

Acerinox (ACX), Enero 2017

ACERINOX (ACX)

Actualización

Sector: Minerales, Metales (Materiales Básicos, Industria y Construcción)

Accionistas

 Corporación Financiera Alba (ALB): 19,0%
 Feynman Capital (Grupo Omega): 7,3%
 Nisshin Steel: 15,5%
 IDC: 3,0%

Analista: Juan J. Figares

 Tel: 34 - 91 - 573 3027
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro
 Tel: 34 - 91 - 573 3027
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

ACUMULAR RIESGO: MEDIO

 Precio acción (27/01/17): EUR 12,85
Precio objetivo (12 meses): EUR 14,43
 # de acciones (mill): 276,07
 Capitalización bursátil (mill): EUR 3.547,47
 Máx/Mín 2017: EUR 13,24 / 12,35
 Máx/Mín (12 meses): EUR 13,24 / 7,91
 % Máx/Mín (12 meses): -3 / 63

 PER 09: neg.
 PER 10: 26,7
 PER 11: 33,5
 PER 12: neg.
 PER 13: 106,1
 PER 14: 23,8
 PER 15: 79,9
 PER 16E: 52,2
 PER 17E: 24,2
 PER 18E: 16,7

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción (**)	Pay-out (%)
2009	neg.	(165,01)	(229,21)	(107,14)	(0,92)	(0,43)	0,45	n.s.
2010	11,5	379,94	122,74	270,53	0,49	1,09	0,45	91
2011	9,9	339,22	73,73	220,51	0,30	0,88	0,45	152
2012	13,6	195,72	(21,78)	126,20	(0,09)	0,51	0,45	n.s.
2013	13,0	223,27	22,07	156,00	0,09	0,62	0,43	493
2014	8,7	448,03	136,33	284,09	0,53	1,10	0,45	86
2015	14,5	284,57	42,89	203,68	0,16	0,76	0,45	279
2016E	13,1	323,35	68,01	246,34	0,25	0,89	0,45	182
2017E	9,6	430,76	146,86	325,29	0,53	1,18	0,45	84
2018E	7,7	507,26	213,03	388,93	0,77	1,41	0,45	58

(*) EUR millones

(**) Incluyen devoluciones de fondos propios; a partir de 2013 el dividendo se instrumenta en forma de "scrip dividend" o "dividendo flexible"

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

Factores Claves de la Inversión

- **Acerinox (ACX, la Compañía o el Grupo) es uno de los mayores fabricantes de acero inoxidable**, con tres de las fábricas integrales más productivas del mundo. ACX presenta como ventaja competitiva una vasta red comercial orientada al servicio de sus clientes, compuesta por centros de servicios, almacenes y oficinas comerciales.
- **En su apuesta por favorecer su crecimiento orgánico, la Compañía está construyendo una planta de acero inoxidable integral en Malasia.** ACX se convierte así en la única compañía del sector con presencia productiva en cuatro continentes: Europa, América, Asia y África, lo que supone una ventaja comparativa en un sector cada vez más competitivo.
- **Durante la reciente crisis económica y debido a la debilidad de la demanda global, salieron a relucir los grandes problemas estructurales que afrontan las compañías fabricantes de acero inoxidable**, especialmente el de la sobrecapacidad de producción en mercados como el europeo, donde ya se ha corregido esta situación, y el chino, que limitan la capacidad de recuperación de los precios.
- Ante este escenario de debilidad estructural **las compañías están intentando adaptarse a trabajar con márgenes más estrechos, habiéndose convertido la eficiencia operativa y el volumen de producción en las dos variables claves para el sector.** ACX creemos que ha sido pionera en este tema ya que lleva años implementando con éxito planes de mejora operativa con el objetivo de reducir el punto de equilibrio de sus principales factorías.
- No obstante, **más a medio/largo plazo nuestra percepción sobre la evolución del sector es optimista ya que hay una serie de factores que modificarán para bien el escenario en el que deberán operar las compañías del sector:** i) el sostenido crecimiento de la demanda final de acero inoxidable; ii) el cambio de modelo económico en China; iii) los cierres de capacidad para ajustar la oferta; y iv) la estabilización del precio de la principal materia prima utilizada para la producción del acero inoxidable, concretamente del níquel.
- **Tras analizar los resultados de ACX de 9M2016**, que han sido mejores de lo por nosotros esperado a nivel de explotación, **hemos optado por revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto de 2016.** Esperamos ahora que ACX haya alcanzado unas ventas en el ejercicio 2016 de EUR 3.961 millones (-6,2% vs. 2015); un EBITDA de EUR 323,4 millones (+13,6%); un margen EBITDA sobre ventas del 8,2% (6,7% en 2015); y un beneficio neto atribuible de EUR 68,01 millones (+58,6%).
- **Los factores que penalizaron el comportamiento del sector a finales de 2015 y principios de 2016 han comenzado a disiparse:** los inventarios de los almacenistas se han normalizado y el precio del níquel es difícil que pueda seguir bajando dado que a los niveles actuales casi un 60% de los productores trabajan a pérdidas. Por su parte, las importaciones de producto en Europa y EEUU han vuelto a situarse a niveles más normales en los últimos meses ante la adopción de medidas *antidumping* por parte de la Comisión Europea (CE) y de medidas antisubsidio y *antidumping* por parte de la Administración estadounidense.

Acerinox (ACX), Enero 2017

- Además, en nuestras nuevas estimaciones hemos reflejado parcialmente los efectos positivos que esperamos tengan en la filial estadounidense del Grupo, NAS, las medidas de políticas fiscales que pretende implementar la nueva Administración estadounidense, tanto a nivel ventas como a nivel impositivo. Dada la dificultad de determinar en estos momentos cuál será el verdadero efecto en NAS de las mismas, hemos optado por ser conservadores a la hora de proyectarlos.
- Todo lo anterior, unido a la fortaleza mostrada por la demanda final, que está permitiendo subir precios bases en algunos mercados, y el reciente cierre de capacidad productiva en China, nos ha llevado a revisar ligeramente al alza nuestras estimaciones de resultados para 2017 y 2018. También hemos modificado al alza nuestra valoración de la Compañía desde los EUR 12,54 por acción (junio 2016) hasta los **EUR 14,43**, lo que da a las acciones de ACX un potencial de revalorización cercano al 12%.
- Consideramos que ACX sigue siendo una interesante opción de inversión, siempre que se mantenga un horizonte temporal de medio/largo plazo. Destacar, además, que la rentabilidad por dividendo que ofrecen los títulos de ACX es del 3,5%, atractiva a pesar de la reciente fuerte revalorización de las acciones de la Compañía. Además, no vemos riesgo a corto/medio plazo de que la Compañía se vea obligada a modificar su actual política de remuneración al accionista. No obstante, el moderado potencial de revalorización que ofrecen las acciones de ACX en función de nuestra valoración hace que revisemos nuestra recomendación sobre el valor desde COMPRAR hasta **ACUMULAR**. Aprovecharíamos recortes en el precio de las acciones de ACX para tomar nuevas posiciones.

RECOMENDACIÓN: ACUMULAR
RIESGO: MEDIO

TRAS ANALIZAR LOS RESULTADOS OBTENIDOS POR ACERINOX EN 9M2016, HEMOS REVISADO AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES PARA EL CONJUNTO DEL EJERCICIO

Los resultados de ACX durante el ejercicio 2016 han ido de menos a más, a medida que mejoraban las condiciones del sector en sus principales mercados, especialmente en Europa y EEUU. Cabe recordar que el 2S2015 fue muy flojo debido a la caída de los precios del acero inoxidable, lo que penalizó los márgenes de la Compañía –la caída de los precios fue debido al elevado nivel de los inventarios y al fuerte descenso de los precios de las materias primas utilizadas en la producción del acero inoxidable, especialmente del níquel; también influyó en ello en el mercado estadounidense la agresividad comercial de algún competidor, así como el elevado porcentaje que supusieron sobre el total de ventas en este mercado las importaciones en la primera parte del ejercicio-. Esta inercia negativa se extendió al 1T2016, en el que, por tercer trimestre consecutivo, ACX acumuló pérdidas netas (beneficio neto atribuible negativo).

A partir de ese momento, y como consecuencia de la reversión de algunos de los factores que habían venido lastrando los resultados de la Compañía en los trimestres precedentes –se han recuperado los precios base, el precio del níquel se estabilizó para subir en los últimos meses del año, y se terminó el ajuste de inventarios (ver informe sobre ACX de junio 2016)-, e impulsados por una demanda final sólida, los resultados de ACX giraron al alza, especialmente en el 3T2016, en el que las cifras publicadas por ACX nos sorprendieron muy positivamente, especialmente a nivel de explotación (el margen EBITDA sobre ventas se situó en el trimestre estanco en el 10,3%, nivel que no se alcanzaba desde el 3T2014, cuando este margen fue del 12,4%), llevándonos a revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio. Pasamos ahora a analizar el comportamiento en el ejercicio de los distintos mercados en los que opera la Compañía y de los factores que han influido en los mismos.

Antes, señalar que la producción mundial se espera que haya aumentado en el ejercicio 2016 un 4,6%, hasta los 43,5 millones de toneladas (fuente ISSF), con caídas de la misma en Europa/África y EEUU, como consecuencia del ajuste de las existencias y la reducción de capacidad llevada a cabo en la primera de estas regiones. Por su parte, la producción china ha vuelto a crecer en 2016, impulsada por el consumo local y las exportaciones.

Mercado Europeo: a 9M2016 este mercado cerró con un incremento del consumo aparente cercano al 8%, con fuertes incrementos de esta variable en mercados como el italiano (aproximadamente +17%). Francia (+9%) y España (+8%) y con crecimientos más moderados en Alemania. En sentido contrario y en parte también como consecuencia de la caída de la libra esterlina desde el *brexít*, el mercado británico se ha contraído en el ejercicio cerca del 10% -la construcción y el transporte han sido los dos sectores más afectados por la debilidad de la demanda en este mercado-. La positiva evolución del consumo aparente en Europa ha sido consecuencia de la mayor actividad y de la consiguiente reposición de existencias, que aún así han cerrado el ejercicio por debajo de la media de los últimos años.

