

Sector: *Industrial*

*Ejercicio récord, pero final de año marcado por el ajuste de stocks de distribuidores que continuará en 1T 2023*

## Acerinox

Precio Objetivo: 10,9 €

Neutral

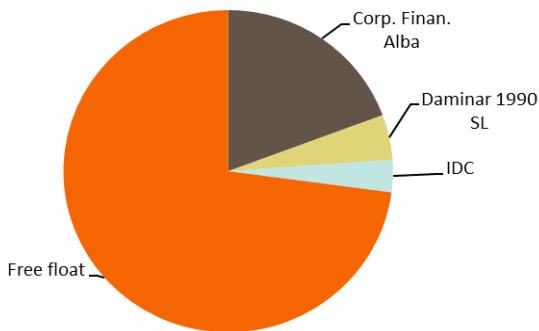
Potencial: 6,5%

Analista: Aránzazu Cortina

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.653 M€  
 Último: 10,22 €/acc.  
 Evolución 2022: 10,5%  
 N° Acciones (M.): 259,7 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 8,0/12,20 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

### Accionariado



Revisamos nuestra recomendación a Neutral (desde Comprar), P. Obj: 10,90€/acc (vs 11,0 €/acc. ant) tras los resultados de 2022. Las expectativas de que las dinámicas de ajuste de inventarios, que han marcado el final de año, se mantengan hasta el 2T 2023; las incertidumbres pendientes (especialmente la energética en Europa) y la buena evolución reciente del valor que limita el potencial a nuestra valoración, nos lleva a ser cautos a corto plazo. Mantenemos unas hipótesis conservadoras; nuestra valoración supone un EV/EBITDA implícito de 5,1x (vs media histórica en torno a 6x).

En cualquier caso, valoramos muy positivamente la sólida posición financiera (0,35x DFN/EBITDA), que favorece una política de retribución al accionista (RpD 5,8%), las buenas perspectivas para VDM y el proyecto de expansión en EE.UU.

:: 2022 récord, pero el 4T 2022 marcado por la reducción de stocks y ajustes. Principales cifras comparadas con el consenso de la compañía para el 4T22: Ingresos 1.693M€ (-12,6% a/a) vs. 1.876M€ estimado; EBITDA 90M€ (-71,7% a/a) vs. 154M€ estimado, con un margen EBITDA del 5% para el grupo, 5% en Acero Inoxidable y +6% en Aleaciones de alto rendimiento (VDM). Pérdidas de -185M€ (vs +198M€ en 4T 2021) vs +74M€ estimado. Las cifras del 4T 2022 están marcadas por dos ajustes extraordinarios (-98M€ de valor de existencias y -204M€ de ajuste de valor de Barhu, que no suponen salida de caja). El margen EBITDA ex ajuste de existencias habría mantenido similar al del 3T 2022. En el conjunto del año 2022 los Ingresos 8.688M€ (+30% a/a), EBITDA de 1.276M€ (+29% a/a), lo que supone un margen del 15% y BNA de 556M€ (-3% a/a).

:: Solidez financiera. DFN/EBITDA 0,35x. La deuda neta cierra el ejercicio 2022 en 440M€, (desde 763M€ 3T2022 y vs 403M€ est.). El Cash Flow operativo del 4T 2022 fue +517M€, gracias a la reducción de circulante. El dividendo propuesto será de 0,60€/acc. (+20% a/a), que supone una RpD del 5,8%.

:: Perspectivas para el 1T 2023: el proceso de reducción de inventarios de los distribuidores esperan que finalice hacia el 2T 2023. Estiman un EBITDA claramente mejor que el del 4T 2022 (90M€, afectado por los -98M€ de ajuste de inventarios). El mercado americano sigue con comportamiento positivo en la mayoría de los sectores y el mercado de Aleaciones de Alto Rendimiento mantiene su fortaleza.

:: Rebajamos nuestra recomendación a Neutral tras los resultados (desde Comprar). Revisamos nuestro P. Obj: 10,90€/acc. (desde 11,0€/acc.) ante unos resultados que muestran un entorno complejo en precios en Europa y Asia (como pone de manifiesto el ajuste de valor). Los precios del níquel han comenzado el año a la baja y la compañía espera que la reducción de stocks continúe hasta el 2T 2023. Hemos revisado ligeramente nuestras estimaciones, para reflejar la expectativa de ligera mejora en volúmenes en 2023, pero también el aumento de inversiones para la expansión de capacidad en la planta de EE.UU. (NAS, 244M€ en unos 4 años). Mantenemos hipótesis conservadoras (WACC 9,6%), ante un entorno todavía incierto sobre precios en Europa y Asia, así como energética en Europa. Nuestra valoración supone un múltiplo de 5,1x EV/EBITDA 2023e (vs media histórica en torno a 6x).

Valoramos positivamente la situación financiera de la compañía (0,35x DFN/EBITDA) y la buena evolución de la división de Aleaciones de Alto rendimiento.

