

Acerinox (ACX), Julio 2017

# ACERINOX (ACX)

## Actualización

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

### Accionistas

 Corporación Financiera Alba (ALB): 19,0%  
 Feynman Capital (Grupo Omega): 5,0%  
 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

## COMPRAR

RIESGO: MEDIO

 Precio acción (20/07/17): EUR 11,52  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 14,71**  
 # de acciones (mill): 276,07  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 3.178,92  
 Máx/Mín 2017: EUR 14,00 / 11,30  
 Máx/Mín (12 meses): EUR 14,00 / 10,67  
 % Máx/Mín (12 meses): -18 / 8

 PER 14: 23,8  
 PER 15: 58,6  
 PER 16: 39,6  
 PER 17E: 13,7  
 PER 18E: 12,5  
 PER 19E: 12,3

### Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción (**)	Pay-out (%)
2014	8,7	448,03	136,33	284,09	0,53	1,10	0,45	86
2015	11,3	284,57	42,89	203,68	0,16	0,76	0,45	279
2016	11,6	327,23	80,32	242,55	0,29	0,88	0,45	155
2017E	7,1	530,39	232,69	399,57	0,84	1,45	0,45	53
2018E	6,3	566,18	253,38	420,86	0,92	1,52	0,45	49
2019E	6,2	573,22	259,11	426,24	0,94	1,54	0,45	48

(\*) 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.
- **La planta de acero inoxidable integral que está construyendo en Malasia convertirá a ACX en la única compañía del sector con presencia productiva en cuatro continentes:** Europa, América, Asia y África, lo que representa una importante ventaja comparativa.
- **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 comenzado a corregir 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 del 1T2017**, muy superiores a lo por nosotros esperado a todos los niveles de la cuenta de explotación, **hemos optado por revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto de 2017 y para 2018**. Además, aprovechamos este documento para presentar nuestras proyecciones de resultados para 2019. Así, esperamos ahora que ACX alcance unas ventas en el ejercicio 2017 de EUR 4.759 millones (+19,9% vs. 2016); un EBITDA de EUR 530,39 millones (+62%); un margen EBITDA sobre ventas del 11,1% (8,2% en 2016); y un beneficio neto atribuible de EUR 232,69 millones (+190%).
- **Los factores que han venido penalizando el comportamiento del sector en los últimos tiempos 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), Julio 2017

- **La revisión al alza de nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2019 nos ha llevado también a mejorar la valoración de la Compañía** desde los EUR 14,42 por acción (enero 2017) hasta los **EUR 14,71**, lo que da a las acciones de ACX un potencial de revalorización de casi el 28% a precios actuales de la acción
- **ACX es 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 3,9%, atractiva en el actual entorno de bajos tipos de interés. Además, no vemos riesgo a corto/medio plazo de que la Compañía se vea obligada a modificar su actual política de remuneración de sus accionistas dada la solidez de su balance. Además, y tras las recientes caídas del precio de la acción, consecuencia de los descensos del precio del níquel y del cromo, que han ralentizado el crecimiento del mercado de acero inoxidable en el segundo y tercer trimestre del año corriente, y de la modificación al alza de nuestra valoración de la Compañía, el valor presenta un potencial de revalorización elevado, por lo que hemos optado por revisar al alza nuestra recomendación desde ACUMULAR a **COMPRAR**.

**RECOMENDACIÓN: COMPRAR**

**RIESGO: MEDIO**

Acerinox (ACX), Julio 2017

## LOS RESULTADOS ALCANZADOS POR ACERINOX EN EL 1T2017 SUPERARON HOLGADAMENTE LO ESPERADO POR EL CONSENSO DE ANALISTAS, APOYÁNDOSE EN EL FUERTE REPUNTE DEL PRECIO DEL FERROCROMO Y EN LA SOLIDEZ DE LA DEMANDA GLOBAL

Los resultados alcanzados por ACX en el 1T2017 superaron holgadamente lo esperado por los analistas y por nosotros mismos, lo que nos lleva a tener que revisar sensiblemente al alza nuestras proyecciones para el ejercicio. A continuación mostramos la evolución de los resultados de ACX en el trimestre analizado, así como un breve análisis de los mismos:

### EVOLUCIÓN RESULTADOS ACERINOX (1T2017 vs. 1T2016)

EUR millones	2T2016	3T2016	4T2016	1T2017	1T2016	% 2017/2016
<b>Ventas netas</b>	<b>953,67</b>	<b>1.007,62</b>	<b>1.053,50</b>	<b>1.252,48</b>	<b>953,35</b>	<b>31,4%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>78,75</b>	<b>103,30</b>	<b>106,04</b>	<b>191,24</b>	<b>40,99</b>	<b>366,6%</b>
s/ventas	8,3%	10,3%	10,1%	15,3%	4,3%	
<b>EBIT</b>	<b>35,89</b>	<b>60,20</b>	<b>60,80</b>	<b>146,12</b>	<b>0,55</b>	<b>n.s.</b>
s/ventas	3,8%	6,0%	5,8%	11,7%	0,1%	
BAI	26,43	53,50	55,29	140,80	(7,35)	n.s.
<b>Bº neto atribuible</b>	<b>16,99</b>	<b>35,82</b>	<b>35,82</b>	<b>97,95</b>	<b>(8,31)</b>	<b>n.s.</b>
Cash-flow del ejercicio	59,72	78,53	79,98	143,24	31,89	349,2%

Fuente: RRII Acerinox. Elaboración propia.

