

Sector: *Industrial*

Solidez en el mercado EE.UU. Mejoran las expectativas de estabilización en Europa

Acerinox

Precio Objetivo: 10,0 €

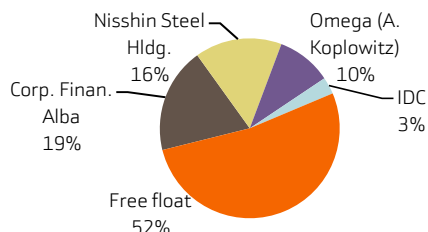
Recomendación: Neutral

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.469 M€
 Último: 9,13 €/acc.
 N° Acciones (M.): 270,5 M acc.
 Min / Max (52 sem): 7,03/9,938 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

Accionariado



Ppales cifras y ratios	2018r	2019e	2020e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	5.011	4.894	4.980	-0,3%
EBITDA	480	396	473	-0,7%
Margen Ebitda	9,6%	8,1%	9,5%	
EBIT	312	195	302	
Margen Ebit	6,2%	4,0%	6,1%	
BAI	310	185	292	-3,0%
BNA	237	139	212	-5,5%
BPA (€/acc.)	0,86	0,51	0,78	-4,6%
DPA (€/acc.)	0,45	0,50	0,50	5,4%
Rentab. Dividendo (2)	4,9%	5,5%	5,5%	
DFN ⁽³⁾	552	583	529	-2,1%
Deuda/Ebitda	1,2x	1,5x	1,1x	
ROE	10,9%	6,3%	9,9%	
PER	10,6x	17,8x	11,7x	
P/V	1,2x	1,2x	1,2x	
EV/Ventas	0,6x	0,7x	0,6x	
EV/EBITDA	6,6x	8,1x	6,7x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2018/20)

(2) Rentab sobre última cotización.

(3) DFN de balance

Desglose Ventas (%)	2016	2017	2018
América	46,0%	45,9%	47,3%
Europa	36,8%	36,6%	34,7%
Asia	12,0%	12,3%	12,5%
África	4,9%	4,8%	4,9%
Otros	0,3%	0,4%	0,5%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

Revisamos al alza nuestra valoración a 10,0€/acc (desde 8,61€/cc.) para reflejar la reducción de prima de riesgo ante las expectativas de estabilización del mercado europeo. **Mantenemos la recomendación en Neutral.** La acción se ha revalorizado un 24% desde mínimos de octubre, lo que deja un potencial del 10% a nuestro precio objetivo (EV/EBITDA implícito de 7,3x).

La compañía espera un 4T'19 similar al 3T'19 gracias a la solidez del mercado americano, mientras Europa y Asia siguen débiles. Esperamos que el apalancamiento financiero se vea favorecido por el control del circulante, que compense parcialmente el impacto del ajuste de plantilla actualmente en negociación en Europa. El principal catalizador a futuro debe venir de la estabilización del mercado europeo, a medida que se observe el impacto de las nuevas medidas de salvaguarda.

:: **Resultados del 3T'19, estabilidad en un entorno complejo.** Los resultados del 3T'19 mostraron cierta estabilidad vs 2T'19, aunque descensos en términos interanuales. Ingresos 1.220M€ (-5% a/a, -1,6% vs 2T'19); EBITDA 103M€ (-33,1% a/a, +6,2% vs 2T'19); BNA 44M€ (-47% a/a, +18,9% vs 2T'19). El EBITDA fue superior al 2T19 pero cabe recordar que éste incluyó un ajuste de existencias de 13M€ y durante el 3T'19 incluye un ajuste de 9M€, pero compensado parcialmente por los 7M€ de la venta de un activo en California. Ajustando ambos, la variación habría sido un -4,5% t/t.

:: **Destaca la evolución financiera, por control del circulante.** La deuda neta se situó hasta 582M€, -9% desde junio 2019, a pesar del incremento en la remuneración al accionista. La DFN/EBITDA (de los últimos 12M) se sitúa en 1,7x DFN/EBITDA, desde 1,6x en junio.

:: **Perspectivas estables para el 4T19, a pesar de la estacionalidad en EE.UU.** La compañía anticipa un 4T19 en línea con el tercero, a pesar de ser tradicionalmente un trimestre débil en EE.UU. La **solidez del mercado americano** (47% del EBITDA en 2018), se pone de manifiesto en unos inventarios por debajo de la medida de los últimos años y precios base estables. **Asia y Europa seguirán débiles.** En Europa es complicado trasladar el extra de aleación, con un nivel de importaciones todavía muy elevado (28%).