Cabe destacar que en este mercado las medidas *antidumping* adoptadas por la Unión Europea (ver informe sobre ACX de junio 2016) contra los productores de China y Taiwán no han logrado evitar que la cuota que sobre el total del mercado suponen las importaciones haya bajado, lo que ha dificultado la recuperación de los precios base.

En este mercado la demanda final ha sido impulsada durante el ejercicio por la de bienes de consumo como electrodomésticos y automóviles, con crecimiento en el ejercicio de entre el 3% y el 5%.

Acerinox (ACX), Enero 2017

EEUU: en este mercado el incremento del consumo aparente estimado para el ejercicio 2016 es de aproximadamente el 5%. Los sectores que han ejercido de motores de la demanda han sido en el ejercicio analizado, por orden decreciente, el de la construcción, el del automóvil y el de los electrodomésticos.

No obstante, lo más relevante ocurrido en este mercado y que ha permitido a ACX subir sus precios base tres veces durante el mismo ejercicio es la reducción de las importaciones y la mayor disciplina en materia de precios de los competidores. Así, se estima que las importaciones habrán descendido cerca del 10% en el año tras las medidas preliminares antisubsidio y *antidumping* adoptadas por el Departamento de Comercio –en julio anunció medidas antisubsidio que gravaban con tasas de entre el 57,3% y el 193,12% a algunos productores chinos; en septiembre impuso aranceles de entre el 63,86% y el 76,64% al producto plano laminado en frío en China-. No obstante, la caída de aproximadamente el 70% de las importaciones procedentes de China ha sido cubierta en parte por la de otros productores asiáticos.

Por último, señalar que en la capacidad de la Compañía para subir precios también ha jugado a favor el ajuste de inventarios, que ha situado los mismos a finales de ejercicio a niveles algo inferiores a los medios de los últimos años.

Asia: en este mercado, cuya demanda final evoluciona favorablemente como consecuencia de la buena marcha de sectores como el del automóvil y la construcción, lo más relevante es que tras las medidas anticompetencia adoptadas por la UE y por EEUU, gran parte de la producción china, mercado que sigue presentando una sobrecapacidad productiva muy elevada, se ha desviado durante parte del ejercicio hacia el resto de mercados asiáticos, lo que ha mantenido los precios muy presionados. No obstante, a finales de ejercicio se anunció el cierre de unas 2.000.000 de toneladas de capacidad en este país, que pueden ser más en 2017, lo que permitió que los precios en los mercados asiáticos recuperaran terreno, situándose muy cerca de los del mercado estadounidense.

Así, ahora esperamos que ACX alcance en 2016 unas **ventas** de EUR 3.960,74 millones, un 6,2% inferiores a las logradas en 2015 principalmente por la caída de los precios finales, muy presionados por el extra de aleación por la caída del precio del níquel –esta se acerca en 2016 al 20% en comparación con el precio de 2015 y en términos de precios medios-. Cabe destacar que la recuperación de los precios finales del acero inoxidable en todos los mercados en los últimos meses del año y las mayores producciones de ACX hacen que las ventas hayan ido recuperándose progresivamente a lo largo de los distintos trimestres del ejercicio. En este sentido, señalar que al cierre de septiembre (9M2016) la caída interanual de las ventas era del 12,1%. Nosotros, en nuestras anteriores estimaciones (junio 2016), esperábamos unas mayores ventas, de EUR 4.165,99 millones. Esta desviación es consecuencia de que nosotros en principio habíamos estimado una mayor recuperación de los precios finales del acero inoxidable. Nuestras nuevas estimaciones suponen que en el 4T2016 las ventas de ACX se elevarían a EUR 1.046 millones, muy en línea con los EUR 1.007 millones alcanzados por la Compañía en el 3T2016.

Cuadro n. 1
EVOLUCIÓN RESULTADOS ACERINOX (2015 VS. 2016E)

EUR millones	3T2015	4T2015	1T2016	2T2016	3T2016	4T2016E	2016E	2015	% 2016E/2015
Ventas netas	1.000,86	905,35	953,35	953,67	1.007,62	1.046,10	3.960,74	4.221,43	-6,2%
EBITDA	41,50	41,10	40,99	78,75	103,30	100,31	323,35	284,57	13,6%
s/ventas	4,1%	4,5%	4,3%	8,3%	10,3%	9,6%	8,2%	6,7%	
EBIT	0,53	(0,46)	0,55	35,89	60,20	48,38	145,02	120,89	20,0%
s/ventas	0,1%	-0,1%	0,1%	3,8%	6,0%	4,6%	3,7%	7,3%	
BAI	(9,75)	(9,37)	(7,35)	26,43	53,50	31,32	103,90	76,90	35,1%
Bº neto atribuible	(8,04)	(12,99)	(8,31)	16,99	35,82	23,51	68,01	42,89	58,6%
Cash-flow del ejercicio	32,23	28,25	31,89	59,72	78,53	76,20	246,34	203,68	20,9%

Fuente: RRII Acerinox; Estimaciones propias.

Acerinox (ACX), Enero 2017

No obstante, sí hemos procedido a revisar al alza nuestros márgenes de explotación como consecuencia del mejor comportamiento del por nosotros esperado de los precios base en EEUU a lo largo del ejercicio, precios que a finales de año y en términos medios casi se han situado al mismo nivel que en 2015, ejercicio en el que se vieron muy presionados a la baja. Los precios base europeos, por su parte, se mantuvieron muy estables a lo largo del ejercicio en términos de euros. Ahora esperamos que el cash-flow de explotación o **EBITDA** del Grupo cierre 2016 en los EUR 323,35 millones (EUR 305,92 millones; estimaciones anteriores), lo que supone que ACX alcanzará un margen EBITDA sobre ventas del 8,2%, superior al 6,7% del 2015. En relación al obtenido en 2015, nuestra estimación supone un crecimiento del 13,6% (-9,0% al cierre de 9M2016). En ello juega a favor el hecho de que en el 2S2015 la Compañía presentó unos resultados muy pobres, consecuencia de la debilidad por la que atravesaba en esos momentos el sector, mientras que en el 2S2016 las cifras de ACX han mejorado sustancialmente. Esperamos que en el 4T2016 estanco el EBITDA sea de EUR 100,31 millones, muy similar a los EUR 103,30 millones logrados en el 3T2016. El margen, por su parte, se situará en el 9,6%, ligeramente por debajo del 10,3% del 3T2016 pero muy por encima del 4,5% del 4T2015.

Por último, señalar que esperamos que el **beneficio neto atribuible** de ACX haya sido de EUR 68,01 millones al cierre de 2016 (EUR 53,76 millones; anterior estimación), lo que supone un fuerte incremento del 59% respecto a la cifra de 2015 (-20,4% al cierre de 9M2016). Nuevamente en esta evolución juega a favor el hecho de que en el 4T2015 ACX obtuvo una pérdida neta atribuible de EUR 12,99 millones, mientras que en el mismo periodo de 2016 la Compañía generó un beneficio neto atribuible de EUR 23,51 millones, según nuestras nuevas estimaciones.

LA COMPAÑÍA PRESENTA UNA ESTRUCTURA FINANCIERA MUY SÓLIDA QUE SE APOYA EN UNA ACTIVA GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE

Esperamos que ACX cierre 2016 con una deuda neta cercana a los EUR 680 millones, cifra ligeramente inferior a la que presentaba al término del ejercicio 2015 (EUR 711 millones). En función del EBITDA que estimamos ha generado la Compañía en 2016 el ratio Deuda Neta / EBITDA se situaría en las 2,1x (veces), nivel muy gestionable que, además, como luego mostraremos al presentar nuestras nuevas estimaciones, esperamos que descienda sustancialmente en los próximos ejercicios. Destacar que esperamos que la Compañía haya cerrado 2016 con una caja disponible de unos EUR 450 millones, algo inferior a la que tenía el Grupo a finales de 2015 (EUR 480 millones).

La Compañía no presenta ningún problema de liquidez. En ese sentido, destacar que al cierre de septiembre (9M2016) tenía líneas de crédito por importe de EUR 1.895 millones, de las cuales el 32% estaba disponible. Dada la holgada posición de liquidez de la Compañía, en los últimos trimestres ACX ha decidido no utilizar el *factoring* ni el *confirming* para financiar su circulante operativo.

Por último, destacar que el pasado mes de mayo ACX alcanzó acuerdos con 12 entidades bancarias para refinanciar un total de EUR 717 millones de su deuda. El Grupo ha logrado con ello i) extender los plazos de pago hasta 2021; ii) reducir los tipos de interés; iii) moderar los vencimientos de los tres próximos años y iv) añadir nuevas entidades a su *pool* bancario. De esta forma, ACX logra condiciones de financiación más ventajosas, además de rebajar el coste de la deuda, sin *covenants*. No es descartable nuevas operaciones de este tipo en el futuro. Así, actualmente sólo el 5% de la deuda del Grupo está sometida a *covenants*.

Posteriormente, en el punto en el que presentamos nuestras nuevas estimaciones para 2017 y 2018 profundizaremos en el plan de inversiones de la Compañía. No obstante, hemos estimado que en 2016 las inversiones (capex) de ACX podrían rondar los EUR 150 millones (EUR 97 millones a 9M2016).

