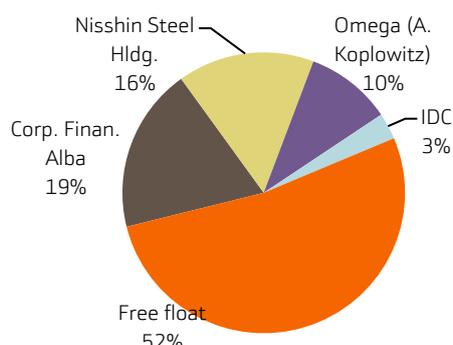


Hacia la normalización del mercado de inoxidable

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.611 M€
 Último: 9,65 €/acc.
 Evolución 2021: 6,9%
 N° Acciones (M.): 270,5 M acc.
 Min / Max (52 sem): 5,8/9,8 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

Accionariado



Mantenemos la recomendación de Comprar y revisamos al alza nuestro P. Obj: 10,90€/acc (desde 9,0€/acc.). Valoramos positivamente: (1) el entorno de recuperación del Precio del níquel que se inició en el 2T20 (+12% t/t en promedio en 4T20 y +10,8% t/t en estos primeros días de 2021); (2) capacidad de generación de caja que la compañía, lo que le debería llevar a cerrar 2020 con un incremento de la deuda de 337M€ (hasta 831M€ 2,4x DFN/EBITDA) por debajo del incremento generado por la compra de la alemana VDM este mismo año (+398M€); (3) Potencial de recuperación de márgenes. Aunque siguen existiendo incertidumbres sobre el ritmo de recuperación, especialmente en lo que respecta al negocio de VDM, consideramos que la difusión de la vacuna y los programas fiscales han mejorado las expectativas para sectores expuestos al ciclo económico.

:: Mejora el entorno de mercado. El precio del futuro del níquel ha continuado recuperándose tras el descenso de comienzos de 2020 (+16% t/t y +12% t/t en 3T20 y 4T20 respectivamente), hasta -0,6% a/a en promedio año y actualmente en niveles previos a la pandemia (sep-19).

En este entorno de mercado, Acerinox ya ha anunciado una subida de precios en NAS (EE.UU.) en enero. En Europa el traslado de precios es más complejo, pero la puesta en marcha de las medidas *antidumping* (sobre laminado en caliente de China, Taiwán e Indonesia) a comienzos de octubre, debería contribuir a la progresiva normalización del entorno de importaciones. Además se observan mejoras en los indicadores de actividad industrial (PMI Manufacturas de UEM 55,2 en enero, en zona de expansión).

:: Capacidad de generación de Caja y mantenimiento del dividendo. Acerinox ha mostrado una elevada capacidad de generación de caja en un entorno de mercado tan complejo como el 2020 (+95M€ en 9M20 de Flujo de Caja Operativo antes de inversiones), que ha permitido mantener la distribución de dividendo (0,50€/acc. en diciembre, lo que supone una rentabilidad por dividendo del 5,20%). La deuda financiera neta del grupo aumenta en 346,3M€ en 9M20, lo que implica una reducción en términos orgánicos (tras la compra de VDM). Para el conjunto de 2020 estimamos 831M€ (+337M€ en el año), 2,4x DFN/EBITDA que se reduciría a 1,8x en 2022E.

:: Revisión de estimaciones y proyecciones 4T20. Revisamos estimaciones por la mejora del entorno en el negocio inoxidable, mientras en VDM esperamos una recuperación hacia 2S21. Revisamos +1,7% en Ventas en 2021E, +4,3% 2022E y entre +4% y +2,5% en años siguientes. En EBITDA revisamos +1,9% en 2020E, +5,2% 2021E y entre +4% y +2,5% en años posteriores. **De cara al 4T20**, que la compañía publicará el próximo 26 de febrero, estimamos 1.095M€ en Ingresos con un EBITDA de 94M€ (vs 87M€ en el 3T20) y margen 8,6% (7,5% para el conjunto del año).