- ACX alcanzó en el 1T2017 un **beneficio neto atribuible** de EUR 97,95 millones, cifra que compara muy positivamente con las pérdidas de EUR 8,31 millones que acumuló en el mismo trimestre de 2016. Esta cifra supera al beneficio neto atribuible obtenido en todo el conjunto de 2016 (EUR 80,32 millones). Además, es la cifra más elevada alcanzada en un trimestre en los últimos 10 años.
- Durante el 1T2017 **el consumo de acero inoxidable** creció en todos los mercados en los que opera la compañía gracias a la solidez de la demanda final. Además, el incremento a finales de 2016 de los precios de las principales materias primas que utiliza ACX en sus procesos (níquel y cromo) han impulsado las ventas de la Compañía, especialmente el ferrocromo, y le han permitido subir precios –en el mercado de EEUU se han consolidado las subidas anunciadas en el 1T2017 y se ha intentado implementar una nueva a partir del pasado 1 de abril.
- **La producción** de aceria de ACX aumentó el 16,1% en el 1T2017 en tasa interanual, hasta las 667.523 Tm; la de laminado en caliente de producto plano el 12,6%, hasta las 592.503 Tm; la de laminado en frío un 4,8%, hasta las 438.289 Tm; y la de producto largo un 8,1%, hasta las 58.489 Tm. Todas las plantas del Grupo han incrementado sus producciones en el periodo analizado.
- Las **ventas netas** de ACX aumentaron en el 1T2017 un 31%, hasta los EUR 1.252,48 millones debido a las mayores ventas en unidades (mayor actividad) y a los mayores precios, los cuales aumentaron en la variedad AISI 304 un 29% en Europa, un 42% en EEUU y un 37% en Asia.
- El cash-flow de explotación o **EBITDA** de ACX alcanzó en el periodo los EUR 191,24 millones, cifra 4,7 veces superior a la del mismo trimestre del año precedente. En términos de ventas el salto del margen es muy relevante, situándose en el 15,3% frente al 4,3% del 1T2016 y al 8,3% de todo el ejercicio 2016. Desde el 2T2007 ACX no lograba alcanzar un margen tan elevado y ello ha sido posible pese a que los precios de ahora son muy inferiores a los de entonces, lo que destaca las mejoras en eficiencia y productividad implementadas por ACX durante los años de crisis.

## Acerinox (ACX), Julio 2017

- Por último, señalar que la deuda neta del Grupo se ha reducido en el 1T2017 en EUR 19 millones, situándose en los EUR 601 millones.
- Por otro lado, señalar que el Consejo de Administración propuso a la Junta General de Accionistas (1 de junio 2017) el pago de un dividendo en efectivo de EUR 0,45 brutos por acción, que se hizo efectivo en un solo pago el 5 de julio (la acción lo descontó el 3 de julio) con lo que ACX se une al grupo de compañías que abandona el conocido como *scrip dividend*, algo que celebramos pues nunca nos ha terminado de convencer esta práctica.

Podemos calificar las cifras del 1T2017 de ACX como de extraordinarias, ya que han superado holgadamente lo por nosotros esperado –también han dejado muy atrás lo esperado por el consenso de analistas que, recordamos, era más optimista que nosotros-. Las perspectivas de negocio, además, siguen siendo positivas, con las carteras de pedidos del Grupo en niveles adecuados, lo que le permitirá seguir incrementando sus producciones. No obstante, el reciente repunte de los precios del ferrocromo dejará “de jugar a favor” a partir del 2T2017, por lo que los márgenes es previsible que se moderen algo en los próximos trimestres. A medio plazo el mayor riesgo para el sector es el elevado nivel de los inventarios de producto en China y el gap entre los precios en Asia y en Europa, que se ha ampliado en los últimos meses.

