

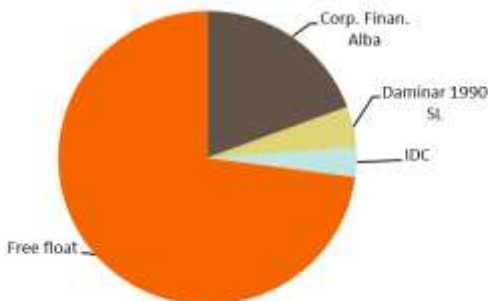
Sector: **Industrial**

*Persisten las incertidumbres sobre la demanda, especialmente en Europa*

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.362 M€  
 Precio (cierre mercado 01/08/2023) 9,47 €/acc.  
 Evolución 2023: 2,5%  
 Nº Acciones (M.): 249,3 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 8,0/10,40 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

### Accionariado



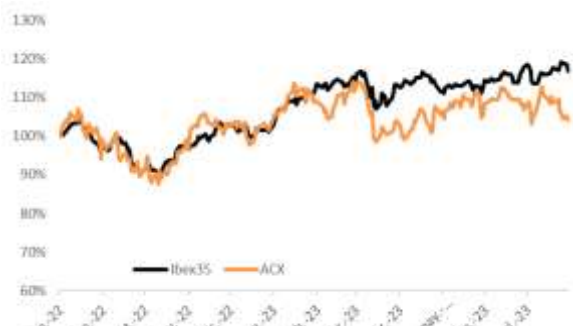
Ppales cifras y ratios	2022	2023e	2024e	TAMI <sup>(1)</sup>
Ingresos	8.688	6.557	6.500	15,6%
EBITDA	1.273	766	644	40,6%
Margen Ebitda	14,6%	11,7%	9,9%	
EBIT	876	572	450	
Margen Ebit	10,1%	8,7%	6,9%	
BAI	831	526	410	42,4%
BNA	556	382	292	-
BPA (€/acc.)	2,14	1,53	1,17	-
DPA (€/acc.)	0,60	0,60	0,60	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	6,3%	6,3%	6,3%	
DFN <sup>(3)</sup>	440	310	124	-
Deuda/Ebitda	0,3x	0,4x	0,2x	
ROE	22,5%	14,1%	10,3%	
PER	4,4x	6,2x	8,1x	
P/V	0,9x	0,8x	0,8x	
EV/EBITDA	2,4x	3,8x	4,2x	

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

(2) Rentab sobre última cotización.

(3) DFN de balance

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

Todos nuestros i <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

# Acerinox

Precio Objetivo: 11,0 €

Neutral

Potencial: 15,9%

Analista: Aránzazu Cortina

Mantenemos recomendación Neutral, pero revisamos el P. Obj: 11,0€/acc dic-24 (vs 10,9 €/acc. dic-23) tras los resultados de 1S23. Se cumplió el objetivo de EBITDA ante la buena evolución de la división de Aleaciones de Alto Rendimiento (VDM) y el mercado de Acero Inoxidable en EE.UU. frente a la debilidad de la actividad Inoxidable en Europa.

Hemos revisado al alza ligeramente el endeudamiento esperado (0,4x EBITDA 2023e y 0,2x 2024e), pero sigue siendo muy limitado. Los inventarios parecen más normalizados en todas las áreas, si bien, sigue existiendo incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda (p.e. PMI Manufacturas están zona de contracción, especialmente en Europa). Mantenemos unas hipótesis conservadoras; nuestra valoración supone un EV/EBITDA implícito de 5,2x (vs media histórica en torno a 6x).

