

Sector: Industrial

**2019 : un año de menos a más.
Incertidumbres comerciales pendientes**

Acerinox

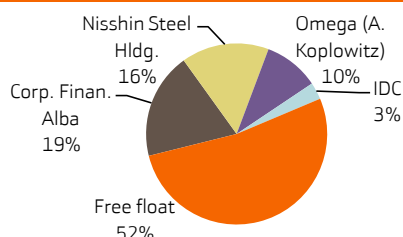
Precio Objetivo: 10,4 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.600 M€
Último: 9,42 €/acc.
Nº Acciones (M.): 276,1 M acc.
Min / Max (52 sem): 8,326/12,47€/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: ACX.MC/ACX.SM

Accionariado



Cifras & Ratios

	2018r	2019e	2020e	TAMI (1)
Ingresos	5.011	5.096	5.250	2,4%
EBITDA	480	484	512	3,3%
Margen Ebitda	9,6%	9,5%	9,7%	
EBIT	312	313	341	
Margen Ebit	6,2%	6,1%	6,5%	
BAI	310	289	310	0,0%
BNA	237	225	238	0,2%
BPA (€/acc.)	0,86	0,81	0,86	0,2%
DPA (€/acc.)	0,45	0,50	0,50	5,4%
Rentab. Dividendo (2)	4,8%	5,3%	5,3%	
DFN ⁽³⁾	552	502	450	-9,8%
Deuda/Ebitda	1,2x	1,0x	0,9x	
ROE	11,5%	10,5%	10,6%	
PER	11,0x	11,6x	10,9x	
PVC	1,2x	1,2x	1,1x	
EV/Ventas	0,7x	0,6x	0,6x	
EV/EBITDA	6,9x	6,7x	6,3x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2018/20)

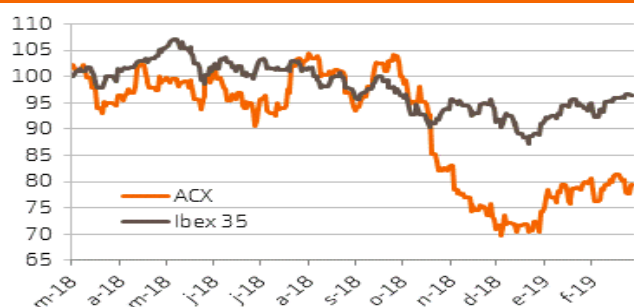
(2) Rentab sobre última cotización.

(3) DFN en millones de acciones

Desglose Ventas

	2016	2017	2018
América	46,0%	45,9%	47,3%
Europa	36,8%	36,6%	34,7%
Asia	12,0%	12,3%	12,5%
África	4,9%	4,8%	4,9%
Otros	0,3%	0,4%	0,5%

ACX vs Ibex-35



Mantenemos la recomendación Neutral con P. Obj 10,4 €/acc. (desde 11,90€/acc.), reflejo de la reducción de nuestras estimaciones ante el entorno de ralentización del ciclo económico y la incertidumbre comercial en el sector. La compañía cuenta con una **sólida posición de balance** (1,15x DFN/EBITDA dic-18) y una **buena gestión** (prioridad en la generación de caja y nuevo Plan Excellence 360, 2019-2023E). **Esperamos una mejora progresiva en el año** que refleje la recuperación de los precios del níquel (+22,1% hasta marzo) y la mayor estabilidad en Europa, tras la introducción de las medidas definitivas de salvaguardia. La evolución de la **situación comercial entre EE.UU.-China seguirá siendo el principal foco de incertidumbre, junto al entorno de sobrecapacidad en Asia.** Actualmente la compañía **cotiza a 6,8x EV/EBITDA 2019E** (vs una media histórica de 9,2x o 7,5x desde 2017).

Resultados de 2018: más débiles de lo esperado en el 4T18. Ingresos anuales de 5.011M€ (+8% a/a), 1.139M€ en el 4T18 (+2,1% a/a); EBITDA anual 480M€ (-2%) ante el descenso del 4T18 (58M€, -51,3% a/a) que incluye el efecto negativo de un ajuste de inventarios de 22M€. El margen EBITDA anual se situó en 9,5% vs 10,6% en 2017 (ante el 5,1% del 4T18, 7% ex efecto de inventarios). **El entorno de mercado se deterioró, más rápido de lo esperado, en el 4T18** con un descenso del precio del níquel (-15,2%). En Europa se produjo un fuerte descenso de la demanda aparente e inventarios elevados, lo que se unió a la ralentización estacional del 4T en EE.UU. En Asia el **exceso de producción** (nueva planta en Indonesia de Tsingshan) tuvo un **impacto negativo en precios.** La compañía ha ajustado el valor de su participada al 97% en Asia (Bahru) en 155M€ y capitalizado un préstamo (335,5M\$).

Solidez de Balance: 1,15x DFN/EBITDA- Ante el deterioro del mercado, Acerinox priorizó la generación de caja, ajustando la producción de la acería (-3,1% a/a a 2,44M Tm). La deuda neta bajó un 9,4% a/a (552M€) y la DFN/EBITDA a 1,15x (vs 1,25x dic-17). Acerinox ha propuesto una mejora del 11% del dividendo (0,50€/acc.) y ha introducido el primer programa de recompra de acciones (hasta 2%) para su posterior amortización. Propondrá a la Junta reducir el número de acciones para ir compensando las emitidas 2013-2016 (mediante *scrip*).