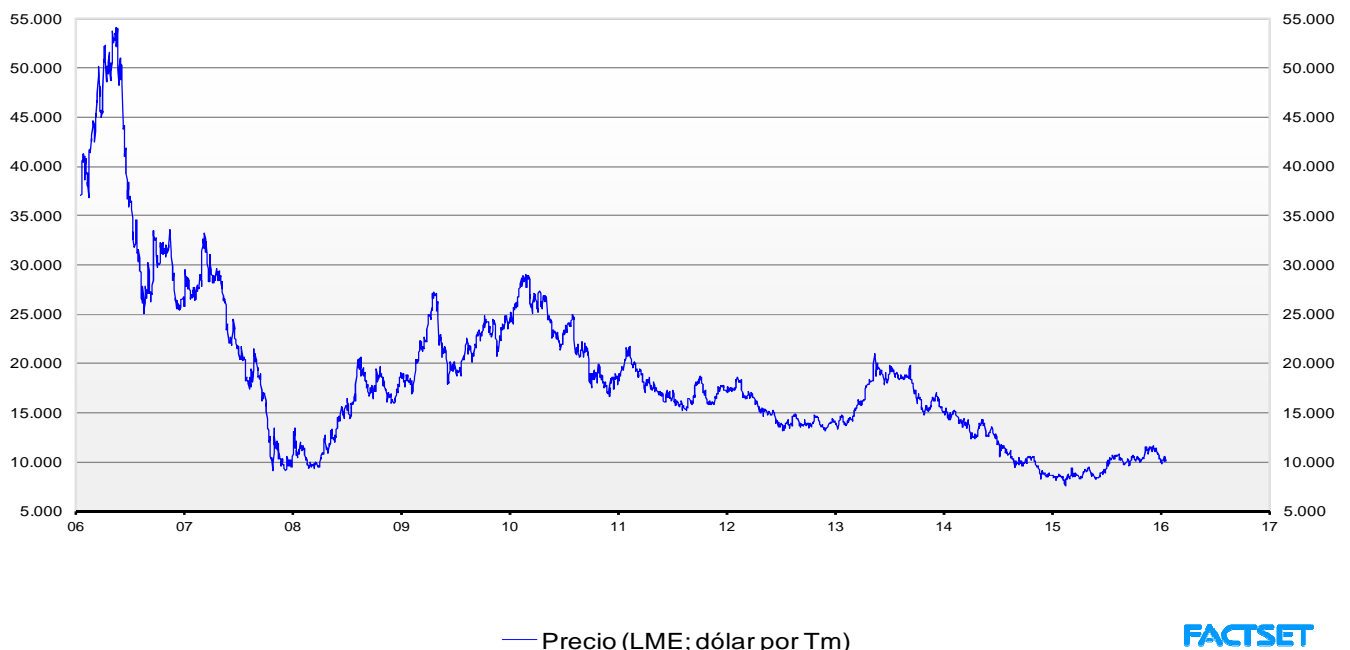
SEGUIMOS PENSANDO QUE EL PRECIO ACTUAL DEL NÍQUEL ES INSOSTENIBLE A MEDIO PLAZO DADO QUE CERCA DEL 60% DE LOS PRODUCTORES PRESENTAN PÉRDIDAS OPERATIVAS

El níquel es la principal materia prima utilizada para la fabricación de muchas gamas de acero inoxidable, los denominados austeníticos. En los mercados europeos y estadounidenses los fabricantes aplican a los precios base del producto un extra de aleación en función de los precios de las materias primas para calcular los precios finales del producto, algo que no ocurre en el mercado asiático, de ahí la importancia del precio de las materias primas en la evolución del precio final del acero inoxidable.

Así, cuando el precio del níquel baja de forma brusca, como ha ocurrido recientemente —el precio medio de esta materia prima fue en 2016 un 20% inferior al del 2015, como ya hemos visto—, los almacenistas o intermediarios optan por retrasar pedidos o reducirlos, en función de sus niveles de inventarios, para no “sobrepagar” el producto. Al contrario, en fases de fuertes subidas del precio del níquel los almacenistas optan por agilizar sus pedidos para intentar evitar pagar más caro el producto en un futuro. El efecto en los precios base del acero inoxidable suele ser negativo en el primer caso, asumiendo los productores parte de la fuerte bajada del precio de la materia prima en sus precios base y, al revés, en el segundo caso los fabricantes de acero inoxidable suelen poder aumentar sus precios base dada la mayor demanda de sus productos por parte de los almacenistas.

Gráfico n. 1

EVOLUCIÓN PRECIO DEL NÍQUEL – 10 años



Fuente: LME; FactSet

Desde finales de 2014 la menor fortaleza de la economía china, que lastró en 2015 la producción de acero inoxidable, unida a la menor demanda por parte de los almacenistas, que empezaron el mencionado ejercicio con elevados inventarios en los mercados europeos y estadounidenses, y la fuerte reapreciación del dólar

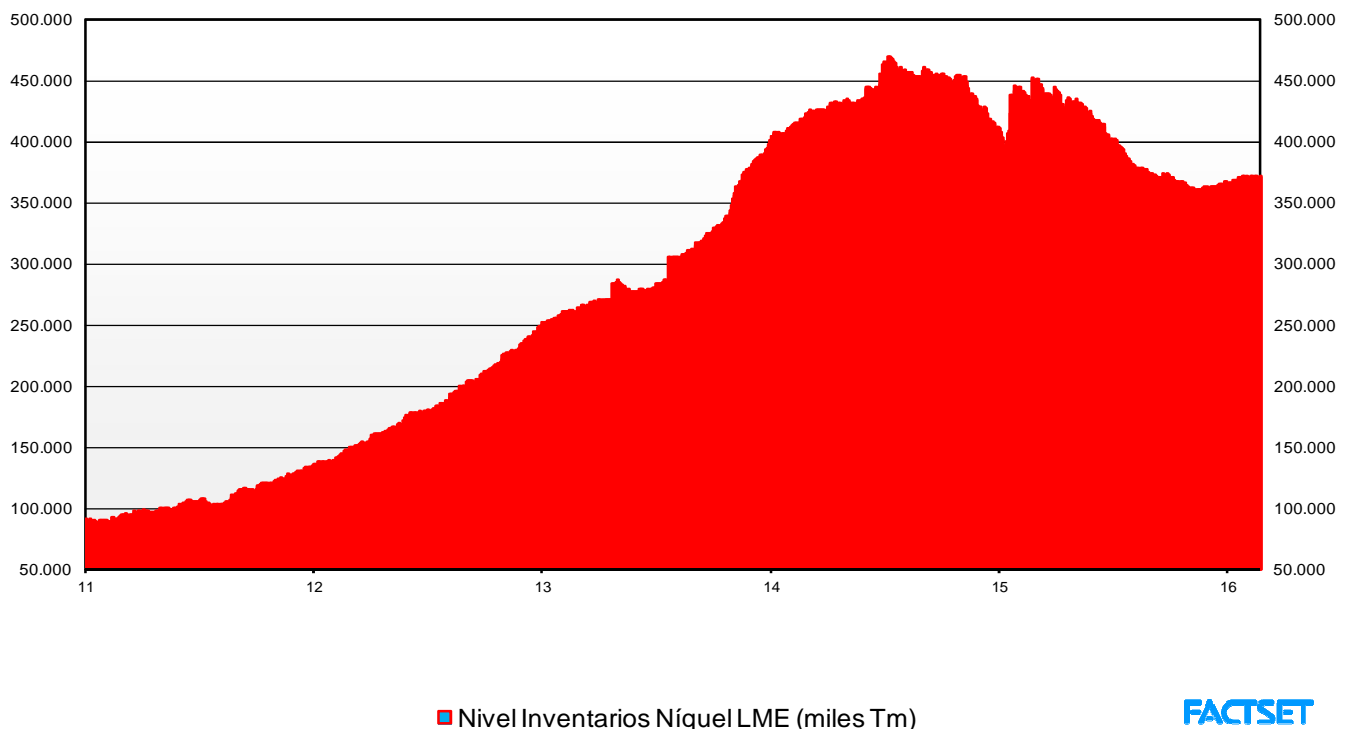
Acerinox (ACX), Enero 2017

provocaron una fuerte caída del precio del níquel, que llegó a marcar a principios de 2016 niveles mínimos multianuales (\$ 8.100 por Tm), tal y como se muestra en el gráfico n.1. Cabe señalar también que los elevados niveles de inventarios de esta materia prima que se llegaron a alcanzar a principios de 2015 en el *London Metal Exchange (LME)*, tal y como se muestra en el gráfico n. 2, y la especulación financiera a la que está sometido desde hace lustros el precio del níquel, también “jugaron en contra” de los intereses de los productores de acero inoxidable, al penalizar igualmente la evolución de los precios. No obstante, y desde mediados del ejercicio pasado, los precios de esta materia prima han recuperado algo de terreno, impulsados por la demanda de acero inoxidable, su principal destino.

Consideramos que los actuales niveles de precios del níquel no son sostenibles a medio plazo ya que: i) más de la mitad de los productores de esta materia prima están vendiendo a pérdidas, lo que, a la larga, debe llevar al cierre de capacidad productiva como ya ha ocurrido en otros mercados de materias primas como el del hierro, carbón, petróleo, zinc y cobre; ii) la demanda de níquel en China sigue a niveles de máximos históricos; y iii) el *nickel pig iron (NPI)* que importan los productores de acero inoxidable chinos desde Filipinas es mucho más caro, así como de menor calidad si se compara con el que importaban desde Indonesia antes de que el Gobierno de este país obligara a procesar esta materia a nivel local –el reciente cambio de criterio por parte del Gobierno indonesio, levantando parcialmente esta prohibición, no creemos que vaya a cambiar mucho el mercado del níquel; de hecho la caída inicial del precio de la materia prima tras conocerse a principios de enero la decisión del Ejecutivo de Indonesia revertió rápidamente en los siguientes días-. A pesar de que no se dan actualmente las circunstancias para que el precio de esta materia prima experimente un fuerte rebote al alza –la fortaleza del dólar es el principal impedimento, en nuestra opinión, ya que muchos precios de materias primas mantienen una elevada correlación inversa con esta divisa-, sí esperamos que, al menos, se establezca a los niveles actuales o, incluso, ligeramente por encima.

Gráfico n. 2

EVOLUCIÓN INVENTARIOS NÍQUEL London Metal Exchange (LME) – 5 AÑOS



FACTSET

Fuente: LME; FactSet

Acerinox (ACX), Enero 2017

En nuestra opinión, unos bajos precios del níquel, si se mantienen estables, son una buena noticia para el sector del acero inoxidable, al reducir su precio final y hacer de él un producto muy competitivo, que puede llegar a sustituir a otros aceros tradicionalmente más baratos pero de menor calidad, impulsando así su consumo. No obstante, lo mejor para el sector del acero inoxidable sería que el precio se mantuviera estable, al nivel que sea, sin experimentar grandes fluctuaciones. De ser así, uno de los factores que más ha penalizado los resultados de las compañías productoras de acero inoxidable en los últimos trimestres puede terminar convirtiéndose en un factor clave para la mejora de sus cuentas.

