

Sector: Industrial

Comprar mientras el ciclo acompaña

## Acerinox

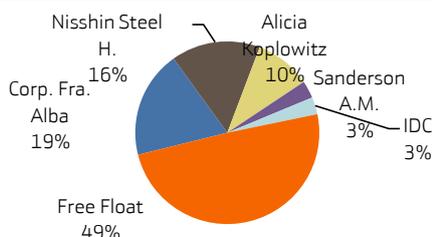
Precio Objetivo: 15,2 €

Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.357 M€  
 Último: 12,16 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 276,1 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 10,55/13,955€/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

### Accionariado



### Cifras & Ratios

	2016r	2017r	2018e	TAMI (1)
Ingresos	3.968	4.627	4.980	12,0%
EBITDA	329	488	528	26,6%
Margen Ebitda	8,3%	10,6%	10,6%	
EBIT	157	319	356	
Margen Ebit	4,0%	6,9%	7,1%	
BAI	128	300	317	57,5%
BNA	80	236	250	76,3%
BPA (€/acc.)	0,29	0,85	0,90	76,3%
DPA (€/acc.)	0,44	0,45	0,45	1,1%
Rentab. Dividendo (2)	3,4%	3,8%	3,7%	
DFN	620	609	546	-6%
Deuda/Ebitda	1,9x	1,2x	1,0x	
ROE	3,7%	12,0%	11,9%	
PER	43,3x	14,0x	13,5x	
P/V	1,5x	1,7x	1,6x	
EV/Ventas	1,0x	0,9x	0,8x	
EV/EBITDA	12,3x	8,3x	7,7x	

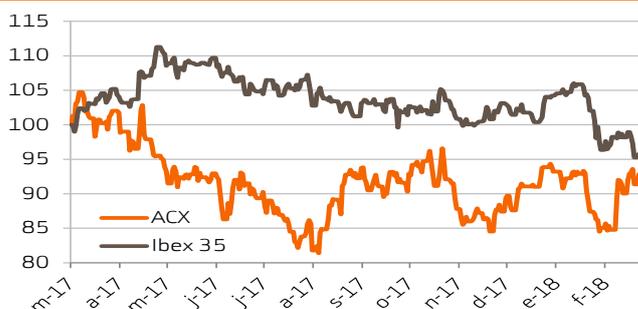
(1) Tasa Media Anual de Incremento (2016/18)

(2) Rentab 2016, 2017 con cierre año, 2018 con última cotización.

### Desglose Ventas

	2015	2016	2017
América	45,7%	46,0%	45,9%
Europa	38,0%	36,8%	36,6%
Asia	10,7%	12,0%	12,3%
África	5,4%	4,9%	4,8%
Oceanía	0,2%	0,3%	0,4%

### ACX vs Ibex-35



Subimos el Precio Objetivo desde 14,6€ a 15,2€. Dicho precio implica un potencial de revalorización de +25% por lo que mantenemos nuestra recomendación de Comprar. Las buenas perspectivas del negocio, el apalancamiento operativo, la rebaja de impuestos en EEUU y la calidad de su balance justifican nuestra visión positiva. Además, la posible implantación de medidas proteccionistas en EEUU le beneficiaría ya que la producción de NAS se consume internamente. Ahora bien, este optimismo cambiaría si se llegase a desencadenar una guerra comercial a nivel global.

Acerinox presentó sus cuentas 2017 el pasado 28 de febrero cuyas principales cifras recogemos en la tabla de la izquierda. La compañía ha cumplido las expectativas a nivel de beneficio operativo y las ha superado a nivel de beneficio neto gracias a unos menores costes financieros y a la reforma fiscal de EEUU. El 70% de su beneficio se genera en EEUU y estaba penalizado con un tasa efectiva en el IS de 37%, porcentaje que ahora se aproxima al de otras regiones (25% aprox.). Con esto, la tasa global que paga Acerinox cae del 47% de 2016 a 26% este ejercicio, porcentaje que hemos extendido durante los años proyectados, lo que mejora nuestras estimaciones anteriores y, en consecuencia, el Precio Objetivo.

Las producciones de Acerinox han registrado el mejor dato de su historia en laminación en frío y el segundo mayor en laminación en caliente y en acería.

En conjunto, son unos buenos resultados que reflejan la recuperación de la demanda y de los precios, en un ejercicio que no ha sido fácil por la volatilidad de las materias primas. De hecho, el EBITDA trimestral ha mostrado una notable oscilación: 1T 191M€, 2T 126M€, 3T 53M€ y 4T 119M€.

La DFN se ha reducido -11M€ hasta 609M€ y habría caído -60M€ de no ser por la depreciación del dólar. El grueso de la deuda bruta está en euros mientras que la compañía cuenta con posiciones de tesorería notables que están en dólares. El ratio DFN/EBITDA queda en 1,2x.

Las inversiones alcanzaron 173M€. El arranque de la línea de recocido brillante (BA) en EEUU está yendo mejor de lo esperado y las nuevas líneas en Europa entrarán en funcionamiento en marzo.

Además, los planes de eficiencia están dando sus frutos: el margen EBITDA se ha situado en 10,6%, superior al de 2014 (10,2%), ejercicio en que los precios del acero eran superiores.

Las perspectivas para este año siguen siendo positivas gracias a la fortaleza del ciclo y a la recuperación de los precios (los extras de aleación han ido aumentando en enero y febrero y los precios base ya han mejorado en EEUU). Así, es razonable esperar un crecimiento del EBITDA del 8%, como recogemos en nuestras estimaciones. Dicho esto, las cifras del 1T serán débiles ya que la comparativa con el año anterior le penaliza.

