

Sector: *Industrial*

Acerinox

Precio Objetivo: 14,5 €

Recomendación: Comprar

Potencial: 29,7%

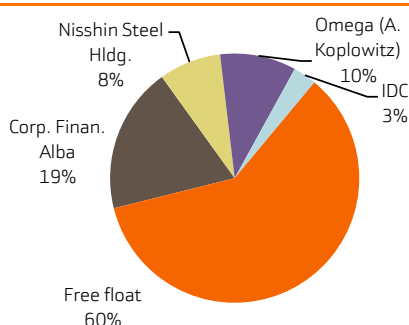
Analista: Aránzazu Cortina

2T 2021 supera las estimaciones. Sólidas perspectivas fundamentales

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.034 M€
 Último: 11,22 €/acc.
 Evolución 2021: 24,1%
 N° Acciones (M.): 270,5 M acc.
 Min / Max (52 sem): 6,6/12,20 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

Accionariado

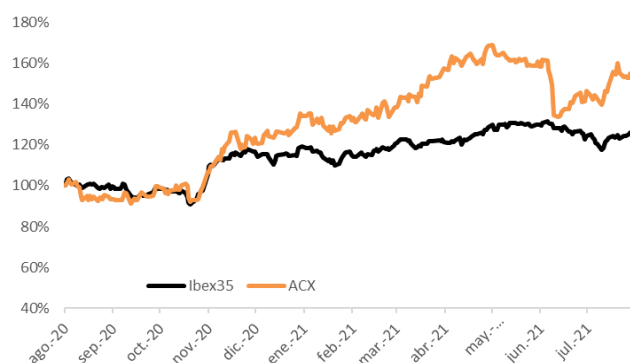


Ppales cifras y ratios	2020	2021e	2022e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	4.668	6.153	6.260	15,8%
EBITDA	383	766	743	39,3%
Margen Ebitda	8,2%	12,5%	11,9%	
EBIT	163	586	563	
Margen Ebit	3,5%	9,5%	9,0%	
BAI	132	561	531	100,8%
BNA	49	397	376	-
BPA (€/acc.)	0,18	1,47	1,39	-
DPA (€/acc.)	0,50	0,50	0,50	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	4,5%	4,5%	4,5%	
DFN ⁽³⁾	772	655	439	-24,6%
Deuda/Ebitda	2,0x	0,9x	0,6x	
ROE	2,8%	23,3%	19,2%	
PER	61,9x	7,7x	8,1x	
P/VC	1,9x	1,6x	1,4x	
EV/EBITDA	10,5x	5,1x	4,9x	

(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 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.

Reiteramos recomendación de Comprar P.Obj: 14,5€/acc (dic-22). Nuestra valoración supondría un PER 2022e de 10,5x. Los resultados del 2T 2021 superaron las expectativas, con el EBITDA más fuerte desde 2007, lo que nos condujo a revisar nuestras estimaciones. El margen EBITDA se elevó hasta 13,4%, con mejora en Acero Inoxidable (14,1%) y en Aleaciones especiales (8%). La DFN se elevó a 838M€, si bien, la compañía generó Flujo de Caja Operativo positivo.

Los fundamentales siguen siendo positivos apoyados: (1) inventarios en Acero Inoxidable por debajo de la media de los últimos años (2) mejora la visibilidad en pedidos de Aleaciones especiales; (3) el entorno comercial en Europa se mantiene más equilibrado (tanto por medidas de salvaguarda y *antidumping*, como por el fomento en China de su mercado local). El *guidance* de la compañía apunta a un EBITDA mejor en el 3T 2021 en ambas divisiones.

:: 2T 2021 el mejor EBITDA desde 2007: Principales cifras comparadas con el consenso de la compañía para el 2T21: Ingresos 1.625M€ (+31% vs 2T 2019; +15% ex VDM) vs. 1.558M€ estimado; EBITDA 217M€ (+124% vs 2T 2019; +107% ex VDM) vs. 184M€ estimado, BNA 125M€ (vs +37M€ en 2T 2019) vs 96M€ estimado. El margen EBITDA se eleva al 13,4% (vs 11,2% del 1T 2021). La mejora se produce en ambos negocios, Acero Inoxidable mejora al 14,1% (desde 11,9% en 1T 2021) y VDM (división de aleaciones especiales) al 8% (desde 6% en 1T 2021).

:: Flujo de Caja Operativo positivo (+84M€), a pesar del incremento de circulante derivado del aumento de la actividad. La deuda neta se eleva a 838M€ vs 756M€ en el mar-21 (-4% a/a, pero vs 813,7M€ est.), aunque cabe mencionar la distribución este trimestre del dividendo anual (-135M€).

:: *Guidance*: EBITDA del 3T 2021 que supere al trimestre anterior (el mejor desde 2007), con mejoras esperadas tanto en Acero Inoxidable como en Aleaciones de Alto Rendimiento, ante la buena evolución de la demanda y mayor visibilidad de los Pedidos. En términos de deuda, estiman que la generación de caja del trimestre permita volver a reducir la deuda financiera neta.