## 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 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

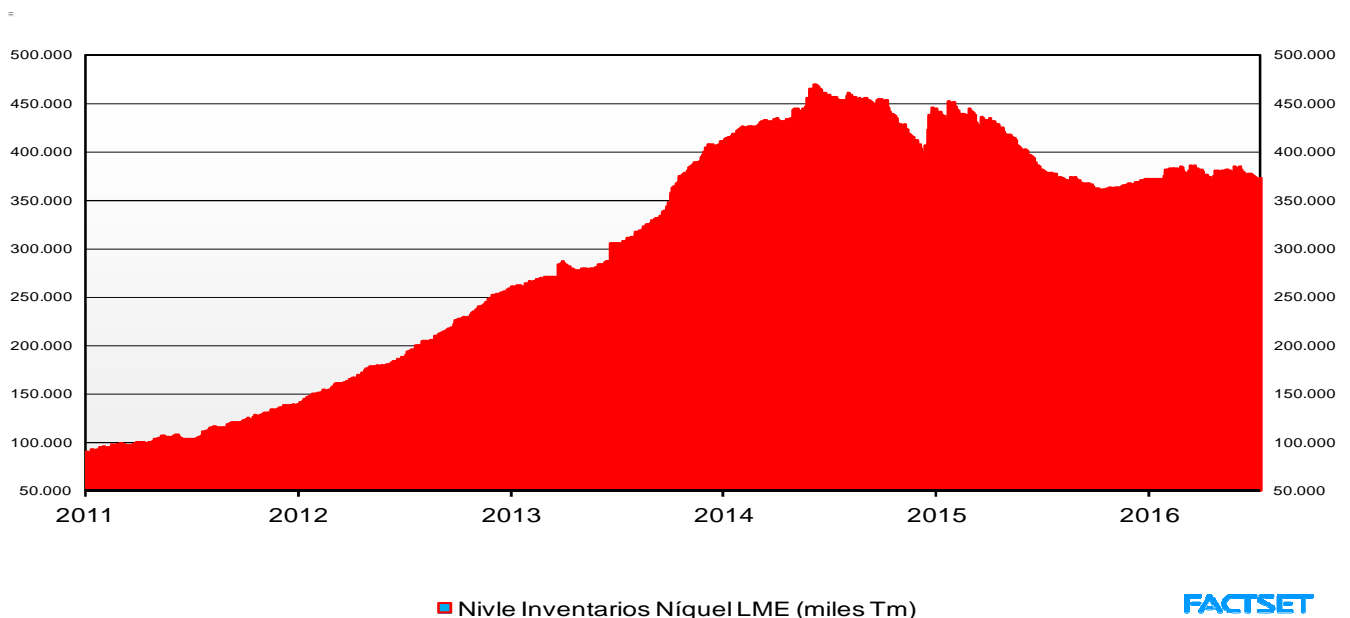
### EVOLUCIÓN PRECIO DEL NÍQUEL (\$ por Tm) – 10 años



Fuente: LME; FactSet

**Acerinox (ACX), Julio 2017**

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 e Indonesia a estos precios del níquel deja de ser una ventaja competitiva. 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 relativa del dólar, ya que muchos precios de materias primas mantienen una elevada correlación inversa con esta divisa, y el alto nivel de inventarios serían los principales impedimentos-, sí esperamos que, al menos, se estabilice a los niveles actuales o, incluso, ligeramente por encima. En este sentido, señalar que en lo que va de ejercicio, tras tocar un pico a principios de marzo (llegó a superar los \$ 11.000 por Tm), desde ese momento el precio de esta materia ha descendido casi un 20%, para situarse en la actualidad a niveles próximos a los \$ 9.000 por Tm. Los elevados niveles de inventarios y la especulación estarían detrás de este comportamiento.

**Gráfico n. 2**
**EVOLUCIÓN INVENTARIOS NÍQUEL London Metal Exchange (LME) – 5 AÑOS**


Fuente: LME; FactSet

No obstante, y 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. En cualquier caso, 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 en los últimos años, los bajos precios de esta variable, puede terminar convirtiéndose en un factor clave para la mejora de sus cuentas.

Acerinox (ACX), Julio 2017

---

## EN NUESTRA OPINIÓN LOS BUENOS FUNDAMENTALES DEL SECTOR OFRECEN A MEDIO/LARGO PLAZO UNA INTERESANTE OPORTUNIDAD PARA LAS COMPAÑÍAS QUE OPERAN EN EL MISMO

---

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, de consolidarse la recuperación económica mundial, sectores muy demandantes de acero inoxidable como la construcción y el de bienes de equipo impulsarán 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 cumplieran con lo que han manifestado en muchas ocasiones y dejaran de subvencionar a las empresas en pérdidas del sector, favoreciendo el cierre de capacidad.
- iii) En los últimos años, se han llevado a cabo importantes cierres de capacidad productiva, especialmente en Europa, lo que, a la larga, terminará 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. Entendemos que el problema actual es de exceso de inventarios, algo que se corregirá con el tiempo.
- v) Las medidas *antidumping* y *antisubsidio* adoptadas en Europa y EEUU, especialmente contra los productores chinos, a pesar de que no están teniendo todo el efecto deseado creemos que son un primer paso en la buena dirección. Es importante que las autoridades destierren las prácticas comerciales abusivas, financiadas a nivel gubernamental, por lo que entendemos que las medidas adoptadas pueden ir a más si países como China sigue subvencionado compañías en pérdidas que practican el *dumping* industrial.