POR OTRO LADO, EN LOS ÚLTIMOS MESES EL PRECIO DEL CROMO, MATERIA PRIMA QUE SUPONE CERCA DEL 25% DEL COSTE DEL ACERO INOXIDABLE, SE HA DISPARADO AL ALZA, LO QUE YA SE ESTÁ REFLEJANDO EN LOS PRECIOS FINALES DE ESTE PRODUCTO A TRAVÉS DEL EXTRA DE ALEACIÓN

Tras tocar su nivel más bajo de los últimos seis años a mediados del año pasado, los precios del cromo, materia prima que se utiliza al igual que el níquel en la producción del acero inoxidable y cuyo precio se incluye en el extra de aleación en los mercados europeos y estadounidenses, formando parte así del precio final del acero inoxidable, comenzaron a subir con fuerza en los últimos meses, hasta situarse a sus niveles más elevados desde la pasada crisis financiera.

Tres son los motivos que hemos identificado que han provocado el drástico giro al alza que ha dado el precio de esta materia prima en el 2S2016: i) el cierre de capacidad productiva debido a los bajos precios alcanzados en el mercado por esta materia prima, cierres que han afectado especialmente a varios productores sudafricanos; iii) la fuerte demanda proveniente de China debido a sus bajos niveles de inventarios -llegaron a situarse recientemente a los niveles mínimos de los últimos 10 años-; y iii) el paquete de estímulos fiscales implementado por el Gobierno en China, factor que incrementa la demanda de acero inoxidable en este país y, por tanto, la de cromo.

Según distintas fuentes del sector, no es previsible que la tendencia al alza de los precios del cromo cambie en el corto plazo ya que no hay síntomas de que la producción de países como Sudáfrica, Turquía, Albania, Irán o Paquistán vaya a aumentar en los próximos meses. Es por ello que no es descartable que los precios de esta materia prima sigan subiendo, lo que se reflejará en los precios finales del acero inoxidable, vía extra de aleación y, esperamos, mantenga fuerte la demanda por parte de los almacenistas en los próximos meses por el temor a que los precios del acero inoxidable sigan subiendo.

SEGUIMOS PENSANDO QUE EL SECTOR DEL ACERO INOXIDABLE MANTIENE UNOS BUENOS FUNDAMENTALES Y OFRECE A MEDIO/LARGO PLAZO UNA INTERESANTE OPORTUNIDAD PARA LAS COMPAÑÍAS QUE OPERAN EN EL MISMO

En el corto plazo, esperamos que la serie de factores que penalizaron el comportamiento del sector a finales de 2015 y durante el 1S2016 sigan revirtiéndose como lo han comenzado a hacer en el 2S2016, convirtiéndose incluso algunos de ellos en clave para la recuperación del sector. Así, la normalización que se ha producido en los inventarios de los almacenistas de acero inoxidable en los mercados europeos y estadounidenses, proceso que damos por ahora por acabado, debe servir de apoyo a los precios finales, incluidos los precios base, del acero inoxidable. Además, las mejores expectativas económicas –las economías desarrolladas han cerrado 2016 con fuerza, según los últimos indicadores macro disponibles; los índices adelantados de actividad compuestos, los denominados PMIs que elabora la consultora Markit, alcanzaron en diciembre niveles máximos multimensuales- y el buen comportamiento que esperamos tengan sectores tradicionalmente demandantes de acero inoxidable como el de la construcción, el automóvil, los electrodomésticos e, incluso, el de bienes de equipo, deben servir para impulsar la demanda y los precios base de estos productos a corto/medio plazo.

Acerinox (ACX), Enero 2017

Además, la estabilización del precio del níquel a niveles que continúan siendo bajos en términos relativos históricos, incluso, una pequeña recuperación del mismo, debe servir también, como ya hemos señalado, para fomentar el consumo del acero inoxidable en el corto plazo.

Más a largo plazo destacaríamos una serie de factores que deben favorecer la mejora de los resultados de las compañías del sector, concretamente de las que como ACX “han hecho sus deberes” durante los años de crisis:

- i) La demanda final del acero inoxidable seguirá creciendo en los próximos años a una tasa anual cercana al 4/5% ya que este tipo de acero es cada vez más utilizado en sectores como la construcción, el del petróleo y el gas, el del automóvil y el de los electrodomésticos, así como en otros muchos. Además, una vez superada la crisis económica mundial esperamos que sectores muy demandantes de acero inoxidable como la construcción y el de bienes de equipo reactiven la demanda de este producto.
- ii) La intención del Gobierno de China de dar un giro radical a su modelo económico, desde uno centrado en las exportaciones a uno basado en el desarrollo y crecimiento de la demanda interna, creemos que será muy positivo para la demanda de acero inoxidable a largo plazo. En el corto plazo, sería muy positivo que las Autoridades chinas dejaran de subvencionar a las empresas en pérdidas del sector, lo que favorecería una reestructuración del mismo al cerrarse capacidad.
- iii) Las principales compañías del sector, con ACX como una de las pioneras en ello, están realizando importantes esfuerzos para adaptar sus estructuras a la nueva realidad del mismo y con el objetivo principal de reducir el punto de equilibrio de sus plantas al aumentar el nivel de utilización de las mismas. Ello conlleva reducciones de estructura y, en algunos casos, de capacidad productiva como ya ocurrió en Europa –la finlandesa Outokumpu ha cerrado en los últimos años en Alemania 1,4 millones de Tm. de capacidad en acería y algo más de 300.000 Tm. en laminado en frío- y, recientemente en China –el Gobierno ha cerrado sin previo aviso 2.000.000 Tm de producción-. Estos cierres de capacidad creemos que terminarán equilibrando la oferta y la demanda en mercados que como el europeo y el asiático, concretamente el chino, sufrían de unos elevados niveles de sobrecapacidad productiva.
- iv) No esperamos caídas adicionales substanciales del precio del níquel ya que a los niveles actuales muchas minas no son rentables, por lo que pueden suspender su actividad e, incluso, llegar a cerrar. La reciente decisión del Gobierno de Indonesia de suavizar la ley que obligaba a los exportadores de NPI a procesar el mineral de níquel en el país antes de venderlo no creemos que vaya a tener demasiado impacto en el precio de esta materia prima, teniendo en cuenta los bajos niveles actuales del mismo.
- v) Por último, recordar que en 2015 la Unión Europea (UE) impuso tasas *antidumping* por 5 años a las importaciones de producto laminado en frío procedentes de China y Taiwán. El expediente se inició el 26 de junio de 2014 a instancias de los productores europeos, que acusaban a las acerías chinas y taiwanesas de vender con pérdidas en la UE. La Comisión Europea (CE) adoptó el 26 de marzo de 2015 medidas provisionales que fueron ratificadas a finales del mes de agosto del mismo ejercicio. Señalar, además, que las tasas se han calculado en función del margen de daño causado a la competencia y son del 6,7% para Taiwán (actualmente está siendo revisada al ser considerada por el sector como demasiado baja) y del 25,2% para China.

En 2016 fue el Departamento de Comercio de EEUU el que adoptó de forma provisional medidas antisubsidio, primero (12 de julio), y medidas *antidumping*, después (13 de septiembre), contra los productores chinos –como hemos señalado estas medidas provocaron que las exportaciones chinas a EEUU descendieran en 2016 cerca del 70%-. Así, las medidas antisubsidio penalizan a

Acerinox (ACX), Enero 2017

los fabricantes chinos con una tasa de entre el 57,30% y el 193,12%, mientras que las *antidumping* lo hacen con una de entre el 63,86% y el 76,64%.

Todos estos factores, que esperamos entren en juego en los próximos años, al unísono de un crecimiento económico mundial mayor y más estable, una vez superada la actual crisis, deben permitir la recuperación a medio plazo del sector del acero inoxidable y de los resultados de las compañías que en él operan.

Pasamos ahora a presentar nuestras nuevas estimaciones de resultados para el periodo 2017 / 2018, que son algo más optimistas que las que dimos a conocer el pasado mes de junio, como ya hemos indicado al presentar nuestras nuevas proyecciones de resultados para el pasado ejercicio.

HEMOS PROCEDIDO A REVISAR AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA 2017 Y 2018 AL SER AHORA MÁS OPTIMISTAS SOBRE LA CAPACIDAD DE LA COMPAÑÍA PARA MEJORAR SUS MÁRGENES

- Somos ahora algo más optimistas respecto a la evolución de la demanda del acero inoxidable en los próximos ejercicios dado que esperamos que las economías desarrolladas continúen recuperando tracción, impulsadas por las actuales políticas monetarias laxas y por unas políticas fiscales más agresivas, que terminarán con el tiempo sustituyendo a las primeras. En ese sentido, esperamos que la nueva Administración estadounidense, liderada por el presidente Donald Trump, sea precursora a la hora de implementar dichas políticas, reduciendo los impuestos a las compañías estadounidenses e impulsando la renovación del obsoleto sistema de infraestructuras estadounidense. En ambos casos la filial estadounidense de ACX, NAS, saldrá muy favorecida. No obstante, y como del “dicho al hecho suele haber un buen trecho”, nos hemos decantado por ser relativamente conservadores a la hora de mejorar nuestras estimaciones de resultados del Grupo en lo que hace referencia a su negocio en EEUU.

