

Sector: *Industrial*

Acerinox

Precio Objetivo: **14,0 €**

Recomendación: **Comprar**

Potencial: 22,8%

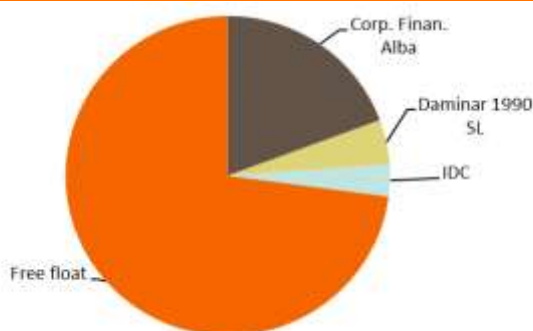
Analista: **Aránzazu Cortina**

3T 2021 mejor de lo esperado, a pesar del aumento de costes energéticos. Visibilidad hasta el 1T 2022

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.078 M€
 Último: 11,38 €/acc.
 Evolución 2021: 26,0%
 N° Acciones (M.): 270,5 M acc.
 Min / Max (52 sem): 7,2/12,20 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

Accionariado



Ppales cifras y ratios	2020	2021e	2022e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	4.668	6.330	6.272	15,9%
EBITDA	383	965	800	44,4%
Margen Ebitda	8,2%	15,3%	12,8%	
EBIT	163	785	620	
Margen Ebit	3,5%	12,4%	9,9%	
BAI	132	760	587	111,2%
BNA	49	534	415	-
BPA (€/acc.)	0,18	1,97	1,53	-
DPA (€/acc.)	0,50	0,50	0,50	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	4,4%	4,4%	4,4%	
DFN ⁽³⁾	772	544	264	-41,5%
Deuda/Ebitda	2,0x	0,6x	0,3x	
ROE	2,8%	30,1%	19,6%	
PER	62,8x	5,8x	7,4x	
P/VC	1,9x	1,5x	1,4x	
EV/EBITDA	10,6x	4,0x	4,4x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2020/22E). 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>

Reiteramos recomendación de Comprar P.Obj: 14,0€/acc (vs 14,5€/acc. ant.). Los resultados del 3T 2021 superaron ampliamente las expectativas, a pesar del aumento de los costes energéticos, ante la fortaleza de la demanda. La cartera de pedidos aumenta la visibilidad hasta el 1T 2022. **Revisamos al alza nuestras proyecciones de margen EBITDA para 2021 (+2,8pp), algo menos para 2022e (+0,9pp) y estables las expectativas a medio plazo.** El aumento del WACC (en +0,4pp) ajusta ligeramente la valoración a 14€/acc. (potencial >20%).

El único aspecto desfavorable es la evolución de los precios de la energía, que nos conduce a ser más cautos en la revisión de márgenes para 2022e. A pesar de ello, los **fundamentales siguen sólidos:** (1) bajo nivel de inventarios; (2) mejora en la demanda de Aleaciones especiales; **y especialmente (3) un entorno comercial más equilibrado en Europa** (medidas en Europa y China fomentando su mercado local).

:: 3T 2021 supera estimaciones, de nuevo el mejor EBITDA desde 2007:

Principales cifras comparadas con el consenso de la compañía para el 3T21: Ingresos 1.703M€ (+52% a/a y +39,6% vs 3T 2019) vs. 1.705M€ estimado; EBITDA 293M€ (+235% a/a y +184% vs 3T 2019) vs. 255M€ estimado, BNA 171M€ (vs +502% a/a y +288,6% vs 3T 2019) vs 150M€ estimado. Destaca la mejora en el margen EBITDA (al 17,2% vs 13,4% del 2T 2021) que se produce en ambos negocios, a pesar del aumento de los costes energéticos (en unos 8M€ en sept.). Acero Inoxidable mejora al 18,2% (desde 14,1% en 2T 2021) y VDM (división de aleaciones especiales) al 10% (desde 8% en 2T 2021).

:: Deuda Financiera Neta por debajo de un 1x EBITDA de los últimos 12M, tras reducirse en -74M€ en el trimestre hasta 764M€ (aunque muy ligeramente menos de lo esperado). Acerinox continúa generando caja neta operativa positiva +77M€ en 3T 2021 (+184M€ en 9M21), a pesar del aumento de circulante, lógico en este momento de ciclo.

:: Guidance: camino del mejor resultado de su historia. Las carteras de pedidos (tanto en Inoxidable como en VDM) **le dan visibilidad hasta el 1T 2022** y estiman que **el EBITDA del 4T 2021 será ligeramente superior al 3T 2021 ante la fortaleza de demanda.** Estiman una reducción adicional de la deuda financiera neta, ante una buena generación de caja esperada para el 4T 2021.