**:: 2T 2023 cumplió objetivo de EBITDA, ante la recuperación en márgenes especialmente de VDM y buena evolución del mercado americano.** Las principales cifras comparadas con el consenso de la compañía para el 2T23: Ingresos 1.740M€ (-31% a/a; -2% t/t) vs. 1.812M€ estimado; EBITDA 236M€ (-54,8% a/a; +4,4% t/t) vs. 237M€ estimado, con un margen EBITDA del 13,6% para el grupo (14% en Acero Inoxidable + 90pb y +12,1% en Aleaciones de alto rendimiento +263 pb). El BNA ascendió a +142M€ (vs +266M€ en 1T 2022) vs +135M€ estimado. **El EBITDA del 1T 2023 incluyó un ajuste de valor de inventarios de 82M€ y el 2T 2023 por 96M€**, especialmente por inoxidable en Europa. El 1S 2023 compara con un 1S 2022 que marcó niveles récord de EBITDA. Este escenario cambió en la segunda mitad de 2022 ante el fuerte incremento de los precios de la energía (margen EBITDA del 29,6% en 1S22, 8,6% en el 2S22 y 13,1% 1S 2023).

**:: Deuda al alza en el 1S 2023 vs moderación esperada:** La deuda neta aumentó hasta 721M€ (desde 605M€ al cierre del 1T2023 y vs 564M€ estimado). **Supone 0,9x EBITDA (12M)** frente 0,56x DFN/EBITDA a marzo. **Sigue siendo un nivel de apalancamiento limitado**, pero por el momento no ha generado caja operativa en el primer semestre, ante el aumento de consumo de circulante en particular por la actividad VDM. **La compañía espera una reducción del circulante en próximos trimestres.**

**:: Guías para 3T 2023: EBITDA inferior al 2T 2023, pero una reducción del capital circulante. Entorno con incertidumbres y debilidad de demanda en Acero Inoxidable.** En Aleaciones de Alto Rendimiento la demanda sigue sólida. Además el tercer trimestre suele tener estacionalidad, especialmente en el verano europeo.

**:: Revisamos nuestras estimaciones** hacia menores Ingresos 2023 y 2024 (-8% y -4% respectivamente), pero mejora el margen EBITDA (11,7% en 2023 y 9,9% en 2024, vs 9% y 9,3% respectivamente ant.). Por otra parte revisamos al alza las previsiones de deuda neta (a 310M€), 0,4x DFN/EBITDA 2023e (vs 0,2 estimado anteriormente), aunque sigue limitada para una compañía cíclica.

**:: Reiteramos la recomendación Neutral ante la incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda, aunque revisamos P. Obj: 11,0€/acc. dic-24** (desde 10,90€/acc. dic-23). La normalización de los niveles de inventarios es una buena noticia, pero **la incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda se mantiene**, como muestran unos PMIs de Manufacturas todavía en zona de contracción especialmente en Europa. Por el momento, los precios del níquel se han mantenido a la baja. **Mantenemos hipótesis conservadoras** (WACC 9,4% -0,2pp, por menor tipo a 2024e). **Nuestra valoración supone un múltiplo de 5,2x EV/EBITDA 2024e** (vs media histórica en torno a 6x).

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

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

## Nota Compañía

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'22/28e
<b>Ingresos</b>	<b>6.706</b>	<b>8.688</b>	<b>6.557</b>	<b>6.500</b>	<b>6.576</b>	<b>6.597</b>	<b>6.638</b>	<b>6.634</b>	-4,4%
Costes	-5.717	-7.416	-5.791	-5.856	-5.977	-6.003	-6.041	-6.037	
<b>EBITDA</b>	<b>989</b>	<b>1.273</b>	<b>766</b>	<b>644</b>	<b>598</b>	<b>594</b>	<b>597</b>	<b>597</b>	-11,9%
Margen EBITDA	14,7%	14,6%	11,7%	9,9%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	
<b>EBIT</b>	<b>810</b>	<b>876</b>	<b>572</b>	<b>450</b>	<b>403</b>	<b>399</b>	<b>402</b>	<b>402</b>	-12,2%
Margen EBIT	12,1%	10,1%	8,7%	6,9%	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	
BAI	766	831	526	410	373	371	378	381	-12,2%
<b>BNA</b>	<b>572</b>	<b>556</b>	<b>382</b>	<b>292</b>	<b>264</b>	<b>263</b>	<b>269</b>	<b>271</b>	
BPA	2,11	2,14	1,53	1,17	1,06	1,06	1,08	1,09	-10,7%