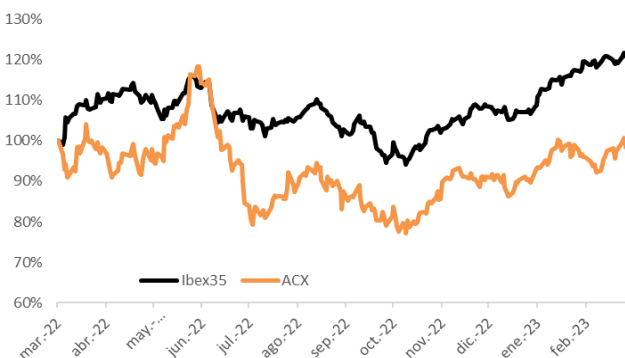
Ppales cifras y ratios	2022	2023e	2024e	TAMI <sup>(1)</sup>
Ingresos	8.688	7.160	6.800	13,0%
EBITDA	1.273	644	629	42,2%
Margen Ebitda	14,6%	9,0%	9,3%	
EBIT	876	450	435	
Margen Ebit	10,1%	6,3%	6,4%	
BAI	831	407	396	44,8%
BNA	556	291	272	-
BPA (€/acc.)	2,14	1,17	1,09	-
DPA (€/acc.)	0,60	0,60	0,60	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	5,9%	5,9%	5,9%	
DFN <sup>(3)</sup>	440	108	-106	-
Deuda/Ebitda	0,3x	0,2x	-0,2x	
ROE	22,5%	11,2%	10,0%	
PER	4,8x	8,8x	9,4x	
P/Vc	1,0x	1,0x	0,9x	
EV/EBITDA	2,6x	4,6x	4,4x	

(1)Tasa Media Anual de Incremento (2021/23E). 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 ii <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

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI'22/27e
Ingresos	4.668	6.706	8.688	7.160	6.800	6.509	6.536	6.481	-5,7%
Costes	-4.285	-5.717	-7.416	-6.516	-6.171	-5.918	-5.981	-5.930	
<b>EBITDA</b>	<b>383</b>	<b>989</b>	<b>1.273</b>	<b>644</b>	<b>629</b>	<b>591</b>	<b>556</b>	<b>551</b>	-15,4%
Margen EBITDA	8,2%	14,7%	14,6%	9,0%	9,3%	9,1%	8,5%	8,5%	
<b>EBIT</b>	<b>163</b>	<b>810</b>	<b>876</b>	<b>450</b>	<b>435</b>	<b>396</b>	<b>361</b>	<b>356</b>	-16,5%
Margen EBIT	3,5%	12,1%	10,1%	6,3%	6,4%	6,1%	5,5%	5,5%	
BAI	132	766	831	407	396	362	328	326	-17,1%
<b>BNA</b>	<b>49</b>	<b>572</b>	<b>556</b>	<b>291</b>	<b>272</b>	<b>246</b>	<b>220</b>	<b>218</b>	
BPA	0,18	2,11	2,14	1,17	1,09	0,98	0,88	0,88	-16,4%

Resumen Balance	2020r	2021r	2022r	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI'22/27e
Inmovilizado	2.070	2.067	1.902	1.918	1.934	1.949	1.955	1.955	
Existencias	1.182	1.777	2.156	2.087	1.960	1.851	1.835	1.797	
Clientes	507	840	638	895	850	814	817	810	
Otros deudores	57	26	74	74	74	74	74	74	
Tesorería	917	1.275	1.548	1.851	2.043	2.204	2.299	2.415	
<b>Total Activo</b>	<b>4.734</b>	<b>5.984</b>	<b>6.318</b>	<b>6.826</b>	<b>6.861</b>	<b>6.892</b>	<b>6.982</b>	<b>7.051</b>	2,8%
Patrimonio Neto	1.615	2.215	2.548	2.697	2.833	2.942	3.026	3.107	
Otros Pasivos	442	470	600	600	600	600	600	600	
Acreeedores	988	1.447	1.181	1.569	1.491	1.426	1.432	1.419	
Deuda Financiera	1.689	1.853	1.989	1.959	1.936	1.924	1.924	1.924	
<b>Total Pasivo</b>	<b>4.734</b>	<b>5.984</b>	<b>6.318</b>	<b>6.826</b>	<b>6.861</b>	<b>6.892</b>	<b>6.982</b>	<b>7.051</b>	2,8%

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

	2024e	2025e	2026e	2027e	Valor R
<b>+EBIT</b>	<b>435</b>	<b>396</b>	<b>361</b>	<b>356</b>	
- Impuestos s/ B° Operativo	(122)	(113)	(105)	(103)	
<b>+NOPAT</b>	<b>313</b>	<b>283</b>	<b>256</b>	<b>253</b>	
+Amortizaciones	194	195	195	195	
- Inversión en circulante	95	80	18	33	
- Inversión en activo fijo	(210)	(210)	(201)	(195)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>392</b>	<b>348</b>	<b>268</b>	<b>286</b>	<b>3.217</b>
<b>EV</b>	<b>3.273</b>	WACC 9,6%	PER'23e implícito	9,3 x	
- DFN total <sup>(1)</sup>	(312)	g 0,7%	EV/EBITDA'23e implícito	5,1 x	
- Prov. Y otros	(159)	Nº acciones (M) 249,3			
- Minoritarios	(88)				
<b>Valor de los Fondos Propios</b>	<b>2.714</b>				
<b>Precio objetivo</b>	<b>10,9 €/acción</b>				

Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

(1) la DFN total incluye factoring

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

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

## 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

## 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