Por último, la compañía está algo "cara" respecto a sus comparables europeos (Aperam, Outokumpu) pero no respecto a las acerías americanas (US Steel, AK Steel). Además, pensamos que las perspectivas de crecimiento, rentabilidad y estabilidad del dividendo justifican la prima sobre sus competidores europeos.

En definitiva, nuestra recomendación es Comprar siempre que no se desencadene una guerra comercial. El establecimiento de aranceles en EEUU supondría un impacto positivo en el corto plazo, ya que los precios aumentarían en un momento en el que la demanda es pujante, pero el impacto total sería negativo por la contracción del comercio y el freno en el ciclo global.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Elena Fdez-Trapiella  
 Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Pilar Aranda Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'16/22
Ingresos	4.221	3.968	4.627	4.980	5.260	5.526	5.749	5.982	7,1%
Costes	-3.937	-3.639	-4.139	-4.453	-4.730	-4.959	-5.165	-5.375	
<b>EBITDA</b>	<b>285</b>	<b>329</b>	<b>488</b>	<b>528</b>	<b>531</b>	<b>567</b>	<b>584</b>	<b>607</b>	10,7%
Margen EBITDA	6,7%	8,3%	10,6%	10,6%	10,1%	10,3%	10,2%	10,1%	
<b>EBIT</b>	<b>121</b>	<b>157</b>	<b>319</b>	<b>356</b>	<b>391</b>	<b>394</b>	<b>410</b>	<b>433</b>	18,4%
Margen EBIT	2,9%	4,0%	6,9%	7,1%	7,4%	7,1%	7,1%	7,2%	
BAI	77	128	300	317	350	356	374	399	20,9%
<b>BNA</b>	<b>43</b>	<b>80</b>	<b>236</b>	<b>250</b>	<b>275</b>	<b>280</b>	<b>294</b>	<b>313</b>	
BPA	0,16	0,29	0,85	0,90	1,00	1,01	1,07	1,13	25,5%

Balance (M€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'16/22
Inmovilizado	2.318	2.358	2.148	2.156	2.163	2.170	2.177	2.183	
Existencias	825	887	990	1.049	1.105	1.167	1.211	1.263	
Clientes	440	528	552	553	584	614	632	650	
Otros deudores	39	48	61	62	62	63	64	64	
Tesorería	504	635	653	736	776	819	853	888	
<b>Total Activo</b>	<b>4.126</b>	<b>4.455</b>	<b>4.404</b>	<b>4.556</b>	<b>4.691</b>	<b>4.834</b>	<b>4.936</b>	<b>5.048</b>	2,1%
Patrimonio Neto	2.023	2.169	1.970	2.098	2.251	2.409	2.540	2.689	
Otros Pasivos	345	355	347	351	354	358	361	365	
Acreedores	566	713	857	825	876	918	957	1.014	
Deuda Financiera	1.191	1.218	1.230	1.282	1.210	1.148	1.079	980	
<b>Total Pasivo</b>	<b>4.126</b>	<b>4.455</b>	<b>4.404</b>	<b>4.556</b>	<b>4.691</b>	<b>4.834</b>	<b>4.936</b>	<b>5.048</b>	2,1%

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

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor R
+BNA	250	275	280	294	313	El VR se calcula partiendo de un CFL normalizado estimando su media de ciclo completo (fase expansiva y contractiva).
+Amortizaciones	172	172	173	174	174	
=CF Operativo	421	447	453	468	487	
+Gtos Financieros *(1-T)	29	30	28	27	25	
- Inversión en activo fijo	(180)	(180)	(180)	(180)	(180)	
- Inversión en circulante	(92)	(36)	(50)	(23)	(13)	
<b>=CFL Operativo</b>	<b>178</b>	<b>262</b>	<b>252</b>	<b>291</b>	<b>319</b>	<b>5.468</b>

EV	4.876	WACC 7,4%
-DFN	(609)	g 2,0%
-Minoritarios	(73)	Nº acciones (M) 276,1
EqV	4.194	
<b>Precio objetivo</b>	<b>15,2 €/acción</b>	PER'18e implícito 16,8 x
		EV/EBITDA'18e implícito 9,2 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	5,4%	20,8	21,8	22,9	24,1	25,4	26,9	28,6	30,6	32,9
medio	5,9%	18,4	19,1	20,0	20,9	21,9	23,0	24,2	25,6	27,2
de los	6,4%	16,4	17,0	17,6	18,4	19,1	20,0	20,9	22,0	23,1
Recursos	6,9%	14,8	15,2	15,8	16,3	17,0	17,6	18,4	19,2	20,0
(WACC)	7,4%	13,4	13,8	14,2	14,7	15,2	15,7	16,3	16,9	17,6
	7,9%	12,2	12,6	12,9	13,3	13,7	14,2	14,6	15,1	15,7
	8,4%	11,2	11,5	11,8	12,1	12,5	12,8	13,2	13,7	14,1
	8,9%	10,3	10,6	10,9	11,1	11,4	11,7	12,1	12,4	12,8
	9,4%	9,6	9,8	10,0	10,2	10,5	10,8	11,0	11,3	11,6

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Página 2/2

<http://broker.bankinter.com/>

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Elena Fdez-Trapiella  
Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Pilar Aranda Joao Pisco Susana André (Support)

Avda. Bruselas 12  
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.