Todos estos factores, que esperamos entren en juego en los próximos años, al unísono de un crecimiento económico mundial mayor y más estable, 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 / 2019 que son algo más optimistas que las que dimos a conocer el pasado mes de enero, como ya hemos indicado al analizar las cifras de ACX en el 1T2017.

Acerinox (ACX), Julio 2017

---

**TRAS ANALIZAR LAS CIFRAS DEL 1T2017, HEMOS DECIDIDO REVISAR AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA 2017 Y 2018. ADEMÁS, PUBLICAMOS POR PRIMERA VEZ NUESTRAS PROYECCIONES DE RESULTADOS PARA 2019**

---

- Somos 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, seguimos esperando que la nueva Administración estadounidense 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), la posibilidad de que se cierre capacidad productiva en China, y la estabilidad que esperamos alcancen el precio del níquel y del cromo deberían “jugar a favor” de la capacidad de las compañías del sector de subir en los próximos ejercicios tanto los precios finales del acero inoxidable como, en cierta medida, los base, lo que repercutirá positivamente en sus márgenes. Así, esperamos que los precios base del acero inoxidable repunten en el periodo 2017 - 2019 (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 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 y aumentar la utilización de capacidad instalada, ya que tanto la planta de Columbus como la de Gibraltar están colocando parte de su producción de bobina 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, y tras la publicación de unos muy positivos resultados en el 1T2017, como hemos analizado ya, hemos optado por revisar al alza nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2019.

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 el periodo 2017 / 2019, similar al que utilizábamos en nuestras estimaciones de enero 2017; ii) revisamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de producción de la Compañía para el periodo proyectado dada la mayor fortaleza de la demanda final de la esperada por nosotros; iii) aumentamos nuestras estimaciones de precios medios del



**Acerinox (ACX), Julio 2017**

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 / 2019, 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 70% a finales del periodo proyectado (2019). Con todo ello estimamos ahora una producción de acería para el Grupo de 2,66 millones de Tm en 2017 (sin cambios); de 2,73 millones Tm en 2018 (2,70 millones; anterior estimación), y de 2,67 millones en 2019.
- Con todo ello, estimamos ahora unas **ventas** para 2017 de EUR 4.759 millones (EUR 4.460 millones; anteriores estimaciones); de EUR 5.065 millones para 2018 (EUR 4.828 millones; anteriores estimaciones); y EUR 5.079 millones en 2019. Este crecimiento se basará en el mantenimiento de cuota en un mercado como el norteamericano, donde son líderes, mercado que esperamos crezca a medio plazo impulsado por 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 / 2019E)**

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
2016	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
2019E	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.

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 estimábamos en enero de 2017. Así, y tras situarse en el 2016 en el 8,2% y en el 1T2017 en el 15,3%, impulsado en este segundo caso y en gran medida por la fuerte revalorización experimentada por el precio del cromo, factor que a partir del 2T2017 ya no entrará en juego, esperamos ahora que mejore hasta el 11,1% en 2017 (9,7%; anteriores estimaciones); hasta el 11,2% en 2018 (10,5%; anteriores estimaciones); y hasta el 11,3% en 2019. Con todo, proyectamos ahora que el EBITDA en términos económicos será en 2017 de EUR 530,39 millones (+62,1% vs. 2016; EUR 430,76 millones; anteriores estimaciones); de EUR 566,18 millones en 2018 (+6,7% vs. 2017E; EUR 507,26 millones anteriores estimaciones); y de 573,22 millones en 2019 (+1,2% vs. 2018E).

**Acerinox (ACX), Julio 2017**

Por último, decir que proyectamos ahora que el **beneficio neto atribuible** del Grupo sea de EUR 232,69 millones en 2017 (+190% vs. 2016; EUR 146,86 millones en anteriores estimaciones); de EUR 253,38 millones en 2018 (+8,9% vs. 2017E; EUR 213,03 millones en anteriores estimaciones); y de EUR 259,11 millones en 2019 (+2,3% vs. 2018E). Señalar que para el periodo hemos establecido una tasa impositiva media cercana al 35%, 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 y que entendemos que su implementación se va a retrasar más de lo esperado si es que se termina aprobando-.

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 4,0% en 2016 a situarse cerca del 11% en el periodo 2017 / 2019 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 2,5% en 2016 al 7,9% en 2019. En el periodo 2017 / 2019 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 2017 / 2019.

