Sector: Industrial

Espectacular comienzo de año gracias a la revalorización de inventarios

Acerinox

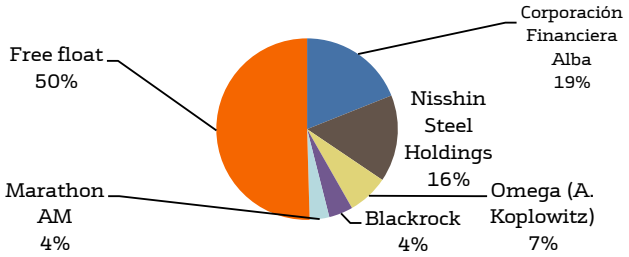
Precio Objetivo: 14,7 €

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €):	3.562 M€
Último:	12,90 €/acc.
Nº Acciones (M.):	276,1 M acc.
Min / Max (52 sem):	7,61/14,18€/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	ACX.MC/ACX.SM

Accionariado

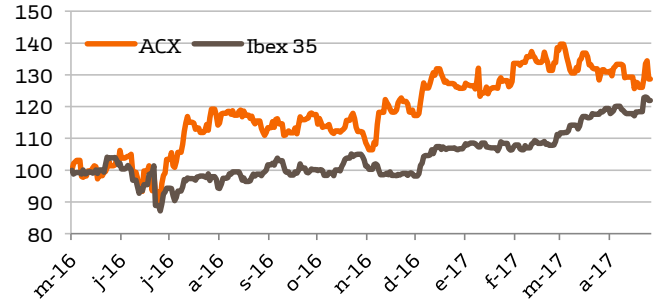


Cifras & Ratios	2016r	2017e	2018e	TAMI (1)
Ingresos	3.968	4.501	4.821	10,2%
EBITDA	329	501	499	23,1%
Margen Ebitda	*8,3%*	*11,1%*	*10,4%*	*11,7%*
EBIT	157	336	333	
Margen Ebit	*4,0%*	*7,5%*	*6,9%*	
BAI	128	281	284	49,1%
BNA	80	168	199	57,5%
BPA (€/acc.)	0,29	0,61	0,72	57,5%
DPA (€/acc.)	0,44	0,44	0,44	0,0%
Rentab. Dividendo (2)	3,4%	3,4%	3,4%	
DFN	584	528	435	-14%
Deuda/Ebitda	1,8x	1,1x	0,9x	
ROE	3,7%	7,6%	8,7%	
PER	43,3x	21,2x	17,9x	
P/VC	1,6x	1,6x	1,6x	
EV/Ventas	1,1x	1,0x	0,9x	
EV/EBITDA	13,8x	9,1x	9,1x	

(1)Tasa Media Anual de Incremento (2016/18)
(2)Rentab 2016 con cierre año, resto con última cotización.

Desglose geográfico	2015	2016
América	45,7%	46,0%
Europa	38,0%	36,8%
Asia	10,7%	12,0%
África	5,4%	4,9%
Oceanía	0,2%	0,3%

ACX vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y propia compañía

Sus cuentas del 1T'17 confirman las buenas expectativas que teníamos para el año. Lo malo de empezar tan fuerte es que el ejercicio irá de más a menos... En cualquier caso, pensamos que el valor es una oportunidad de inversión a menos que estemos ante una fase correctiva en el precio de las materias primas. Revisamos el Precio Objetivo desde 16,2 a 14,7€/acción (potencial +14%) tras realizar un ajuste en el modelo de valoración y recomendamos Comprar.

Sus cuentas del 1T'17 han batido ampliamente las expectativas y reafirman el giro a mejor que empezó a experimentar el año pasado. Las principales cifras comparadas con el consenso de mercado (Reuters) son: Ventas 1.252M€ (+31%) vs 1.256M€ estimado, EBITDA 191M€ (+367%) vs 155,5M€ e., EBIT 146M€ vs 0,55M€ en 1T'16, BNA 98M€ vs -8M€ en el 1T'16. La deuda financiera neta se reduce -19M€ hasta 601M€.

Se trata del mejor resultado trimestral de los últimos diez años que refleja las buenas condiciones del mercado tanto en EEUU como en Europa y Asia, algo que no se producía en mucho tiempo. Además de la mejora de volúmenes y precios, también se incrementa el margen EBITDA que sube de 10,1% en el 4T'16 a 15,3% (6,8% en 2015 y 8,3% en 2016). Es destacable que la compañía haya sido capaz de recuperar este nivel de margen con unos precios de las MMPP inferiores a los del pasado, lo que da idea de las mejoras de eficiencia conseguidas estos últimos años. Además, el *cash-flow* neto ha sido suficiente para compensar el deterioro del *working capital* (su fondo de manioba es contracíclico) y, de hecho, le ha permitido reducir la deuda.

Ahora bien, este espectacular comienzo de año no se ha trasladado a la cotización, entendemos que por la precaución que se ha trasmitido en la conferencia de resultados. La producción en China ha aumentado en el 1T y eso estará incrementando el nivel de inventarios. Probablemente el aspecto más preocupante es el gap que se está abriendo entre los precios del acero inoxidable en EEUU/Europa y Asia. Si el diferencial continúa puede terminar repercutiendo en los precios europeos, por contagio vía mayores importaciones desde Asia (la situación de EEUU es diferente porque ahí el nivel de protección vía tasas es superior).