:: Mantenemos recomendación Comprar. P. Obj: 10,90€/acc. (vs 9€/acc.). Las expectativas en la recuperación se han incrementado, en términos generales, gracias a la esperada difusión de la vacuna a lo largo del año y a las medidas de apoyo fiscal y; en concreto en el sector europeo, por las medidas *antidumping* mencionadas ante la elevada presión de las importaciones. Por ello, hemos ajustado a la prima de riesgo aplicada que nos conduce a un WACC del 6,5% (-50pb). En cualquier caso, el entorno no está exento de incertidumbres, como el ritmo de recuperación de la demanda, especialmente en torno al nuevo negocio de VDM de aleaciones de alto rendimiento o cambios en las relaciones comerciales internacionales.

Ppales cifras y ratios	2019r	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	4.754	4.618	5.418	6,8%
EBITDA	363	346	459	12,4%
Margen Ebitda	7,6%	7,5%	8,5%	
EBIT	23	113	265	
Margen Ebit	0,5%	2,5%	4,9%	
BAI	23	95	241	222,9%
BNA	-60	53	174	-
BPA (€/acc.)	-0,22	0,20	0,64	-
DPA (€/acc.)	0,50	0,50	0,50	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	5,2%	5,2%	5,2%	
DFN ⁽³⁾	495	831	831	29,6%
Deuda/Ebitda	1,4x	2,4x	1,8x	
ROE	-3,0%	2,9%	9,6%	
PER	-43,9x	49,1x	15,0x	
PVC	1,4x	1,4x	1,4x	
EV/EBITDA	9,0x	10,4x	7,8x	

(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.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Ingresos	5.011	4.754	4.618	5.418	5.639	5.724	5.752	5.752	3,2%
Costes	-4.531	-4.390	-4.272	-4.958	-5.132	-5.214	-5.254	-5.263	
EBITDA	480	363	346	459	508	509	498	489	5,1%
Margen EBITDA	9,6%	7,6%	7,5%	8,5%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%	
EBIT	312	23	113	265	314	315	304	295	53,4%
Margen EBIT	6,2%	0,5%	2,5%	4,9%	5,6%	5,5%	5,3%	5,1%	
BAI	310	23	95	241	282	284	274	267	50,4%
BNA	237	-60	53	174	197	199	192	187	
BPA	0,86	-0,22	0,20	0,64	0,73	0,74	0,71	0,69	n.s.

Resumen Balance	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Inmovilizado	2.134	1.933	2.090	2.090	2.090	2.090	2.090	2.090	
Existencias	1.019	1.016	1.015	1.136	1.174	1.210	1.217	1.215	
Clientes	578	523	600	650	677	701	705	705	
Otros deudores	27	47	47	47	47	47	47	47	
Tesorería	850	877	864	855	873	901	928	956	
Total Activo	4.608	4.397	4.617	4.779	4.861	4.950	4.987	5.013	2,2%
Patrimonio Neto	2.119	1.929	1.840	1.871	1.930	1.991	2.045	2.093	
Otros Pasivos	226	238	238	238	238	238	238	238	
Acreedores	860	858	843	984	1.016	1.057	1.064	1.062	
Deuda Financiera	1.402	1.372	1.696	1.686	1.676	1.663	1.641	1.620	
Total Pasivo	4.608	4.397	4.617	4.779	4.861	4.950	4.987	5.013	2,2%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
+EBIT	314	315	304	295	
- Impuestos s/ Bº Operativo	(97)	(98)	(94)	(91)	
+NOPAT	216	218	210	204	
+Amortizaciones	194	194	194	194	
- Inversión en circulante	(32)	(19)	(4)	0	
- Inversión en activo fijo	(194)	(194)	(194)	(194)	
Flujo de Caja Libre	185	198	205	204	4.253

EV	3.986	WACC 6,5%	PER'21e implícito	17,0 x
-DFN total ⁽¹⁾	(986)	g 1,6%	EV/EBITDA'21e implícito	8,7 x
-Minoritarios	(41)	Nº acciones (M) 270,5		
Valor de los Fondos Propios	2.958			

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

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	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