**Cuadro n. 3**
**NUEVAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS 2017 – 2019**

EUR millones	2016	2017E	% var 17/16	2018E	% var 18/17	2019E	% var 19/18
<b>Ventas netas</b>	3.968,14	4.758,68	19,9%	5.065,00	6,4%	5.079,39	0,3%
<b>EBITDA</b>	327,23	530,39	62,1%	566,18	6,7%	573,22	1,2%
s/ventas	8,2%	11,1%		11,2%		11,3%	
<b>EBIT</b>	157,44	363,50	230,9%	398,70	9,7%	406,09	1,9%
s/ventas	4,0%	7,6%		7,9%		8,0%	
BAI	127,87	326,44	155,3%	365,62	12,0%	373,90	2,3%
<b>Bº neto atribuible</b>	80,32	232,69	189,7%	253,38	8,9%	259,11	2,3%
Cash-flow del ejercicio	242,55	399,57	64,7%	420,86	5,3%	426,24	1,3%

Fuente: Elaboración propia.

Por último, destacar que en función de nuestras nuevas estimaciones la Compañía creará valor en términos de *Economic Value Added (EVA)* en todo el periodo proyectado ya que el EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) superará en todos los ejercicios y 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*).

- 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, permitirán que su **deuda bruta** vaya disminuyendo paulatinamente a pesar de la mayor actividad, hasta situarse en niveles ligeramente inferiores a los EUR 1.000 millones en 2019. 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) ya desde 2018. En nuestras estimaciones hemos considerado unas inversiones en 2017, 2018 y 2019 de unos 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

**Acerinox (ACX), Julio 2017**

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 ha invertido 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 –ya hemos comentado que la Compañía ha abandonado este año el modelo de *scrip dividend* y que recientemente ha pagado un dividendo único ordinario a cuenta de los resultados de 2016 por importe de EUR 0,45 brutos por accionista lo señalado anteriormente sobre el reducido nivel de apalancamiento que tendrá la Compañía a partir de 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 pueda mejorar la remuneración de sus accionistas aumentando el importe bruto del mismo; 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.

**VALORAMOS ACERINOX EN EUR 14,71, LO QUE SUPONE UNA LIGERA REVISIÓN AL ALZA DE NUESTRO ANTERIOR PRECIO OBJETIVO**

- 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 4.061,83 millones (EUR 3.983,92 millones; anterior valoración de enero 2017), lo que traducido a datos por acción situaría el precio de ésta en EUR 14,71, algo superior a nuestra anterior valoración (EUR 14,43 por acción). Además, nuestra nueva valoración otorga a la acción a precios actuales un potencial de revalorización cercano al 28%. 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 2005 / 2014, que es de 11,2x, al EBITDA medio para el periodo 2015 / 2019E. Al resultado (*Enterprise Value*; EV) le restamos la deuda neta de la Compañía a finales del ejercicio 2016. Así obtenemos un precio objetivo por acción de EUR 16,25 (EUR 12,79; anterior valoración), tal y como se muestra en

**Acerinox (ACX), Julio 2017**

el cuadro a continuación. La revisión al alza de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017 / 2019 ha impulsado sensiblemente al alza nuestra valoración de la Compañía utilizando este método, otorgándole al valor un elevado potencial de revalorización, superior al 40%.

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

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
EBITDA (EUR mill.)	284,57	327,23	530,39	566,18	573,22
EBITDA promedio estimado (15 / 19E) - EUR millones -					456,32
Ratio EV/EBITDA ciclo - veces -					11,19
Enterprise value (EV) - EUR millones -					5.107,38
Deuda neta 2016 - EUR millones -					(619,95)
Valor compañía - EUR millones -					4.487,43
<b>Valor acción - EUR</b>					<b>16,25</b>

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 3.636,23 millones (EUR 4.436,65 millones; anterior valoración), lo que representa un precio por acción de EUR 13,17 (EUR 16,07; anterior valoración). Nuestra nueva valoración es sensiblemente inferior (-18%) a la anterior a pesar de la revisión al alza que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados debido básicamente al incremento de la 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 enero (6,41% ahora vs. 6,34% en enero) porque, entre otros factores, se ha incrementado sensiblemente en este periodo la prima de riesgo de la bolsa española. (7,23% ahora vs. 6,39% en enero).

Así, y según esta metodología, al precio actual de las acciones de ACX éstas presentan un potencial de revalorización superior al 14%.

**EL MAYOR POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN QUE PRESENTAN AHORA LAS ACCIONES DE ACERINOX RESPECTO AL QUE MOSTRABAN EN ENERO NOS LLEVA A REVISAR AL ALZA NUESTRA RECOMENDACIÓN SOBRE EL VALOR DESDE ACUMULAR HASTA COMPRAR**