:: Revisamos al alza nuestras estimaciones de Ingresos y márgenes, especialmente para 2021 y 2022: Proyectamos un margen EBITDA del 12,5% para 2021e y 11,9% para 2022e (desde 10,7% y 9,9% estimado anteriormente). Para 2023e proyectamos 10,5% (vs 9,6% ant.) y mantenemos nuestra estimación de margen en años posteriores e introducimos 2026e con 8,6%.

:: Recomendación Comprar. P. Obj: 14,5€/acc. (dic-22) (desde 13,10€/acc. ant.): Nuestra valoración supondría un PER implícito de 10,5x 2022e y EV/EBITDA de 6,4x. Nippon Steel mantiene un 7,9% del capital, lo que puede limitar parcialmente la evolución del valor, tras la venta de un importe similar (a 10,20€/acc.). Nippon Steel tiene un periodo de *lock up* de 90 días (mediados de septiembre). A pesar de ello, las perspectivas fundamentales siguen siendo sólidas y se apoyan en: (1) inventarios en acero inoxidable por debajo de la media de los últimos años (a lo que se une el reciente anuncio de subida de precios en América desde el 1 de agosto); (2) mayor visibilidad en Pedidos de Aleaciones especiales; y (3) un entorno comercial más equilibrado en Europa (tanto por medidas de salvaguarda adoptadas por la Comisión Europea, las medidas *antidumping* para materiales planos en caliente de China, Indonesia y Taiwan y las provisionales en frío de India e Indonesia; como por el lado de China con medidas para fomentar su mercado local, como la supresión de la ayuda del 13% a la exportación).

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20/26e
Ingresos	4.754	4.668	6.153	6.260	6.237	6.155	6.062	6.062	4,5%
Costes	-4.390	-4.285	-5.387	-5.517	-5.582	-5.609	-5.543	-5.543	
EBITDA	363	383	766	743	655	546	519	519	5,2%
<i>Margen EBITDA</i>	7,6%	8,2%	12,5%	11,9%	10,5%	8,9%	8,6%	8,6%	
EBIT	23	163	586	563	475	366	339	339	13,0%
<i>Margen EBIT</i>	0,5%	3,5%	9,5%	9,0%	7,6%	5,9%	5,6%	5,6%	
BAI	23	132	561	531	446	339	315	316	15,7%
BNA	-60	49	397	376	317	243	226	227	
BPA	-0,22	0,18	1,47	1,39	1,17	0,90	0,84	0,84	n.s.

Resumen Balance	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20/26e
Inmovilizado	1.933	2.070	1.995	1.995	1.995	1.995	1.995	1.995	
Existencias	1.016	1.182	1.345	1.358	1.319	1.302	1.281	1.281	
Clientes	523	507	738	751	764	754	743	743	
Otros deudores	47	57	57	57	57	57	57	57	
Tesorería	877	917	1.020	1.221	1.403	1.491	1.574	1.657	
Total Activo	4.397	4.734	5.155	5.383	5.538	5.600	5.649	5.733	3,2%
Patrimonio Neto	1.929	1.615	1.867	2.098	2.270	2.369	2.451	2.534	
Otros Pasivos	238	442	442	442	442	442	442	442	
Acreedores	858	988	1.171	1.183	1.183	1.168	1.149	1.149	
Deuda Financiera	1.372	1.689	1.675	1.660	1.643	1.621	1.608	1.608	
Total Pasivo	4.397	4.734	5.155	5.383	5.538	5.600	5.649	5.733	3,2%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor R
+EBIT	475	366	339	339	
- Impuestos s/ B° Operativo	(147)	(113)	(105)	(105)	
+NOPAT	328	252	234	234	
+Amortizaciones	180	180	180	180	
- Inversión en circulante	27	12	14	0	
- Inversión en activo fijo	(180)	(180)	(180)	(180)	
Flujo de Caja Libre	354	264	248	234	4.881

EV	4.751	WACC 6,5%	PER'22e implícito	10,5 x
- DFN total ⁽¹⁾	(643)	g 1,6%	EV/EBITDA'22e implícito	6,4 x
- Prov. Y otros	(148)	Nº acciones (M) 270,5		
- Minoritarios	(24)			
Valor de los Fondos Propios	3.936			
Precio objetivo	14,5 €/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	5,5%	15,7	16,4	17,1	18,0	18,9	20,0	21,1	22,4	23,9
medio	5,7%	14,7	15,4	16,1	16,8	17,6	18,5	19,5	20,7	21,9
de los	6,0%	13,9	14,5	15,1	15,8	16,5	17,3	18,2	19,1	20,2
Recursos	6,2%	13,2	13,7	14,2	14,8	15,5	16,2	16,9	17,8	18,7
(WACC)	6,5%	12,5	12,9	13,4	14,0	14,5	15,2	15,9	16,6	17,4
	6,7%	11,8	12,3	12,7	13,2	13,7	14,3	14,9	15,6	16,3
	7,0%	11,3	11,6	12,1	12,5	13,0	13,5	14,0	14,6	15,3
	7,2%	10,7	11,1	11,5	11,9	12,3	12,7	13,2	13,8	14,4
	7,5%	10,2	10,6	10,9	11,3	11,7	12,1	12,5	13,0	13,5

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

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 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	Filipe Aires, Portugal
Eduardo Cabero - Seguros	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