

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: 11,3 €

Recomendación: Comprar

Potencial: 14,7%

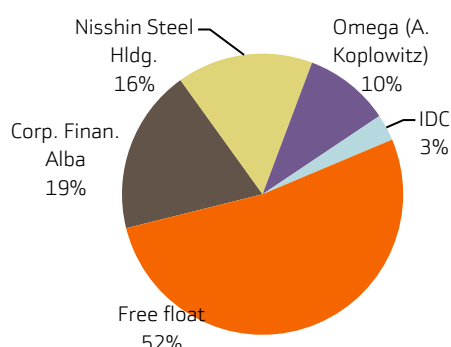
Analista: Aránzazu Cortina

*2020: la mayor generación de caja operativa desde 2012*

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.663 M€  
 Último: 9,85 €/acc.  
 Evolución 2021: 9,0%  
 N° Acciones (M.): 270,5 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 5,8/10,20 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

### Accionariado



Reiteramos nuestra recomendación de Comprar. Precio Objetivo 11,30€/acc. (desde 10,90€/acc.). Hemos revisado al alza el margen EBITDA estimado para los ejercicios 2021-23e. Los resultados del 2020 pusieron de manifiesto: (1) la progresiva recuperación especialmente en la actividad de Inoxidable; y (2) una destacable evolución en generación de caja operativa (la mayor desde 2012) tanto por Inoxidable, como por Aleaciones de alto rendimiento, lo que ha permitido la reducción del endeudamiento en términos orgánicos (ex-compra de VDM en marzo-20).

Las perspectivas para 1T21 siguen siendo positivas, en línea con la evolución que seguimos observando en el precio del níquel (+18,5% en 2020, especialmente en la segunda mitad de año) que acumula un +15,6% en lo que llevamos del 1T21 y las expectativas de mejora posterior en VDM.

Principales cifras 2020 comparadas con el consenso (Bloomberg): Ingresos 4.668M€ (-2% a/a) vs. 4.641M€ estimado; EBITDA 384M€ (+5% a/a) vs. 345M€ estimado, BNA 49M€ (desde -60M€ en 2019) vs 74,5M€ estimado. El 4T20 muestra una recuperación del margen EBITDA. A nivel grupo ha pasado desde 7,8% en el 3T20 al 10,8% en el 4T20, fundamentalmente por Inoxidable (donde los márgenes pasaron de 9,2% a 10,9%). En Aleaciones de Alto Rendimiento también se produjo una mejora secuencial significativa, pero con algún efecto extraordinario (14M€). La deuda neta se redujo hasta 772M€ desde 841M€ en 3T20. La compañía cuenta con una liquidez de 1.772M€ (917M€ de caja y 855M€ de créditos disponibles) vs 1.578M€ de vencimientos hasta el año 2029.

La mayor generación de caja operativa desde 2012: la generación de 421M€ ha permitido que el incremento de deuda neta del año haya sido de 278M€ (hasta 772M€), recortando el incremento que supuso la adquisición de VDM en marzo de 2020 (que la incrementó en +398M€). La compañía ha sido capaz de generar caja neta en el 4T20 (reduciendo la deuda neta en el trimestre en -68M€), incluyendo el desembolso del dividendo en el mes de diciembre (que supuso -135M€). La DFN/EBITDA se sitúa en 2x EBITDA (incluyendo la adquisición de VDM) desde a 1,4x en 2019 y frente a nuestra estimación que apuntaba a 2,4x.

Las perspectivas para el 1T21: la compañía espera que el EBITDA supere al del 4T20 (131M€, que ha sido el mayor de los últimos dos años). En Inoxidable la recuperación se inició a finales del año pasado y la cartera de pedidos mejora. En Aleaciones de alto rendimiento, comienzan a observar signos de recuperación y esperan un impacto mayor hacia final del trimestre.

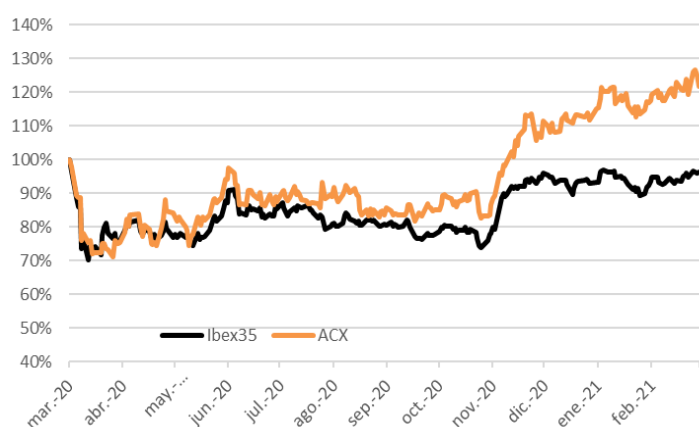
Reiteramos nuestra recomendación de Comprar. Precio Objetivo 11,30€/acc. (desde 10,90€/acc.). Nuestra valoración supone un múltiplo implícito de 14x PER 2021e y EV/EBITDA 8,2x 2021e. Hemos revisado al alza nuestras estimaciones de margen EBITDA hasta 9,6% en 2021e, 9,5% en 2022e y 9,3% 2023e (desde 8,5%, 9% y 8,9% anterior), gracias a la buena evolución en Inoxidable y las perspectivas de recuperación posterior en VDM.