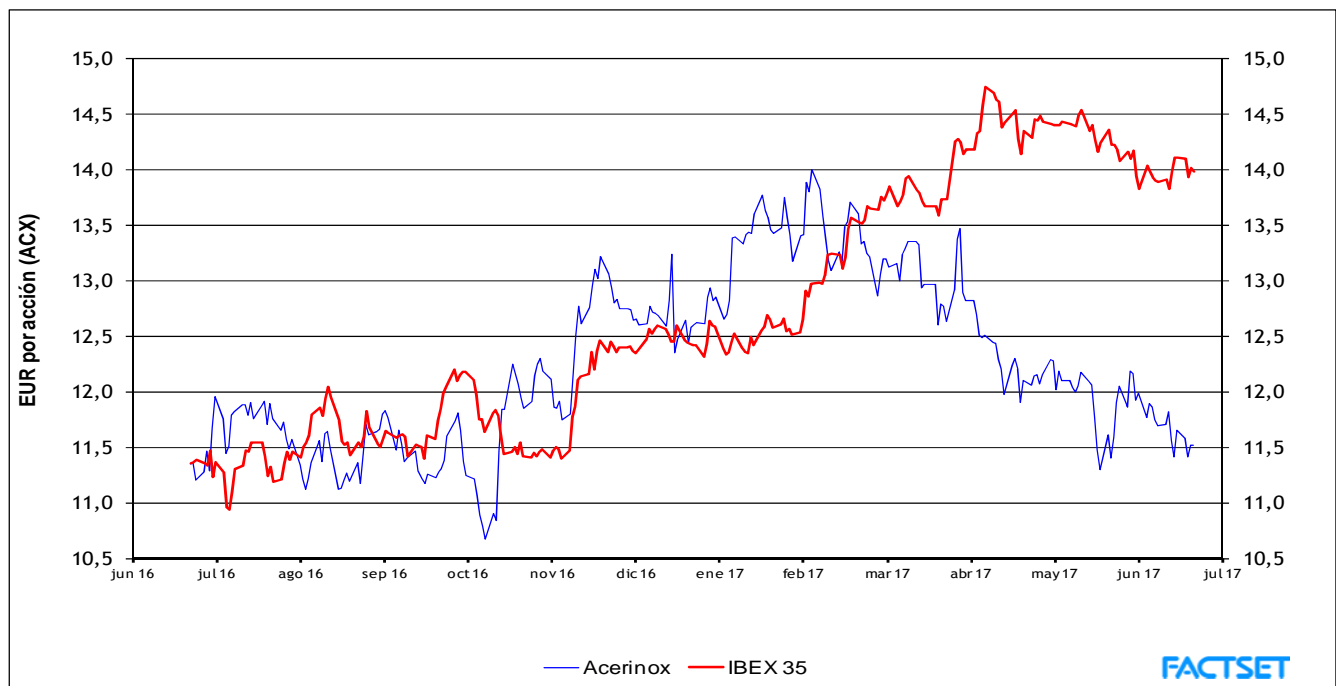
A medio plazo nuestra percepción sobre la evolución del sector del acero inoxidable sigue siendo positiva ya que hay una serie de factores que, de entrar en juego tal y como esperamos que hagan, modificarán para bien el escenario en el que deberán operar las compañías del sector: i) la demanda final 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; y iv) la estabilidad del precio del níquel, primero, y su posterior recuperación. 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

## Acerinox (ACX), Julio 2017

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.

Gráfico n. 3

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



Fuente: FactSet.

Además, los factores que han venido penalizaron el comportamiento del sector en los últimos tiempos 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.

Tras analizar los resultados de ACX del 1T2017, muy superiores a lo por nosotros esperado a todos los niveles de la cuenta de explotación, hemos optado por revisar al alza nuestras estimaciones para el conjunto de 2017 y para 2018. Además, aprovechamos este documento para presentar nuestras proyecciones de resultado para 2019. Así, esperamos ahora que ACX alcance unas ventas en el ejercicio 2017 de EUR 4.759 millones (+19,9% vs. 2016); un EBITDA de EUR 530,39 millones (+62%); un margen EBITDA sobre ventas del 11,1% (8,2% en 2016); y un beneficio neto atribuible de EUR 232,69 millones (+190%).

La revisión al alza de nuestras estimaciones para el periodo 2017 / 2019 nos ha llevado también a mejorar la valoración de la Compañía desde los EUR 14,42 por acción (enero 2017) hasta los **EUR 14,71**, lo que da a las acciones de ACX un potencial de revalorización cercano al 28% a precios actuales de la acción.

**Acerinox (ACX), Julio 2017**

---

ACX es 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 3,9%, atractiva en el actual entorno de bajos tipos de interés. Además, no vemos riesgo a corto/medio plazo de que la Compañía se vea obligada a modificar su actual política de remuneración de sus accionistas dada la solidez de su balance. Además, y tras las recientes caídas del precio de la acción, muy influidas por la caída del precio del níquel y del cromo, que han ralentizado momentáneamente el crecimiento del mercado del acero inoxidable, y de la modificación al alza de nuestra valoración de la Compañía, el valor presenta un potencial de revalorización elevado, por lo que hemos optado por revisar al alza nuestra recomendación desde ACUMULAR a **COMPRAR**.