Además, esperamos que la demanda de acero inoxidable se vea impulsada en Occidente por sectores como el del automóvil, la construcción, el energético y el de los bienes de equipo, a medida que estas economías superan definitivamente la crisis económica. En ese sentido, la falta de nueva capacidad productiva puesta en marcha (el único proyecto relevante es la nueva planta de ACX en Malasia; el Grupo ha paralizado por el momento la inversión prevista en la acería y en la planta de laminado en caliente), el cierre reciente de capacidad productiva en China, algo que no descartamos que vuelva a suceder en un futuro próximo, la relativa estabilidad del precio del níquel y la fuerte apreciación del precio del cromo deben “jugar a favor” de la capacidad de las compañías del sector de subir tanto los precios finales del acero inoxidable como, en cierta medida, los base, lo que repercutirá positivamente, más de lo que esperábamos antes, en sus márgenes. Así, esperamos que los precios base del acero inoxidable repunten en el periodo 2017 - 2018 (estimamos incrementos anuales moderados de entre el 2% y el 5%).

- ACX, por su parte, seguirá intentando mejorar la eficiencia de sus procesos, con la implementación de un nuevo Plan de Excelencia, el que será el número 5. Si bien, tras los 4 planes anteriores, con los que la Compañía ha logrado reducir costes variables en aproximadamente EUR 250 millones, creemos que cada vez será más difícil para la ACX avanzar en este sentido.

Por otra parte, ACX confía en poder mejorar sus márgenes a medio plazo, además de por las mencionadas mejoras en eficiencia introducidas, por las mayores producciones, por las nuevas inversiones en marcha y por el aumento de los precios base del producto, como consecuencia de otro importante factor como es la mejora del *mix* de producto a medida que va incrementándose la producción de la planta de Bahru, que le permitirá aumentar sensiblemente su fabricación de laminado en frío, gama de mayor margen. Además, la puesta en marcha de esta nueva planta está permitiendo al Grupo incrementar su integración productiva, ya que tanto la planta de Columbus como la de Gibraltar están colocando parte de su producción de bobina

Acerinox (ACX), Enero 2017

caliente en ella. Este hecho también debe impactar de forma positiva en los márgenes y en los resultados de ACX.

- Siendo por tanto optimistas a medio plazo dado el escenario mejorado al que esperamos se enfrente la Compañía, hemos optado, como ya hemos señalado anteriormente, por revisar ligeramente al alza nuestras estimaciones para el periodo 2017 – 2018.

Así, las principales hipótesis empleadas ahora en nuestro modelo son: i) establecemos un cambio del dólar en relación al euro de 1,15 dólares por euro de media para los próximos 2017 y 2018, sensiblemente inferior al 1,20 de media que utilizábamos en nuestras estimaciones de junio 2016; ii) revisamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de producción de la Compañía para el periodo proyectado, algo en lo que las nuevas inversiones que está realizando ACX en Gibraltar y en NAS tienen algo que ver –más adelante detallaremos las mismas-; iii) aumentamos nuestras estimaciones de precios medios del acero inoxidable ligeramente en los mismos ejercicios; y, por último, iv) revisamos también al alza los márgenes brutos y de explotación del Grupo, por los motivos ya mencionados.

- En ese sentido, destacar que, tras las mayores producciones alcanzadas por el Grupo en 2016, esperamos que ACX vaya paulatinamente incrementando las mismas en el periodo 2017 - 2018, situando el porcentaje de capacidad de producción utilizada en acería en niveles superiores al 80% al final del periodo –porcentaje calculado en función de la capacidad máxima teórica de las plantas-. En este sentido, esperamos que la nueva capacidad productiva puesta en marcha en la planta de Bahru en Malasia (al año 280.000 Tm. de laminación en frío) opere ya al 60% a finales del periodo proyectado. Con todo ello estimamos ahora una producción de acería para el Grupo de 2,66 millones de Tm en 2017 y de 2,70 millones Tm en 2018, en ambos casos ligeramente superiores a las de nuestras estimaciones anteriores.
- Con todo ello, estimamos ahora unas **ventas** para 2017 de EUR 4.460 millones (EUR 4.410 millones; anteriores estimaciones) y de EUR 4.828 millones para 2018 (EUR 4.694 millones; anteriores estimaciones). Este crecimiento se basará en el mantenimiento de cuota en un mercado como el norteamericano, donde son líderes, mercado que esperamos crezca algo más de lo estimado antes debido a las mencionadas políticas fiscales expansivas que pretende implementar la nueva Administración estadounidense; una sensible mejora del mercado europeo a medida que las economías de la región superan la crisis y se da por finalizado el proceso de concentración en el sector; y unas mayores ventas en el Sudeste Asiático, donde la Compañía colocará su producción de Bahru y donde esperamos que las recientes alzas de precios, consecuencia del cierre de capacidad en China, se consoliden los próximos años (en el cuadro n. 3 y en el anexo n. 2 se detallan nuestras estimaciones).

Cuadro n. 2

CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN POR CENTRO FABRIL GRUPO ACERINOX (2004 / 2018E)

miles tm	ACERINOX SA			NAS				Columbus			Bahru		Total Grupo			Roldan Inofix
	Acería	Caliente	Frío	Acería	Caliente	Frío	Largos	Acería	Caliente	Frío	Caliente(*)	Frío	Acería	Caliente	Frío	
2004	1.100,00	850,00	600,00	800,00	700,00	425,00	100,00	750,00	750,00	440,00	0,00	0,00	2.650,00	2.300,00	1.465,00	200,00
2005	1.100,00	850,00	600,00	830,00	730,00	500,00	100,00	850,00	800,00	440,00	0,00	0,00	2.780,00	2.380,00	1.540,00	200,00
2006	1.000,00	850,00	630,00	830,00	730,00	624,00	100,00	1.000,00	900,00	440,00	0,00	0,00	2.830,00	2.480,00	1.694,00	200,00
2007	1.070,00	850,00	630,00	1.000,00	900,00	624,00	100,00	1.000,00	1.000,00	440,00	0,00	0,00	3.070,00	2.750,00	1.694,00	200,00
2008	1.070,00	850,00	630,00	1.100,00	900,00	624,00	100,00	1.000,00	1.000,00	440,00	0,00	0,00	3.170,00	2.750,00	1.694,00	200,00
2009	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	0,00	0,00	3.485,00	3.050,00	2.030,00	200,00
2010	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	0,00	0,00	3.485,00	3.050,00	2.030,00	200,00
2011	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	0,00	188,00	3.485,00	3.050,00	2.218,00	200,00
2012	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	0,00	188,00	3.485,00	3.050,00	2.218,00	200,00
2013	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.310,00	200,00
2014	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.310,00	200,00
2015	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.310,00	200,00
2016E	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.310,00	200,00
2017E	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.310,00	200,00
2018E	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	850,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.310,00	200,00

Fuente: RRII Acerinox. Elaboración propia.

(*) Línea de recocido mixta de caliente y frío.

Acerinox (ACX), Enero 2017

En lo que hace referencia al cash-flow de explotación o **EBITDA** sobre ventas, señalar que esperamos que, por los motivos ya señalados, mejore ahora más de lo que esperábamos en junio 2016. Así, y tras situarse en 2016 (datos estimados) en el 8,2%, esperamos ahora que mejore hasta el 9,7% en 2017 (9,2%; anteriores estimaciones) y hasta el 10,5% en 2018 (9,7%; anteriores estimaciones). Con todo, esperamos ahora que el EBITDA en términos económicos sea en 2017 de EUR 430,76 millones (+33,2% vs. 2016E; EUR 405,53 millones anteriores estimaciones), y de EUR 507,26 millones en 2018 (+17,8% vs. 2017E; EUR 457,28 millones anteriores estimaciones).

Por último, decir que proyectamos ahora que el **beneficio neto atribuible** del Grupo sea de EUR 146,86 millones en 2017 (+115,9% vs. 2016E; EUR 120,05 millones en anteriores estimaciones), y de EUR 213,03 millones en 2018 (+45,1% vs. 2017E; EUR 152,54 millones en anteriores estimaciones). Señalar que en ambos ejercicios hemos reducido sensiblemente la tasa impositiva aplicada ya que esperamos que NAS se beneficie de la nueva política impositiva del Gobierno Trump, siendo NAS la filial que más aporta al beneficio del Grupo. Así, ahora esperamos una tasa impositiva de entre un 30% y un 35% en ambos ejercicios, tasa calculada en relación al beneficio antes de impuestos o BAI. No obstante, es factible que finalmente la tasa impositiva del Grupo sea inferior –la intención manifiesta del presidente Trump es la de reducir ésta hasta el 15%, aunque es un tema que deberá ser discutido por los Legisladores–.

Estos resultados permitirán al Grupo al final del periodo analizado incrementar sus rentabilidades en términos de fondos propios medios (ROE) y de capital invertido medio (ROCE). Así, en el primer caso, este ratio pasará de ser del 2,3% en 2015 al 10,0% en 2018 gracias a la mejora del margen neto, y al aumento de la rotación de activos, aunque en los últimos ejercicios del periodo la reducción del apalancamiento financiero lastrará ligeramente esta rentabilidad. Por su parte, el ROCE pasará del 1,3% en 2015 al 7,6% en 2018. En el periodo 2017 – 2018 la estructura financiera será eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad obtenida, al superar el ROE al ROCE en todos los ejercicios.

En el cuadro siguiente exponemos las principales cifras de nuestras actuales estimaciones de resultados para los ejercicios 2016 - 2018.

Cuadro n. 3
NUEVAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS 2016 - 2018

EUR millones	2015	2016E	% var 16/15	2017E	% var 17/16	2018E	% var 18/17
Ventas netas	4.221,43	3.960,74	-6,2%	4.460,26	12,6%	4.827,62	8,2%
EBITDA	284,57	323,35	13,6%	430,76	33,2%	507,26	17,8%
<i>s/ventas</i>	6,7%	8,2%		9,7%		10,5%	
EBIT	120,89	145,02	20,0%	252,32	74,0%	331,37	31,3%
<i>s/ventas</i>	2,9%	3,7%		5,7%		6,9%	
BAI	76,90	103,90	35,1%	209,20	101,3%	289,84	38,5%
Bº neto atribuible	42,89	68,01	58,6%	146,86	115,9%	213,03	45,1%
Cash-flow del ejercicio	203,68	246,34	20,9%	325,29	32,1%	388,93	19,6%

Fuente: Elaboración propia.