:: **Mayor expectativa de estabilización del mercado europeo.** Somos algo más positivos ante: (1) la confianza en la contribución de EE.UU.; y (2) la evolución del circulante, que deberá limitar el impacto en el apalancamiento del ajuste de plantilla en negociación en Europa. El catalizador futuro debe proceder de la estabilización del mercado europeo, a medida que se observe el impacto en importaciones de las nuevas medidas de salvaguarda (desde 1 de octubre). Se ha incluido a Indonesia en la cuota residual y la reducción del incremento de cuotas del 5% al 3%. Además, la UE ha iniciado investigaciones *anti-dumping* y *anti-subsidios* a varios países asiáticos.

:: **Recomendación Neutral. P. Obj. revisado a 10€/acc.**

Ajustamos a la baja la prima de riesgo para reflejar las expectativas de normalización del mercado europeo. A pesar de ello, tras la subida del 24% desde mínimos de octubre, el potencial al alza es limitado. Realizamos ligeros ajustes en nuestras estimaciones operativas (-1,6% en EBITDA 2019E hasta 396M€). Esperamos que la DFN/EBITDA se mantenga en niveles de 1,5x DFN/EBITDA 2019 y 1,1x en 2020E.

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.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI ^{18/23}
Ingresos	3.968	4.627	5.011	4.894	4.980	5.055	5.157	5.260	1,0%
Costes	-3.639	-4.138	-4.531	-4.499	-4.507	-4.580	-4.702	-4.814	
EBITDA	329	489	480	396	473	475	455	447	-1,4%
Margen EBITDA	8,3%	10,6%	9,6%	8,1%	9,5%	9,4%	8,8%	8,5%	
EBIT	157	318	312	195	302	304	284	276	-2,5%
Margen EBIT	4,0%	6,9%	6,2%	4,0%	6,1%	6,0%	5,5%	5,2%	
BAI	128	299	310	185	292	292	273	265	-3,1%
BNA	80	234	237	139	212	212	193	188	
BPA	0,29	0,85	0,86	0,51	0,78	0,78	0,71	0,70	-4,1%

Resumen Balance	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI ^{18/23}
Inmovilizado	2.358	2.148	2.134	2.104	2.104	2.104	2.104	2.104	
Existencias	887	990	1.019	996	1.025	1.053	1.082	1.120	
Clientes	572	602	578	563	573	594	619	644	
Otros deudores	39	44	27	27	27	27	27	27	
Tesorería	598	621	850	801	843	875	894	917	
Total Activo	4.455	4.404	4.608	4.490	4.572	4.652	4.725	4.812	0,9%
Patrimonio Neto	2.169	1.970	2.119	2.064	2.133	2.203	2.258	2.309	
Otros Pasivos	264	262	226	180	180	180	180	180	
Acreeedores	804	941	860	863	886	911	936	979	
Deuda Financiera	1.218	1.230	1.402	1.383	1.373	1.359	1.351	1.345	
Total Pasivo	4.455	4.404	4.608	4.490	4.572	4.652	4.725	4.812	0,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor R
+EBIT	302	304	284	276	262	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas
- Impuestos s/ B° Operativo	(91)	(91)	(85)	(83)	(79)	
+NOPAT	211	213	199	193	184	
+Amortizaciones	171	171	171	171	171	
- Inversión en circulante	(15)	(24)	(29)	(22)	(12)	
- Inversión en activo fijo	(171)	(171)	(171)	(171)	(171)	
Flujo de Caja Libre	196	189	170	171	171	3.655
EV	3.435					WACC 6,6%
-DFN total ⁽¹⁾	(681)					g 1,8%
-Minoritarios	(40)					Nº acciones (M) 270,5
Valor de los Fondos Propios	2.714					
Precio objetivo	10,0 €/acción					PER'20e implícito 12,8 x
						EV/EBITDA'20e implícito 7,3 x

(1) la DFN total incluye factoring

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

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

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 frecuentemente 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, 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 de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Ana de Castro – Seguros

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Juan Tuesta – Construcción & Tecnología

Pilar Aranda – Petróleo

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Aránzazu Cortina – Industriales

Juan Moreno – Inmobiliarias

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Luis Piñas – Consumo

Elena Fernández – Trapiella – Consumo

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.