*"Link Securities SV, S.A. no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este documento, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV, S.A. y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que se hace referencia en este documento".*

*"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)"*

**Acerinox (ACX), Julio 2017**
**ANEXO n. 1**

 PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS (\*)  
 (Evolución 2014/2016; Proyecciones 2017/2019)

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>						
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,12	1,92	1,84	1,92	1,63	1,67
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	2,11	1,91	1,83	1,90	1,62	1,65
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	1285,05	1158,75	1072,97	1002,32	701,37	865,36
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>						
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,53	0,50	0,48	0,49	0,49	0,42
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	2,32	2,17	1,97	1,84	2,06	1,46
. F.Propios+int.min./activo fijo	1,11	1,04	0,99	0,95	0,90	0,84
. Fondos accionista/activo fijo	1,11	1,04	0,99	0,95	0,90	0,84
. Recursos permanentes/activo fijo	1,59	1,53	1,49	1,47	1,34	1,43
. Recursos ajenos/activo total	0,47	0,50	0,52	0,51	0,51	0,58
. Deuda neta/fondos accionista	15%	17%	25%	29%	35%	33%
. EBIT/gastos financieros brutos	9,90	9,51	8,47	3,63	2,36	4,82
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,8%	0,8%	0,9%	1,1%	1,2%	1,4%
. CF explot./gts.financieros netos	18,38	17,65	14,71	8,81	6,07	7,93
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	388,20	413,94	563,78	619,95	710,75	615,72
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>						
. ROA	5,1%	5,1%	4,7%	1,6%	0,6%	2,9%
. ROE	10,9%	11,3%	10,9%	4,0%	2,3%	8,6%
. ROCE	7,9%	7,9%	7,2%	2,5%	1,3%	5,2%
. Fondos propios/capital social	16,3	15,4	14,5	13,8	13,0	11,8
. BA/fondos accionista (A)	14,7%	15,2%	14,3%	5,9%	3,8%	13,2%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	11,1%	11,3%	10,5%	4,7%	4,0%	9,5%
. A/A1	1,3	1,3	1,4	1,3	0,9	1,4
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>						
. Margen bruto	32%	32%	33%	32%	29%	30%
. Margen explotación	8,0%	7,9%	7,6%	4,0%	2,9%	6,8%
. EBITDA/ventas	11,3%	11,2%	11,1%	8,2%	6,7%	10,2%
. B°Neto/ventas	4,9%	4,8%	4,5%	1,7%	0,6%	2,8%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>						
. Ventas netas/tesorería	8,5	8,5	8,0	6,6	8,8	5,9
. Ventas netas/cuentas a cobrar	7,73	7,78	7,28	6,93	8,97	9,40
. Ventas netas/existencias	4,47	4,47	4,51	4,47	5,12	5,14
. Ventas netas/activo total	106%	106%	101%	89%	102%	99%
<b>DATOS POR ACCIÓN (***)</b>						
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,94	0,92	0,84	0,29	0,16	0,53
. Dividendo por acción (EUR) (**)	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
. Cash-flow por acción (EUR)	1,54	1,52	1,45	0,88	0,76	1,10
. Valor contable por acción (EUR)	8,88	8,39	7,92	7,53	7,23	6,62
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,30	1,37	1,45	1,53	1,30	1,89
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>						
. Precio (EUR) (*)	11,52	11,52	11,52	11,52	9,42	12,51
. PER	12,3	12,5	13,7	39,6	58,6	23,8
. Precio/cash-flow	7,5	7,6	8,0	13,1	12,3	11,4
. Rentabilidad por dividendo	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,8%	3,6%
. Pay-out	48%	49%	53%	155%	279%	86%

(\*) El precio de los años 2016,2017, 2018 y 2019 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), Julio 2017**
**ANEXO n. 2**  
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**  
*(Evolución 2014/2016; Proyecciones 2017/2019)*