Por último, destacar que en función de nuestras nuevas estimaciones la Compañía no creará valor en términos de *Economic Value Added (EVA)* hasta el ejercicio 2018, año en el que el EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) superará por primera vez desde 2007 el coste de oportunidad de los recursos de capital empleados (se les aplica el coste medio ponderado de capital o *wacc*).

Acerinox (ACX), Enero 2017

- Entendemos que la capacidad de generar cash-flow libre por parte de la Compañía y, especialmente, la actual gestión activa del capital circulante del Grupo, permitan que su **deuda bruta** vaya disminuyendo paulatinamente a pesar de la mayor actividad, hasta situarse en niveles ligeramente inferiores a los EUR 900 millones en 2018. En términos netos, esperamos que la deuda de ACX baje sensiblemente en los próximos años por la acumulación de caja, hasta situar el ratio deuda neta / EBITDA a niveles inferiores a 1x (veces) al final del periodo proyectado. En nuestras estimaciones hemos considerado unas inversiones en 2016, 2017 y 2018 de entre EUR 100 y EUR 150 millones anuales, destinadas a mantenimiento y a implementar mejoras y modernizar las plantas del Grupo. Este bajo ratio de endeudamiento permitirá a la Compañía mejorar sensiblemente su política de retribución al accionista de no mediar inversiones no previstas en estos momentos en el plan de negocio del Grupo. Señalar, por último, que si ACX decide impulsar el proyecto de la planta de Malasia (Bahru), algo que no esperamos que ocurra en 2017 dada la situación de elevada competencia por la que sigue atravesando el mercado del sudeste asiático, el importe anual de las inversiones del Grupo podría alcanzar los EUR 200 millones.

En este sentido, señalar que ACX anunció en el 1S2015 una nueva inversión en su planta estadounidense de NAS. Así, la Compañía tiene previsto invertir EUR 116 millones en el desarrollo de una línea de recocido brillante de acabado BA y en un laminador en frío con el objetivo de aumentar la capacidad de producción y de ampliar la oferta de productos. De esta forma NAS estará capacitada para fabricar acero con acabado brillante, producto de elevado consumo en EEUU que en su mayor parte debe ser importado por la ausencia de producción local. ACX pretende convertirse de esta forma en el principal productor de dicho material en territorio estadounidense, reduciendo plazos de entrega, costes de transporte e importación, y ofreciendo precios más competitivos a los clientes norteamericanos.

Posteriormente, y ya en diciembre de 2015, ACX anunció la adquisición de una línea de recocido y decapado (AP) y de un nuevo tren de laminación en frío para su planta del Campo de Gibraltar. El objetivo es que la nueva línea AP aporte importantes ahorros en mantenimiento, así como en energía y en consumibles. La Compañía podrá, además, ofrecer productos de mayor calidad y con un mayor valor añadido para sus clientes. Los nuevos equipos comenzarán a funcionar a finales de 2017. Esta nueva inversión, por importe de EUR 140 millones, y la anunciada para NAS se engloban en el Plan Estratégico 2016-2020 de la Compañía, en el que se persigue potenciar la actividad del Grupo en Europa y en EEUU en espera de nuevas oportunidades en los mercados emergentes.

- Por último, y en lo que hace referencia a la política de remuneración al accionista, recordar que a partir de 2013 ACX optó por modificar el modo en que remunera a sus accionistas. Así, la Compañía decidió adoptar el sistema de dividendo flexible (*scrip dividend*) por lo que anualmente lleva a cabo una ampliación de capital con cargo a reservas voluntarias. Con esta modalidad de remuneración es el accionista quien decide si desea recibir acciones liberadas de nueva emisión o efectivo. Así, en julio 2016 se pagó un dividendo flexible con cargo a los resultados de 2015 equivalente a un efectivo de EUR 0,440 brutos por acción. En esta ocasión el 23% del capital de la Compañía optó por cobrar el dividendo en efectivo y el resto en acciones, en la proporción de 1 acción nueva por cada 22 antiguas (1 x 22). De esta forma, y tras la pertinente ampliación de capital con cargo a reservas, el número de acciones de ACX es de 276,07 millones, mientras que la nueva cifra de capital social se sitúa en los EUR 69,02 millones. Entendemos que esta fórmula se volverá a utilizar cuando se reparta el dividendo con cargo a los resultados de 2016.

Reiteramos que no somos muy partidarios de este tipo de remuneración por el efecto dilutivo que tiene en los ratios por acción de las compañías. Ahora bien, entendemos que tiene buena acogida entre los accionistas minoritarios, que suelen acudir en su mayoría a las ampliaciones de capital liberadas y que, para las compañías que lo adoptan, supone un importante ahorro de caja. No obstante, y dado lo señalado anteriormente sobre el reducido nivel de apalancamiento que tendrá la Compañía en 2018, siempre que se cumplan nuestras estimaciones y que el Grupo no lleve a cabo inversiones de momento no previstas o hechas públicas, no descartamos que ACX vuelva al sistema tradicional de pago de dividendo en efectivo e, incluso, que pueda mejorar la remuneración de sus accionistas aumentando el importe bruto del mismo;

Acerinox (ACX), Enero 2017

devolviendo capital al accionista; amortizando acciones, etc. De no ser así, en los próximos años la rentabilidad obtenida por la Compañía en términos de fondos propios (ROE) así como la creación de valor (EVA) por parte del Grupo se verán penalizadas.

TRAS REVISAR LIGERAMENTE AL ALZA NUESTRAS EXPECTATIVAS DE RESULTADOS PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS TAMBIÉN HEMOS PROCEDIDO A AUMENTAR NUESTRA VALORACIÓN DE LAS ACCIONES DE ACERINOX HASTA LOS EUR 14,43 POR ACCIÓN...

- Como siempre hacemos, hemos llevado a cabo la valoración de ACX utilizando dos metodologías distintas, procediendo posteriormente a calcular el precio medio obtenido de la aplicación de las mismas. Los dos métodos utilizados para valorar ACX nos dan ahora como resultado un valor teórico de la Compañía de EUR 3.983,92 millones (EUR 3.345,78 millones; anterior valoración de junio 2016), lo que traducido a datos por acción situaría el precio de ésta en EUR 14,43, un 11,5% por encima de nuestra anterior valoración (EUR 12,54 por acción). Además, nuestra nueva valoración otorga a la acción a precios actuales un potencial de revalorización de algo más del 12%. A continuación pasamos a explicar brevemente los métodos de valoración utilizados:
 - i) El primer método utilizado pretende reducir la incidencia del ciclo sectorial en la valoración de la Compañía. Por ello aplicamos el multiplicador EV/EBITDA medio de ACX para el periodo 2004 / 2013, que es de 10,64x, al EBITDA medio para el periodo 2014 / 2018E. Al resultado (*Enterprise Value; EV*) le restamos la deuda neta de la Compañía a finales del ejercicio 2015. Así obtenemos un precio objetivo por acción de EUR 12,79 (EUR 12,50; anterior valoración), tal y como se muestra en el cuadro a continuación. La revisión al alza de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2016 / 2018 ha impulsado ligeramente al alza nuestra valoración de la Compañía utilizando este método. No obstante, al precio actual de la acción, y según esta metodología, las acciones de ACX cotizarían con una ligera prima.

Cuadro n. 4
VALORACIÓN GRUPO ACERINOX APLICANDO EL RATIO DE CICLO EV/EBITDA

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EBITDA (EUR mill.)	448,03	284,57	323,35	430,76	507,26
EBITDA promedio estimado (14 / 18E) - EUR millones -					398,80
Ratio EV/EBITDA ciclo - veces -					10,64
Enterprise value (EV) - EUR millones -					4.241,94
Deuda neta 2015 - EUR millones -					(710,75)
Valor compañía - EUR millones -					3.531,19
Valor acción - EUR					12,79

Fuente: Estimaciones propias.

- ii) También hemos valorado ACX aplicando un modelo de descuento de cash-flow de explotación ajustado a impuestos (ver nuevos parámetros aplicados en el anexo n. 3 de este informe). La valoración de la Compañía obtenida por este método es ahora de EUR 4.436,65 millones (EUR 3.357,44 millones; anterior valoración), lo que representa un precio por acción de EUR 16,07 (EUR 12,59; anterior valoración). Nuestra nueva valoración es sensiblemente superior (+27,6%) a la anterior debido a: i) la revisión al alza que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados, ii) a la menor tasa aplicada a nuestro modelo para descontar los flujos de caja (coste medio ponderado de capital o wacc) en relación a la que utilizamos el pasado junio (6,34% ahora vs. 7,00% en junio) y ello a pesar de que se ha incrementado sensiblemente en este periodo la prima

Acerinox (ACX), Enero 2017

de riesgo de la bolsa española. (6,39% ahora vs. 5,76% en junio). Sin embargo, la beta a un año del valor aplicada al modelo ha descendido drásticamente (0,84 vs. 1,08 en junio), lo que también hace descender la prima de riesgo del valor (5,4% vs 6,2% en junio). Así, y según esta metodología, al precio actual de las acciones de ACX éstas presentan un potencial de revalorización superior al 25%.