Ppales cifras y ratios	2020	2021e	2022e	TAMI <sup>(1)</sup>
Ingresos	4.668	5.421	5.641	9,9%
EBITDA	383	519	536	18,2%
Margen Ebitda	8,2%	9,6%	9,5%	
EBIT	163	339	356	
Margen Ebit	3,5%	6,3%	6,3%	
BAI	132	312	318	55,4%
BNA	49	224	228	-
BPA (€/acc.)	0,18	0,83	0,84	-
DPA (€/acc.)	0,50	0,50	0,50	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	5,1%	5,1%	5,1%	
DFN <sup>(3)</sup>	772	793	741	-2,1%
Deuda/Ebitda	2,0x	1,5x	1,4x	
ROE	2,8%	13,8%	13,3%	
PER	54,3x	11,9x	11,7x	
P/V	1,6x	1,6x	1,5x	
EV/EBITDA	9,5x	7,1x	6,7x	

(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](http://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	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25e
Ingresos	5.011	4.754	4.668	5.421	5.641	5.725	5.754	5.754	4,3%
Costes	-4.531	-4.390	-4.285	-4.902	-5.105	-5.190	-5.251	-5.265	
<b>EBITDA</b>	<b>480</b>	<b>363</b>	<b>383</b>	<b>519</b>	<b>536</b>	<b>535</b>	<b>503</b>	<b>489</b>	5,0%
Margen EBITDA	9,6%	7,6%	8,2%	9,6%	9,5%	9,3%	8,7%	8,5%	
<b>EBIT</b>	<b>312</b>	<b>23</b>	<b>163</b>	<b>339</b>	<b>356</b>	<b>355</b>	<b>323</b>	<b>309</b>	13,6%
Margen EBIT	6,2%	0,5%	3,5%	6,3%	6,3%	6,2%	5,6%	5,4%	
BAI	310	23	132	312	318	319	288	276	16,0%
<b>BNA</b>	<b>237</b>	<b>-60</b>	<b>49</b>	<b>224</b>	<b>228</b>	<b>229</b>	<b>208</b>	<b>199</b>	
BPA	0,86	-0,22	0,18	0,83	0,84	0,85	0,77	0,74	n.s.

Resumen Balance	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25e
Inmovilizado	2.134	1.933	2.070	2.070	2.070	2.070	2.070	2.070	
Existencias	1.019	1.016	1.182	1.185	1.224	1.211	1.218	1.216	
Clientes	578	523	507	651	677	701	705	705	
Otros deudores	27	47	57	57	57	57	57	57	
Tesorería	850	877	917	882	919	996	1.033	1.076	
<b>Total Activo</b>	<b>4.608</b>	<b>4.397</b>	<b>4.734</b>	<b>4.844</b>	<b>4.947</b>	<b>5.035</b>	<b>5.083</b>	<b>5.124</b>	1,6%
Patrimonio Neto	2.119	1.929	1.615	1.695	1.779	1.864	1.928	1.983	
Otros Pasivos	226	238	442	442	442	442	442	442	
Acreedores	860	858	988	1.032	1.066	1.086	1.092	1.091	
Deuda Financiera	1.402	1.372	1.689	1.675	1.660	1.643	1.621	1.608	
<b>Total Pasivo</b>	<b>4.608</b>	<b>4.397</b>	<b>4.734</b>	<b>4.844</b>	<b>4.947</b>	<b>5.035</b>	<b>5.083</b>	<b>5.123</b>	1,6%

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

	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
<b>+EBIT</b>	<b>356</b>	<b>355</b>	<b>323</b>	<b>309</b>	
- Impuestos s/ Bº Operativo	(110)	(110)	(100)	(96)	
<b>+NOPAT</b>	<b>246</b>	<b>245</b>	<b>223</b>	<b>213</b>	
+Amortizaciones	180	180	180	180	
- Inversión en circulante	(31)	9	(4)	0	
- Inversión en activo fijo	(180)	(180)	(180)	(180)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>214</b>	<b>254</b>	<b>218</b>	<b>213</b>	<b>4.452</b>

EV	4.236	WACC 6,5%	PER'21e implícito	13,7 x
- DFN total <sup>(1)</sup>	(997)	g 1,6%	EV/EBITDA'21e implícito	8,2 x
- Prov. Y otros	(148)	Nº acciones (M) 270,5		
- Minoritarios	(35)			

Valor de los Fondos Propios

3.056

Precio objetivo 11,3 €/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%	12,3	13,0	13,7	14,4	15,3	16,2	17,3	18,5	19,8
medio	5,7%	11,5	12,1	12,7	13,4	14,1	14,9	15,9	16,9	18,0
de los	6,0%	10,7	11,2	11,8	12,4	13,1	13,8	14,6	15,5	16,5
Recursos	6,2%	10,0	10,5	11,0	11,5	12,1	12,8	13,5	14,3	15,1
(WACC)	6,5%	9,4	9,8	10,3	10,8	11,3	11,9	12,5	13,2	13,9
	6,7%	8,8	9,2	9,6	10,1	10,5	11,1	11,6	12,2	12,9
	7,0%	8,3	8,7	9,0	9,4	9,9	10,3	10,8	11,4	12,0
	7,2%	7,8	8,1	8,5	8,8	9,2	9,7	10,1	10,6	11,1
	7,5%	7,4	7,7	8,0	8,3	8,7	9,0	9,5	9,9	10,4

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](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	Rafael Diogo - 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