En cualquier caso, no nos quedaríamos con el mensaje negativo. Es verdad que en 1T todo ha soplado a favor, algo que difícilmente se repetirá, pero esto también sitúa a Acerinox en una mejor situación de partida para lograr un buen resultado anual. Al fin y al cabo, la compañía ha tratado de enfriar las expectativas así que no hay que penalizarla como si las hubiera recortado. Nuestro objetivo de EBITDA de 501M€ se ha reafirmado en el *conference call* de resultados y dicha cifra implica un crecimiento interanual de +52%.

Otro tema sería que las materias primas iniciasen una nueva fase correctiva. De momento, el precio del ferrocromo ha repuntado fuertemente impulsando las cuentas de Acerinox y se mantiene en niveles elevados (en torno a 2$/libra). El precio del níquel sí presenta una dinámica más inquietante ya que en las últimas semanas se ha deslizado por debajo del rango 9.500-10.500$/Tm que Acerinox considera como saludable. En principio pensamos que la fortaleza del ciclo global no propiciará una caída en los precios de las materias primas pero seguiremos de cerca los datos, especialmente los de China, por si tuviéramos que cambiar nuestra opinión.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Eva del Barrio (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)
Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 15
28111 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.
La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'16/21
Ingresos	**4.380**	**4.221**	**3.968**	**4.501**	**4.821**	**5.065**	**5.270**	**5.483**	6,7%
Costes	-3.932	-3.937	-3.639	-4.000	-4.322	-4.555	-4.765	-4.985	
EBITDA	**448**	**285**	**329**	**501**	**499**	**510**	**505**	**498**	8,6%
Margen EBITDA	10,2%	6,7%	8,3%	11,1%	10,4%	10,1%	9,6%	9,1%	
EBIT	**298**	**121**	**157**	**336**	**333**	**347**	**344**	**339**	16,6%
Margen EBIT	6,8%	2,9%	4,0%	7,5%	6,9%	6,8%	6,5%	6,2%	
BAI	244	77	128	281	284	300	301	299	18,5%
BNA	**136**	**43**	**80**	**168**	**199**	**210**	**211**	**211**	
BPA	0,52	0,16	0,29	0,61	0,72	0,76	0,77	0,76	21,3%

Balance (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'16/21
Inmovilizado	2.270	2.318	2.358	2.366	2.330	2.297	2.266	2.237	
Existencias	852	825	887	995	1.066	1.101	1.133	1.143	
Clientes	444	440	528	511	524	551	573	596	
Otros deudores	32	39	48	48	49	49	50	50	
Tesorería	832	504	635	560	605	638	667	698	
Total Activo	**4.430**	**4.126**	**4.455**	**4.480**	**4.574**	**4.636**	**4.689**	**4.724**	1,2%
Patrimonio Neto	1.856	2.023	2.169	2.216	2.295	2.385	2.473	2.561	
Otros Pasivos	378	345	355	359	362	366	369	373	
Acreedores	841	566	713	818	877	921	958	997	
Deuda Financiera	1.354	1.191	1.218	1.088	1.040	964	888	794	
Total Pasivo	**4.430**	**4.126**	**4.455**	**4.480**	**4.574**	**4.636**	**4.689**	**4.724**	1,2%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor R
+BNA	168	199	210	211	211	
+Amortizaciones	165	166	163	161	159	
=CF Operativo	333	365	373	372	370	
+Gtos Financieros *(1-T)	30	32	31	28	26	
- Inversión en activo fijo	(173)	(130)	(130)	(130)	(130)	
- Inversión en circulante	14	(25)	(17)	(17)	6	
=CFL Operativo	**204**	**242**	**256**	**254**	**271**	**5.277**

El VR se calcula partiendo de un CFL suavizado teniendo en cuenta el promedio de ciclos explansivos y contractivos.

EV	4.737	WACC	7,1%
-DFN	(584)	g	2,0%
-Minoritarios y provisiones	(90)	Nº acciones (M)	276,1
EqV	4.063		
Precio objetivo	14,7 €/acción	PER'17e implícito	EV/EBITDA'17 implícito
		24,2 x	9,5 x

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
Coste	5,1%	20,6	21,6	22,8	24,1	25,6	27,3	29,3	31,5	34,2
medio	5,6%	18,0	18,8	19,7	20,6	21,7	23,0	24,3	25,9	27,7
de los	6,1%	15,9	16,6	17,2	18,0	18,8	19,7	20,8	21,9	23,2
Recursos	6,6%	14,2	14,8	15,3	15,9	16,5	17,3	18,0	18,9	19,8
(WACC)	7,1%	12,9	13,3	13,7	14,2	14,7	15,3	15,9	16,5	17,3
	7,6%	11,7	12,0	12,4	12,8	13,2	13,7	14,2	14,7	15,3
	8,1%	10,7	11,0	11,3	11,6	12,0	12,3	12,7	13,2	13,6
	8,6%	9,8	10,1	10,3	10,6	10,9	11,2	11,5	11,9	12,3
	9,1%	9,0	9,3	9,5	9,7	10,0	10,2	10,5	10,8	11,1

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Eva del Barrio (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)
Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.
La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.