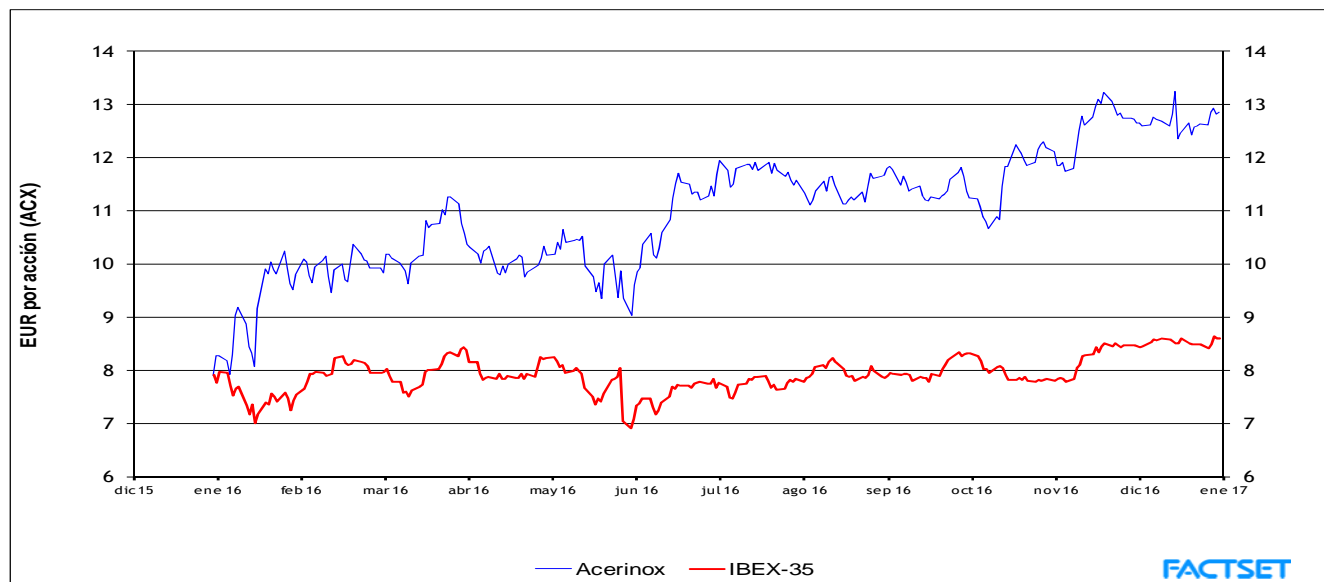
...LO QUE SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN PARA LAS ACCIONES DE ACERINOX MODERADO; REVISAMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN SOBRE EL VALOR A LA BAJA DESDE COMPRAR HASTA ACUMULAR

La producción mundial de acero inoxidable se estima que ha aumentado en el ejercicio 2016 un 4,6%, hasta los 43,5 millones de toneladas (fuente ISSF), con caídas de la misma en Europa/África y EEUU como consecuencia del ajuste de las existencias y la reducción de capacidad llevada a cabo en la primera de estas regiones. Por su parte, la producción china ha vuelto al crecimiento en 2016, impulsada por el consumo local y las exportaciones.

Los resultados de ACX durante el ejercicio 2016 han ido de menos a más, a medida que mejoraban las condiciones del sector en sus principales mercados, especialmente en Europa y EEUU. Cabe recordar que el 2S2015 fue muy flojo debido a la caída de los precios del acero inoxidable, lo que penalizó los márgenes de la Compañía –la caída de los precios fue debido al elevado nivel de los inventarios y al fuerte descenso de los precios de las materias primas utilizadas en la producción del acero inoxidable, especialmente del níquel; también influyó en ello en el mercado estadounidense la agresividad comercial de algún competidor, así como el elevado porcentaje que supusieron sobre el total de ventas en este mercado las importaciones en la primera parte del ejercicio-. Esta inercia negativa se extendió al 1T2016, en el que, por tercer trimestre consecutivo, ACX acumuló pérdidas netas (beneficio neto atribuible negativo). A partir de ese momento, y como consecuencia de la reversión de algunos de los factores que habían venido lastrando los resultados de la Compañía en los trimestres precedentes –se han recuperado algo los precios del acero inoxidable, el precio del níquel se estabilizó para subir en los últimos meses del año, y se terminó el ajuste de inventarios (ver informe sobre ACX de junio 2016)-, e impulsados por una demanda final sólida, los resultados de ACX giraron al alza, especialmente en el 3T2016, en el que las cifras publicadas por ACX nos sorprendieron muy positivamente, especialmente a nivel de explotación, llevándonos a revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio.

Más a medio plazo nuestra percepción sobre la evolución del sector del acero inoxidable sigue siendo positiva ya que hay una serie de factores que, de entrar en juego tal y como esperamos que hagan, modificarán para bien el escenario en el que deberán operar las compañías del sector: i) la demanda final de acero inoxidable continuará creciendo a un ritmo anual cercano al 4/5%; ii) el cambio de modelo económico en China, desde una economía enfocada a las exportaciones a una centrada en el desarrollo de la demanda interna, terminará produciéndose; iii) los cierres de capacidad con el objetivo de ajustar la oferta a la realidad del mercado creemos que continuarán tanto en Europa como en China –recientemente el Gobierno de este país ha cerrado 2.000.000 de Tm de capacidad productiva-; y iv) la estabilización primero y posterior recuperación del precio del níquel, y la reciente escalada del de cromo. Todos ellos deberán devolver a las compañías del sector del acero inoxidable la capacidad perdida desde hace años para “negociar” precios. A estos factores cabe añadir las decisiones ya mencionadas de la Comisión Europea (CE) y del Departamento de Comercio de EEUU de proteger la producción local de las prácticas abusivas en materia de precios de algunos de sus competidores chinos. Ante este escenario, señalar que consideramos que ACX “juega con cierta ventaja” respecto a la mayoría de sus competidores al ser una de las compañías más sólidas del sector gracias a la elevada eficiencia operativa de sus fábricas; a su fuerte balance; y a la elevada diversificación geográfica de su producción y de sus ventas -con la puesta en marcha de la planta de Bahru en Malasia, ACX se convierte en la única compañía del sector con capacidad productiva en cuatro continentes-, por lo que entendemos que será una de las más beneficiadas con este cambio de escenario que esperamos termine llegando al sector.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES DE ACERINOX vs. IBEX-35 – 12 MESES



Fuente: FactSet.

Además, cabe destacar que en nuestras nuevas estimaciones hemos reflejado parcialmente los efectos positivos que esperamos tengan en la filial estadounidense del Grupo, NAS, las medidas de política fiscal que pretende implementar la nueva Administración estadounidense, que se deben dejar notar tanto a nivel de ventas como a nivel impositivo. Dada la dificultad de determinar en estos momentos cuál será el verdadero efecto en NAS de las mismas, hemos optado por ser conservadores a la hora de proyectarlos.

Por todo lo señalado, unido a la fortaleza mostrada por la demanda final, que está permitiendo subir precios finales en algunos mercados, y el reciente cierre de capacidad productiva en China, hemos revisado ligeramente al alza nuestras estimaciones de resultados para 2017 y 2018. Ello nos ha llevado también a modificar al alza nuestra valoración de la Compañía desde los EUR 12,54 por acción (junio 2016) hasta los **EUR 14,43**, lo que da a las acciones de ACX un potencial de revalorización cercano al 12%.

Consideramos que ACX sigue siendo una interesante opción de inversión, siempre que se mantenga un horizonte temporal de medio/largo plazo. Destacar, igualmente, que la rentabilidad por dividendo que ofrecen los títulos de ACX es del 3,5%, atractiva a pesar de la reciente fuerte revalorización de las acciones de la Compañía. Además, no vemos riesgo a corto/medio plazo de que la Compañía se vea obligada a modificar su actual política de remuneración al accionista. No obstante, el moderado potencial de revalorización que ofrecen las acciones de ACX en función de nuestra nueva valoración hace que revisemos nuestra recomendación sobre el valor desde **COMPRAR** hasta **ACUMULAR**. Aprovecharíamos recortes en el precio de las acciones de ACX para tomar nuevas posiciones.

Acerinox (ACX), Enero 2017
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS (*)
 (Evolución 2009/2015; Proyecciones 2016/2018)

	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO										
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,68	1,58	1,58	1,63	1,67	1,24	1,44	1,51	1,51	1,52
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,67	1,56	1,56	1,62	1,65	1,23	1,43	1,51	1,50	1,47
. Fondo de maniobra (EUR mill)	884,52	721,44	672,38	701,37	865,36	343,77	582,96	618,07	680,37	550,53
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO										
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,52	0,50	0,49	0,49	0,42	0,39	0,41	0,46	0,45	0,48
. F.Propios+int.min./pasivo lp	2,81	2,43	2,20	2,06	1,46	1,59	1,47	1,93	1,97	2,32
. F.Propios+int.min./activo fijo	1,05	0,95	0,91	0,90	0,84	0,73	0,77	0,86	0,89	0,91
. Fondos accionista/activo fijo	1,05	0,95	0,91	0,90	0,84	0,73	0,77	0,86	0,89	0,91
. Recursos permanentes/activo fijo	1,44	1,35	1,33	1,34	1,43	1,19	1,29	1,31	1,35	1,32
. Recursos ajenos/activo total	0,48	0,50	0,51	0,51	0,58	0,61	0,59	0,54	0,55	0,52
. Deuda neta/fondos accionista	17%	27%	33%	35%	33%	34%	34%	47%	56%	61%
. EBIT/gastos financieros brutos	6,46	4,84	2,82	2,36	4,82	1,34	0,46	2,44	4,17	-5,19
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,1%	1,2%	1,3%	1,2%	1,4%	1,7%	2,3%	1,7%	1,2%	2,1%
. CF explot./gts.financieros netos	12,52	10,23	8,06	6,07	7,93	3,98	2,95	5,67	9,60	-5,10
. Endeudamiento neto (EUR mill)	381,10	584,11	678,36	710,75	615,72	529,33	581,54	886,60	1.083,57	1.074,51
RENDIMIENTO INVERSIÓN										
. ROA	4,6%	3,2%	1,5%	0,6%	2,9%	0,2%	-0,9%	1,6%	3,0%	-6,5%
. ROE	10,0%	7,3%	3,5%	2,3%	8,6%	1,5%	-1,3%	4,2%	7,2%	-12,8%
. ROCE	7,6%	5,4%	2,8%	1,3%	5,2%	0,9%	2,5%	3,3%	4,9%	-7,7%
. Fondos propios/capital social	14,7	13,6	13,0	13,0	11,8	9,9	10,9	10,2	9,2	7,5
. BAIfondos accionista (A)	12,6%	9,8%	5,1%	3,8%	13,2%	2,1%	-1,4%	7,1%	10,0%	-19,9%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	10,5%	8,3%	4,8%	4,0%	9,5%	3,5%	1,7%	6,7%	8,0%	-12,5%
. A/A1	1,2	1,2	1,0	0,9	1,4	0,6	-0,8	1,1	1,3	1,6
RESULTADOS EXPLOTACIÓN										
. Margen bruto	30%	29%	29%	29%	30%	28%	26%	26%	26%	19%
. Margen explotación	6,9%	5,7%	3,7%	2,9%	6,8%	2,2%	1,0%	4,1%	5,2%	-10,7%
. EBITDA/ventas	10,5%	9,7%	8,2%	6,7%	10,2%	5,6%	4,3%	7,3%	8,4%	-5,5%
. BºNeto/ventas	4,2%	3,0%	1,6%	0,6%	2,8%	0,2%	-0,8%	1,4%	2,6%	-8,0%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO										
. Ventas netas/tesorería	10,2	11,4	9,7	8,8	5,9	6,3	7,8	28,4	39,6	40,8
. Ventas netas/cuentas a cobrar	7,49	7,45	7,21	8,97	9,40	9,58	10,60	9,16	8,50	9,00
. Ventas netas/existencias	4,71	4,69	4,66	5,12	5,14	5,44	5,23	4,17	3,37	2,59
. Ventas netas/activo total	109%	104%	95%	102%	99%	99%	108%	115%	106%	83%
DATOS POR ACCIÓN (***)										
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,77	0,53	0,25	0,16	0,53	0,09	-0,09	0,30	0,49	-0,92
. Dividendo por acción (EUR) (**)	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,43	0,45	0,45	0,45	0,45
. Cash-flow por acción (EUR)	1,41	1,18	0,89	0,76	1,10	0,62	0,51	0,88	1,09	-0,43
. Valor contable por acción (EUR)	8,02	7,43	7,07	7,23	6,62	5,67	6,29	6,90	7,13	6,56
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,60	1,73	1,82	1,78	1,89	1,63	1,33	1,44	1,84	2,22
RATIOS BURSÁTILES										
. Precio (EUR) (*)	12,85	12,85	12,85	12,85	12,51	9,25	8,35	9,91	13,13	14,53
. PER	16,7	24,2	52,2	79,9	23,8	106,1	neg.	33,5	26,7	neg.
. Precio/cash-flow	9,1	10,9	14,4	16,8	11,4	15,0	16,5	11,2	12,1	neg.
. Rentabilidad por dividendo	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	4,7%	5,4%	4,5%	3,4%	3,1%
. Pay-out	58%	84%	182%	279%	86%	493%	n.s.	152%	91%	n.s.