Expectativas 2019 apuntan a una mejora a partir de 2T19 ante: (1) la recuperación de los precios del níquel a comienzos de 2019 (+22,1% hasta marzo); y (2) un mercado europeo más estable, tras la introducción de las medidas de salvaguarda definitivas en Europa (a comienzos de febrero). Además, Acerinox va a iniciar un **nuevo programa, Excellence 360°** entre 2019-2023E, que tiene como objetivo alcanzar un retorno en EBITDA de 125M€ anuales recurrentes a partir de 2023 (24M€ 2019E). La **principal incertidumbre** sigue en torno a la **situación comercial entre EE.UU.-China**, mientras que en Asia no esperamos cambios dada la situación de sobrecapacidad. Geográficamente EE.UU. es cerca del 47% de sus ventas, Europa 35% y Asia el 12,5%.

Revisamos a la baja nuestras expectativas y valoración a 10,40€/acc. El EBITDA 2019 est. se sitúa en 484M€, -9,2% vs anterior y a 512M€ 2020E, -2,9% vs ant., para reflejar un inicio de año más débil y la ralentización del entorno económico. **El P. Obj. pasa a 10,4 €/acc.** (desde 11,90€/acc.) reflejando la reducción de nuestras estimaciones y un ligero aumento del WACC al 7,5% (vs 7,2%), ante la elevada volatilidad e incertidumbre comercial sectorial. Actualmente la compañía **cotiza a 6,8x EV/EBITDA 2019E.** Nuestra **valoración supondría cotizar a 7,5x EV/EBITDA** (nivel medio de los últimos dos años).

Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Cortina (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Juan Tuesta Rafael Alonso 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

* 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	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'18/22
Ingresos	4.221	3.968	4.627	5.011	5.096	5.250	5.356	5.463	2,2%
Costes	-3.935	-3.639	-4.138	-4.531	-4.612	-4.738	-4.852	-4.982	
EBITDA	286	329	489	480	484	512	503	482	0,1%
Margen EBITDA	6,8%	8,3%	10,6%	9,6%	9,5%	9,7%	9,4%	8,8%	
EBIT	121	157	318	312	313	341	332	311	-0,1%
Margen EBIT	2,9%	4,0%	6,9%	6,2%	6,1%	6,5%	6,2%	5,7%	
BAI	77	128	299	310	289	310	304	285	-2,1%
BNA	43	80	234	237	225	238	234	221	
BPA	0,16	0,29	0,85	0,86	0,81	0,86	0,85	0,80	-1,8%

Balance (M€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'18/22
Inmovilizado	2.318	2.358	2.148	2.134	2.134	2.134	2.134	2.134	
Existencias	825	887	990	1.019	1.040	1.080	1.115	1.146	
Clientes	470	572	602	578	599	630	656	683	
Otros deudores	33	39	44	27	27	27	27	27	
Tesorería	480	598	621	850	894	933	963	986	
Total Activo	4.126	4.455	4.404	4.608	4.693	4.804	4.895	4.975	1,9%
Patrimonio Neto	2.023	2.169	1.970	2.119	2.183	2.262	2.336	2.397	
Otros Pasivos	270	264	262	226	226	226	226	226	
Acreedores	642	804	941	860	889	934	965	992	
Deuda Financiera	1.191	1.218	1.230	1.402	1.396	1.383	1.368	1.361	
Total Pasivo	4.126	4.455	4.404	4.608	4.693	4.804	4.895	4.975	1,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor R
+EBIT	313	341	332	311	302	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas
- Impuestos s/ B° Operativo	(91)	(99)	(96)	(90)	(88)	
+NOPAT	222	242	236	221	214	
+Amortizaciones	171	171	171	171	171	
- Inversión en circulante	(13)	(27)	(30)	(31)	(9)	
- Inversión en activo fijo	(171)	(171)	(171)	(171)	(171)	
Flujo de Caja Libre	209	215	206	190	205	3.666

EV	3.639	WACC 7,5%
-DFN total ⁽¹⁾	(704)	g 1,8%
-Minoritarios	(57)	Nº acciones (M) 276,1
EqV	2.879	

Precio objetivo	10,4 €/acción	PER'19e implícito	EV/EBITDA'19e implícito
		12,8 x	7,5 x

(1) la DFN total incluye factoring

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,00%	1,20%	1,40%	1,60%	1,80%	2,00%	2,20%	2,40%	2,60%
Coste	5,5%	14,1	14,7	15,5	16,2	17,1	18,1	19,2	20,5	21,9
medio	6,0%	12,5	13,0	13,6	14,2	14,9	15,6	16,4	17,3	18,4
de los	6,5%	11,2	11,6	12,0	12,5	13,1	13,6	14,3	15,0	15,8
Recursos	7,0%	10,1	10,4	10,8	11,2	11,6	12,1	12,6	13,1	13,7
(WACC)	7,5%	9,1	9,4	9,7	10,1	10,4	10,8	11,2	11,7	12,1
	8,0%	8,3	8,6	8,9	9,1	9,4	9,7	10,1	10,4	10,8
	8,5%	7,7	7,9	8,1	8,3	8,6	8,8	9,1	9,4	9,8
	9,0%	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1	8,3	8,6	8,8
	9,5%	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Página 2/2

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

Aránzazu Cortina (analista principal de este informe)

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

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

Avda. Bruselas 14
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.