Resumen Balance	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'22/28e
Inmovilizado	2.067	1.902	1.918	1.934	1.949	1.955	1.955	1.955	
Existencias	1.777	2.156	1.819	1.805	1.823	1.829	1.841	1.839	
Clientes	840	638	852	813	822	825	830	829	
Otros deudores	26	74	74	74	74	74	74	74	
Tesorería	1.275	1.548	1.649	1.813	1.895	2.011	2.133	2.269	
<b>Total Activo</b>	<b>5.984</b>	<b>6.318</b>	<b>6.313</b>	<b>6.439</b>	<b>6.564</b>	<b>6.694</b>	<b>6.833</b>	<b>6.967</b>	1,6%
Patrimonio Neto	2.215	2.548	2.787	2.942	3.070	3.197	3.329	3.464	
Otros Pasivos	470	600	600	600	600	600	600	600	
Acreeedores	1.447	1.181	967	960	969	973	979	978	
Deuda Financiera	1.853	1.989	1.959	1.936	1.924	1.924	1.924	1.925	
<b>Total Pasivo</b>	<b>5.984</b>	<b>6.318</b>	<b>6.313</b>	<b>6.439</b>	<b>6.564</b>	<b>6.694</b>	<b>6.833</b>	<b>6.967</b>	1,6%

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

	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor R
<b>+EBIT</b>	<b>403</b>	<b>399</b>	<b>402</b>	<b>402</b>	
- Impuestos s/ B° Operativo	(103)	(102)	(103)	(103)	
<b>+NOPAT</b>	<b>300</b>	<b>297</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	
+Amortizaciones	195	195	195	195	
- Inversión en circulante	(18)	(5)	(10)	1	
- Inversión en activo fijo	(210)	(201)	(195)	(195)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>267</b>	<b>286</b>	<b>289</b>	<b>301</b>	<b>3.461</b>

<b>EV</b>	<b>3.324</b>	WACC 9,4%	PER'24e implícito	9,4 x
- DFN total <sup>(1)</sup>	(328)	g 0,7%	EV/EBITDA'24e implícito	5,2 x
- Prov. Y otros	(159)	Nº acciones (M) 249,3		
- Minoritarios	(100)			
<b>Valor de los Fondos Propios</b>	<b>2.738</b>			
<b>Precio objetivo</b>	<b>11,0 €/acción</b>			

(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>8,4%</b>	13,2	13,4	12,1	12,4	12,7	13,0	13,4	13,7	14,1
<b>medio</b>	<b>8,7%</b>	12,7	12,9	11,7	12,0	12,2	12,5	12,9	13,2	13,5
<b>de los</b>	<b>8,9%</b>	12,2	12,4	11,3	11,5	11,8	12,1	12,4	12,7	13,0
<b>Recursos</b>	<b>9,2%</b>	11,8	11,9	10,9	11,1	11,4	11,6	11,9	12,2	12,5
<b>(WACC)</b>	<b>9,4%</b>	11,4	11,5	10,5	10,7	<b>11,0</b>	11,2	11,5	11,8	12,0
	<b>9,7%</b>	11,0	11,1	10,2	10,4	10,6	10,8	11,1	11,3	11,6
	<b>9,9%</b>	10,6	10,7	9,8	10,0	10,3	10,5	10,7	10,9	11,2
	<b>10,2%</b>	10,2	10,3	9,5	9,7	9,9	10,1	10,3	10,6	10,8
	<b>10,4%</b>	9,9	10,0	9,2	9,4	9,6	9,8	10,0	10,2	10,4

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.)
12/05/2021	Comprar	13,1
09/08/2021	Comprar	14,5
05/11/2021	Comprar	14,0
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

## 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	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros
Carlos Pellicer - Analista	Pedro Ribeiro - Analista

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