(*) El precio de los años 2015, 2016, 2017 y 2018 es el actual. Para el resto de años el precio es el de cierre de ejercicio.

(***) Incluyen devoluciones de fondos propios; a partir de 2013 el dividendo se instrumenta en forma de "scrip dividend" o "dividendo flexible"

(*) Los datos por acción se calculan en función de la media ponderada de las acciones representativas del capital de Acerinox durante el ejercicio

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Acerinox (ACX), Enero 2017
ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
 (Evolución 2009/2015; Proyecciones 2016/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Total Ventas	4.827,62	4.460,26	3.960,74	4.221,43	4.380,29	3.966,28	4.554,69	4.672,24	4.500,47	2.993,41
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	(19,78)	38,20	(54,09)	(186,35)	(129,41)	102,42	(253,35)
Coste de Ventas	(3.403,47)	(3.153,40)	(2.818,46)	(3.000,35)	(3.102,61)	(2.828,15)	(3.253,74)	(3.373,46)	(3.397,30)	(2.222,61)
MARGEN BRUTO	1.424,15	1.306,86	1.142,28	1.201,30	1.315,88	1.084,04	1.114,60	1.169,37	1.205,59	517,44
Gastos Explotación	(952,26)	(910,28)	(851,94)	(948,63)	(901,12)	(912,90)	(953,79)	(884,89)	(858,47)	(706,34)
Otros ingresos explotación	35,37	34,18	33,02	31,91	33,28	52,13	34,90	54,74	32,82	23,89
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	507,26	430,76	323,35	284,57	448,03	223,27	195,72	339,22	379,94	(165,01)
Amortización inmovilizado	(175,90)	(178,44)	(178,33)	(163,68)	(150,35)	(134,98)	(147,98)	(146,79)	(147,79)	(125,09)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(29,06)
BENEFICIO EXPLOTACIÓN	331,37	252,32	145,02	120,89	297,69	88,28	47,74	192,44	232,15	(319,16)
Rdos. financieros netos	(40,53)	(42,12)	(40,12)	(46,88)	(56,50)	(56,16)	(66,43)	(59,78)	(39,56)	(32,38)
Otros ajustes y resultados	(1,00)	(1,00)	(1,00)	2,89	2,59	1,05	(5,00)	(0,03)	(0,06)	2,96
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	289,84	209,20	103,90	76,90	243,78	33,18	(23,69)	132,63	192,52	(348,58)
Impuesto de sociedades	(86,95)	(73,22)	(42,08)	(50,58)	(121,09)	(23,60)	(11,89)	(66,43)	(75,26)	108,60
BENEFICIO NETO	202,89	135,98	61,82	26,32	122,69	9,58	(35,58)	66,19	117,26	(239,98)
Minoritarios	10,14	10,88	6,18	16,57	13,64	12,48	13,80	7,53	5,48	10,78
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	213,03	146,86	68,01	42,89	136,33	22,07	(21,78)	73,73	122,74	(229,21)
<i>EBITDA</i>	<i>507,26</i>	<i>430,76</i>	<i>323,35</i>	<i>284,57</i>	<i>448,03</i>	<i>223,27</i>	<i>195,72</i>	<i>339,22</i>	<i>379,94</i>	<i>(165,01)</i>
<i>EBIT</i>	<i>331,37</i>	<i>252,32</i>	<i>145,02</i>	<i>120,89</i>	<i>297,69</i>	<i>88,28</i>	<i>47,74</i>	<i>192,44</i>	<i>232,15</i>	<i>(319,16)</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>388,93</i>	<i>325,29</i>	<i>246,34</i>	<i>203,68</i>	<i>284,09</i>	<i>156,00</i>	<i>126,20</i>	<i>220,51</i>	<i>270,53</i>	<i>(107,14)</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
 (Evolución 2009/2015; Proyecciones 2016/2017)

EUR millones	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
INMOVILIZADO	2.250,84	2.249,67	2.248,41	2.187,39	2.130,94	2.239,05	2.182,31	2.166,44	1.932,94
DEUDORES A LARGO PLAZO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FONDO COMERCIO CONSOLIDACION	69,12	69,12	69,12	69,12	69,12	69,12	69,12	69,12	69,12
GASTOS DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ACTIVO CIRCULANTE	1.972,08	1.840,50	1.808,14	2.159,12	1.790,90	1.907,46	1.819,78	2.004,79	1.615,73
TOTAL ACTIVO	4.292,04	4.159,29	4.125,67	4.415,64	3.990,97	4.215,63	4.071,22	4.240,36	3.617,79

EUR millones	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
FONDOS PROPIOS	2.051,33	1.952,37	1.929,03	1.733,14	1.437,05	1.568,49	1.720,99	1.778,04	1.635,03
. Capital y prima emisión	150,42	150,42	148,08	146,83	145,69	143,73	168,66	193,59	218,52
. Reservas	1.754,05	1.733,95	1.738,06	1.449,98	1.269,29	1.446,54	1.478,61	1.461,71	1.645,72
. Beneficio sociedad dominante	146,86	68,01	42,89	136,33	22,07	(21,78)	73,73	122,74	(229,21)
SOCIOS EXTERNOS	94,28	94,28	94,28	112,55	116,18	144,53	160,20	145,70	117,49
DIFERENCIAS NEGATIVAS CONSOLIDACIÓN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	13,70	13,70	13,70	13,71	13,58	13,62	13,99	14,59	44,26
ACREEDORES LARGO PLAZO	882,10	930,83	981,90	1.262,48	977,03	1.164,50	974,33	977,60	755,81
ACREEDORES CORTO PLAZO	1.250,65	1.168,12	1.106,78	1.293,76	1.447,14	1.324,50	1.201,71	1.324,43	1.065,19
TOTAL PASIVO	4.292,04	4.159,29	4.125,67	4.415,64	3.990,97	4.215,63	4.071,22	4.240,36	3.617,79
Número medio acciones (millones)	276,1	276,1	266,7	261,7	257,1	249,3	249,3	249,3	249,3

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Acerinox (ACX), Enero 2017
ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/15	1.929,03	73%	6,96%	--	6,96%	5,08%
Deuda neta 31/12/15 (EUR millones)	710,75	27%	7,53%	38,00%	4,67%	1,26%
Total	2.639,77	100%				6,34%

(*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

		Deuda bruta	Valor compañía	
DCF ajustado (EUR mill.)	400,07			Tir bono 10 años: 1,59%
Valor residual	5.225,63			g (crecimiento perpetuo): 2,00%
				Prima mercado: 6,39%
				Beta: 0,84
				Prima de riesgo 5,4%
				PER Residual: 23,0
Total	5.625,70	(1.189,05)	4.436,65	
Valoración por acción - EUR			16,07	

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2009/2015; Proyecciones 2016/2018)

EUR millones	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Beneficio explotación (EBIT)	(319,16)	232,15	192,44	47,74	88,28	297,69	120,89	145,02	252,32	331,37
Impuestos imputables al EBIT	98,49	(90,75)	(96,39)	21,47	(63,53)	(149,15)	(81,42)	(58,73)	(88,31)	(99,41)
EBIT ajustado (NOPLAT)	(220,67)	141,40	96,04	69,21	24,76	148,53	39,47	86,29	164,01	231,96
Amortización	125,09	147,79	146,79	147,98	134,98	150,35	163,68	178,33	178,44	175,90
Amortización fondo de comercio	(3,03)	0,00	0,00	0,00	(1,05)	(2,59)	(2,89)	0,00	0,00	0,00
Otros cargos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	(98,61)	289,19	242,83	217,19	158,69	296,29	200,27	264,62	342,44	407,85



Javier de Pedro
Enrique Zamácola
Enrique Ramos
Tel Directo: 915 733 027
Fax: 915 044 046

Acerinox (ACX), Enero 2017

