestra recomendación a Comprar (desde Neutral) y nuestro P. Obj. a 9,00€/acc. (desde 7,70€/acc.). Los resultados del 2T20 han mostrado la capacidad de generación de caja operativa de la compañía, a pesar de un entorno muy complejo, gracias a la contención de costes y la buena gestión del circulante. La posición de liquidez es elevada 1.734M€ (vs Deuda Bruta de 1.972M€). La compañía espera un 3T20 similar en EBITDA al 2T20, con signos de reactivación del mercado de acero inoxidable en Europa. Nuestra valoración implica un EV/EBITDA implícito 2021 7,8x.

:: 2T20 operativo mejor de lo esperado, a pesar del entorno, gracias al control de costes y gestión de circulante. Primer trimestre de VDM Metals. Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg para el 2T20: Ingresos 1.172M€ (-5,5% a/a) vs. 1.012M€ estimado; EBITDA 80M€ (-17,5% a/a) vs. 59M€ estimado, BNA -26M€ (vs 37M€ en 2T19) vs 4M€ estimado. El resultado incorpora varios ajustes de valor -20M€ en Inventarios y -43M€ de ajuste de valoración de los activos de su filial en Asia Bahru. Además, la integración de VDM, cuyas cifras (de marzo a junio) se incorporan por primera vez este trimestre, supusieron costes extraordinarios de -14M€. El EBITDA ajustado por este coste extraordinario habría alcanzado 94M€, lo que hubiera supuesto un -2% a/a y un margen del 8% vs 6,8% reportado.

El conjunto del Grupo generó un Flujo de caja operativo positivo (antes de inversiones) de +111M€ en el 2T20, gracias a: (1) la gestión de circulante (descenso de Inventarios, acreedores y deudores); y (2) la contención de costes. En términos homogéneos (ex-VDM) los costes operativos bajaron -24% vs 1T20 y los de personal -11%, lo que permitió que el descenso de Ventas en Acero Inoxidable -23% vs 1T20, se trasladase en un -16% en EBITDA (ajustado por los 14M€).

:: La DFN 872M€ (+18M€ en el trim). Elevada liquidez 1.734M€. La Deuda Financiera Neta aumentó en +18M€ en el trimestre, a pesar de la generación de caja, debido a la incorporación de +85M€ de deuda de VDM. La DFN/EBITDA (-12M) se sitúa en 2,5x. La liquidez disponible actualmente de 1.734M€ (1.110M€ caja y el resto líneas de crédito) cubriría los vencimientos de deuda hasta 2029 (1.575M€).

:: Perspectivas 3T20 similar al 2T20 en Ventas y EBITDA. Aunque el entorno sigue siendo muy complejo, las expectativas de la compañía para el 3T20 apuntan a un nivel similar de actividad y EBITDA al 2T20, siempre que no se produzca un retroceso en la recuperación de la economía. Esperan más contribución de Acero Inoxidable vs VDM, ante los síntomas de reactivación del mercado de Acero Inoxidable en Europa y mejor comportamiento relativo de su principal mercado EE.UU. En Asia sigue el exceso de producción y presión en precios.

:: Revisamos la recomendación a Comprar (desde Neutral). P.Obj: 9€/acc. (desde 7,7€/acc). Revisamos al alza nuestras estimaciones de Ventas, +7% para 2020E y cerca del 3% en los siguientes y el EBITDA hasta 317M€ (en +9,4%) en 2020E y cerca del 6% en los siguientes, situándose en 449M€ en 2021E. Nuestra valoración por descuento de Flujos de caja asciende a 9€/acc. (desde 7,70€/acc. ant.). Esta valoración supondría alcanzar un múltiplo de 14,5x PER 2021E y 7,8x EV/EBITDA 2021E.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Ingresos	5.011	4.754	4.500	5.409	5.598	5.738	5.795	5.795	3,4%
Costes	-4.531	-4.390	-4.183	-4.960	-5.099	-5.236	-5.300	-5.307	
EBITDA	480	363	317	449	499	502	496	488	5,0%
Margen EBITDA	9,6%	7,6%	7,0%	8,3%	8,9%	8,8%	8,6%	8,4%	
EBIT	312	23	84	255	305	308	302	294	53,3%
Margen EBIT	6,2%	0,5%	1,9%	4,7%	5,5%	5,4%	5,2%	5,1%	
BAI	310	23	66	231	282	285	280	274	51,0%
BNA	237	-60	32	168	197	199	196	192	
BPA	0,86	-0,22	0,12	0,62	0,73	0,74	0,72	0,71	n.s.

Resumen Balance	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Inmovilizado	2.134	1.933	2.090	2.090	2.090	2.090	2.090	2.090	
Existencias	1.019	1.016	1.011	1.134	1.166	1.213	1.226	1.225	
Clientes	578	523	585	636	672	703	710	710	
Otros deudores	27	47	47	47	47	47	47	47	
Tesorería	850	877	841	843	852	872	899	931	
Total Activo	4.608	4.397	4.575	4.750	4.827	4.926	4.973	5.003	2,2%
Patrimonio Neto	2.119	1.929	1.819	1.844	1.903	1.964	2.022	2.076	
Otros Pasivos	226	238	238	238	238	238	238	238	
Acreedores	860	858	821	982	1.009	1.060	1.072	1.070	
Deuda Financiera	1.402	1.372	1.696	1.686	1.676	1.663	1.641	1.620	
Total Pasivo	4.608	4.397	4.575	4.750	4.827	4.926	4.973	5.003	2,2%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
+EBIT	255	305	308	302	294	
- Impuestos s/ B° Operativo	(79)	(95)	(96)	(94)	(91)	
+NOPAT	176	211	213	208	203	
+Amortizaciones	194	194	194	194	194	
- Inversión en circulante	(14)	(40)	(28)	(9)	0	
- Inversión en activo fijo	(194)	(194)	(194)	(194)	(194)	
Flujo de Caja Libre	162	170	185	200	203	3.850
EV	3.498	WACC 7,0%	PER'21e implícito	14,5 x		
-DFN total ⁽¹⁾	(1.009)	g 1,6%	EV/EBITDA'21e implícito	7,8 x		
-Minoritarios	(50)	Nº acciones (M) 270,5				
Valor de los Fondos Propios	2.440					
Precio objetivo	9,0 €/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								
		0,80%	1,00%	1,20%	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%	2,20%	2,40%
Coste	6,0%	9,9	10,4	10,9	11,4	12,0	12,7	13,4	14,2	15,1
medio	6,2%	9,3	9,7	10,1	10,6	11,2	11,7	12,4	13,1	13,8
de los	6,5%	8,7	9,0	9,5	9,9	10,4	10,9	11,4	12,1	12,7
Recursos	6,7%	8,1	8,5	8,8	9,2	9,7	10,1	10,6	11,2	11,8
(WACC)	7,0%	7,6	7,9	8,3	8,6	9,0	9,4	9,9	10,4	10,9
	7,2%	7,2	7,5	7,8	8,1	8,4	8,8	9,2	9,6	10,1
	7,5%	6,7	7,0	7,3	7,6	7,9	8,2	8,6	9,0	9,4
	7,7%	6,4	6,6	6,8	7,1	7,4	7,7	8,0	8,4	8,8
	8,0%	6,0	6,2	6,4	6,7	7,0	7,2	7,5	7,9	8,2

Fuente: Propia compañía, Bloomberg 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

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

NOTAS DE COMPANIAS

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	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	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