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014
Total Ventas	5.079,39	5.065,00	4.758,68	3.968,14	4.221,43	4.380,29
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	(31,98)	(19,78)	38,20
Coste de Ventas	(3.453,98)	(3.444,20)	(3.212,11)	(2.673,57)	(3.000,35)	(3.102,61)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.625,40</b>	<b>1.620,80</b>	<b>1.546,57</b>	<b>1.262,59</b>	<b>1.201,30</b>	<b>1.315,88</b>
Gastos Explotación	(1.074,91)	(1.076,57)	(1.037,39)	(955,86)	(948,63)	(901,12)
Otros ingresos explotación	22,72	21,95	21,21	20,49	31,91	33,28
<b>CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA</b>	<b>573,22</b>	<b>566,18</b>	<b>530,39</b>	<b>327,23</b>	<b>284,57</b>	<b>448,03</b>
Amortización inmovilizado	(167,13)	(167,49)	(166,88)	(169,79)	(163,68)	(150,35)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>	<b>406,09</b>	<b>398,70</b>	<b>363,50</b>	<b>157,44</b>	<b>120,89</b>	<b>297,69</b>
Rdos. financieros netos	(31,19)	(32,07)	(36,06)	(37,13)	(46,88)	(56,50)
Otros ajustes y resultados	(1,00)	(1,00)	(1,00)	7,56	2,89	2,59
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>373,90</b>	<b>365,62</b>	<b>326,44</b>	<b>127,87</b>	<b>76,90</b>	<b>243,78</b>
Impuesto de sociedades	(127,13)	(124,31)	(110,99)	(60,57)	(50,58)	(121,09)
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>246,77</b>	<b>241,31</b>	<b>215,45</b>	<b>67,30</b>	<b>26,32</b>	<b>122,69</b>
Minoritarios	12,34	12,07	17,24	13,02	16,57	13,64
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>259,11</b>	<b>253,38</b>	<b>232,69</b>	<b>80,32</b>	<b>42,89</b>	<b>136,33</b>
<i>EBITDA</i>	<i>573,22</i>	<i>566,18</i>	<i>530,39</i>	<i>327,23</i>	<i>284,57</i>	<i>448,03</i>
<i>EBIT</i>	<i>406,09</i>	<i>398,70</i>	<i>363,50</i>	<i>157,44</i>	<i>120,89</i>	<i>297,69</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>426,24</i>	<i>420,86</i>	<i>399,57</i>	<i>242,55</i>	<i>203,68</i>	<i>284,09</i>

**BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado**  
*(Evolución 2014/2016; Proyecciones 2017/2018)*

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>2.303,59</b>	<b>2.308,23</b>	<b>2.288,41</b>	<b>2.248,41</b>	<b>2.187,39</b>
DEUDORES A LARGO PLAZO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FONDO COMERCIO CONSOLIDACION	69,12	69,12	69,12	69,12	69,12
GASTOS DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>	<b>2.421,32</b>	<b>2.347,16</b>	<b>2.097,51</b>	<b>1.808,14</b>	<b>2.159,12</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.794,03</b>	<b>4.724,51</b>	<b>4.455,05</b>	<b>4.125,67</b>	<b>4.415,64</b>

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>2.316,30</b>	<b>2.187,15</b>	<b>2.078,69</b>	<b>1.929,03</b>	<b>1.733,14</b>
. Capital y prima emisión	150,42	150,42	150,42	148,08	146,83
. Reservas	1.912,50	1.804,04	1.847,95	1.738,06	1.449,98
. Beneficio sociedad dominante	253,38	232,69	80,32	42,89	136,33
<b>SOCIOS EXTERNOS</b>	<b>89,99</b>	<b>89,99</b>	<b>89,99</b>	<b>94,28</b>	<b>112,55</b>
DIFERENCIAS NEGATIVAS CONSOLIDACIÓN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	15,48	15,48	15,48	13,70	13,71
<b>ACREEDORES LARGO PLAZO</b>	<b>1.109,69</b>	<b>1.157,70</b>	<b>1.175,70</b>	<b>981,90</b>	<b>1.262,48</b>
<b>ACREEDORES CORTO PLAZO</b>	<b>1.262,57</b>	<b>1.274,19</b>	<b>1.095,20</b>	<b>1.106,78</b>	<b>1.293,76</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>4.794,03</b>	<b>4.724,51</b>	<b>4.455,05</b>	<b>4.125,67</b>	<b>4.415,64</b>
Número medio acciones (millones)	276,1	276,1	276,1	266,7	261,7

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.



**Acerinox (ACX), Julio 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 31/12/16	2.078,69	77%	6,91%	--	6,91%	5,33%
Deuda neta 31/12/16 (EUR millones)	619,95	23%	7,59%	38,00%	4,71%	1,08%
<b>Total</b>	<b>2.698,64</b>	<b>100%</b>				<b>6,41%</b>

(\*) 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.)	617,37		
Valor residual	4.235,63		
<b>Total</b>	<b>4.853,00</b>	<b>(1.216,77)</b>	<b>3.636,23</b>
<b>Valoración por acción - EUR</b>			<b>13,17</b>

Tir bono 10 años:	1,49%
g (crecimiento perpétuo):	2,00%
Prima mercado:	7,23%
Beta:	0,75
Prima de riesgo	5,4%
PER Residual:	22,7

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS**

(Evolución 2014/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Beneficio explotación (EBIT)	297,69	120,89	157,44	363,50	398,70	406,09
Impuestos imputables al EBIT	(149,15)	(81,42)	(78,15)	(123,59)	(135,56)	(138,07)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>148,53</b>	<b>39,47</b>	<b>79,28</b>	<b>239,91</b>	<b>263,14</b>	<b>268,02</b>
Amortización	150,35	163,68	169,79	166,88	167,49	167,13
Amortización fondo de comercio	(2,59)	(2,89)	(7,56)	0,00	0,00	0,00
Otros cargos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>296,29</b>	<b>200,27</b>	<b>241,51</b>	<b>406,80</b>	<b>430,63</b>	<b>435,15</b>



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

Acerinox (ACX), Julio 2017

---