:: Revisamos al alza nuestras estimaciones 2021e y 2022e. Sin cambios en ejercicios posteriores. Aumentamos el margen EBITDA para 2021 al 15,3% (vs 12,5% ant.) y algo menos al 12,8% para el 2022e (vs 11,9% ant.) en parte ante los mayores costes de energía.

:: Recomendación Comprar. P. Obj: 14,0€/acc. (desde 14,5€/acc. ant.): Mantenemos la recomendación de Comprar y ajustamos nuestra valoración, que sigue mostrando un potencial superior al 20%, ante un aumento del WACC (al 6,9% vs 6,5% ant.). Supone un PER implícito de 9,1x 2022e y EV/EBITDA de 5,5x, y 6,7x 2023e. El único aspecto desfavorable es la evolución de los precios de la energía, especialmente en la planta en España, lo que nos conduce a ser más cautos en la revisión de márgenes para 2022e. A pesar de ello, se mantienen **aspectos fundamentales sólidos:** (1) inventarios en acero inoxidable por debajo de la media de los últimos años (con nuevos anuncios de subidas de precios); (2) mejora en la demanda de sectores de Aleaciones especiales (como Oil&Gas); y (3) un entorno comercial más equilibrado en Europa (en parte por medidas europeas, en parte por medidas en China para fomentar su mercado local).

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	6.330	6.272	6.249	6.167	6.074	6.074	4,5%
Costes	-4.390	-4.285	-5.365	-5.473	-5.593	-5.620	-5.554	-5.554	
EBITDA	363	383	965	800	656	547	520	520	5,2%
Margen EBITDA	7,6%	8,2%	15,3%	12,8%	10,5%	8,9%	8,6%	8,6%	
EBIT	23	163	785	620	476	367	340	340	13,0%
Margen EBIT	0,5%	3,5%	12,4%	9,9%	7,6%	5,9%	5,6%	5,6%	
BAI	23	132	760	587	447	340	316	317	15,8%
BNA	-60	49	534	415	318	244	227	228	
BPA	-0,22	0,18	1,97	1,53	1,18	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	1.383	1.361	1.321	1.305	1.284	1.284	
Clientes	523	507	760	753	765	755	744	744	
Otros deudores	47	57	57	57	57	57	57	57	
Tesorería	877	917	1.131	1.396	1.579	1.667	1.751	1.835	
Total Activo	4.397	4.734	5.326	5.561	5.718	5.780	5.830	5.914	3,8%
Patrimonio Neto	1.929	1.615	2.004	2.274	2.447	2.547	2.629	2.713	
Otros Pasivos	238	442	442	442	442	442	442	442	
Acreedores	858	988	1.205	1.185	1.185	1.171	1.151	1.151	
Deuda Financiera	1.372	1.689	1.675	1.660	1.643	1.621	1.608	1.608	
Total Pasivo	4.397	4.734	5.326	5.561	5.718	5.780	5.830	5.914	3,8%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor R
+EBIT	476	367	340	340	
- Impuestos s/ B° Operativo	(148)	(114)	(105)	(105)	
+NOPAT	329	253	235	235	
+Amortizaciones	180	180	180	180	
- Inversión en circulante	27	12	14	0	
- Inversión en activo fijo	(180)	(180)	(180)	(180)	
Flujo de Caja Libre	355	265	248	235	4.531

EV	4.421	WACC 6,9%	PER'22e implícito	9,1 x
- DFN total ⁽¹⁾	(468)	g 1,6%	EV/EBITDA'22e implícito	5,5 x
- Prov. Y otros	(148)	Nº acciones (M) 270,5		
- Minoritarios	(24)			
Valor de los Fondos Propios	3.781			
Precio objetivo	14,0 €/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	5,9%	15,0	15,6	16,2	16,9	17,7	18,5	19,4	20,5	21,6
medio	6,1%	14,2	14,7	15,3	15,9	16,6	17,3	18,2	19,1	20,1
de los	6,4%	13,5	13,9	14,5	15,0	15,6	16,3	17,0	17,8	18,7
Recursos	6,6%	12,8	13,2	13,7	14,2	14,8	15,4	16,0	16,7	17,5
(WACC)	6,9%	12,2	12,6	13,0	13,5	14,0	14,5	15,1	15,7	16,4
	7,1%	11,6	12,0	12,4	12,8	13,3	13,7	14,3	14,8	15,4
	7,4%	11,1	11,5	11,8	12,2	12,6	13,0	13,5	14,0	14,6
	7,6%	10,7	11,0	11,3	11,6	12,0	12,4	12,8	13,3	13,8
	7,9%	10,2	10,5	10,8	11,1	11,5	11,8	12,2	12,6	13,1

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo (€/acc.)
27/10/2020	Comprar	9,0
21/01/2021	Comprar	10,9
05/03/2021	Comprar	11,3
12/05/2021	Comprar	13,1
09/08/2021	Comprar	14,5

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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas & Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	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

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