

Acerinox (ACX), Febrero 2019

# ACERINOX (ACX)

## Actualización

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

**ACUMULAR**  
**RIESGO: MEDIO**

### Accionistas

 Corporación Financiera Alba (ALB): 18,9%  
 Nippon Steel & Sumitomo Metal: 15,5%  
 Feynman Capital (Grupo Omega): 5,0%  
 IDC: 3,2%

 Precio acción (15/02/19): EUR 9,49  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 11,48**  
 # de acciones (mill): 276,07  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 2.618,78  
 Máx/Mín 2019: EUR 9,64 / 8,41  
 Máx/Mín (12 meses): EUR 12,47 / 8,33  
 % Máx/Mín (12 meses): -24 / 14

### Analista: Juan J. Figares

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

 PER 14: 23,8  
 PER 15: 58,6  
 PER 16: 43,3  
 PER 17: 11,2  
 PER 18E: 11,0  
 PER 19E: 12,3  
 PER 20E: 11,4

### Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

### 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	12,5	327,23	80,32	242,55	0,29	0,88	0,45	155
2017	6,6	487,66	234,14	393,63	0,85	1,43	0,45	53
2018E	6,5	489,47	237,08	399,50	0,86	1,45	0,45	52
2019E	6,5	468,51	212,13	372,20	0,77	1,35	0,50	65
2020E	6,2	490,47	228,89	387,64	0,83	1,40	0,50	60

(\*) 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.
- **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.
- **ACX publicó unos muy positivos resultados 9M2018, aunque advirtió que el impacto de las crecientes importaciones en Europa y los bajos precios del producto en Asia**, en ambos casos consecuencia de la todavía elevada sobrecapacidad en este segundo mercado y del desvío de producción desde éste a Europa tras las medidas proteccionistas adoptadas por la Administración estadounidense, **lastrarían los resultados del 4T2018**.
- **Nuestras estimaciones de resultados de ACX para el conjunto de 2018 están muy condicionadas por un 4T2018 en el que esperamos la Compañía presente unas cifras muy pobres**. Así, esperamos unas ventas netas para el 2018 de EUR 4.963 millones (+7,3% en tasa interanual); un EBITDA de EUR 489 millones (+0,4%) y un beneficio neto de EUR 237 millones (+1,3%).
- En términos de márgenes de explotación, **esperamos un ligero descenso del margen EBITDA sobre ventas en relación al 2017 (9,9% vs. 10,5%), consecuencia del fuerte deterioro del mismo en el 4T2018 (6,1%) debido a las bajas producciones en las plantas de Europa y Sudáfrica**, que penalizan la aparición de economías de escala, **y de la más que probable necesidad de dotar provisiones para cubrir la devaluación de existencias**, tras la caída experimentada en el 4T2018 de los precios de algunas materias primas, especialmente del níquel.
- **De cara a 2019, esperamos un ejercicio en el que los resultados de ACX irán de menos a más, para acabar el año con cifras algo por debajo de las alcanzadas en 2018**. En 2020 esperamos una sensible mejora de los resultados del Grupo, apoyada en un incremento de las producciones y de los precios, algo consistente con un cuadro macro a nivel global algo más positivo que en el presente ejercicio.

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

- **Pensamos que 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 actualmente elevada, cercana al 5,0%, rentabilidad que creemos asegurada y que es muy atractiva en el actual entorno de bajos tipos de interés. Además, y tras la fuerte corrección experimentada por el precio de la acción durante los últimos meses de 2018, consideramos que el valor presenta un potencial de revalorización atractivo, superior al 20%, en base a nuestra valoración por fundamentales, por lo que recomendamos **ACUMULAR** el mismo en cartera.

No obstante, y dado que consideramos que el consenso de analistas no refleja todavía correctamente la debilidad que esperamos muestren los resultados de ACX en el 4T2018, al manejar estimaciones muy por encima de las nuestras, esperaríamos a que la Compañía publique sus cifras anuales a finales del presente mes antes de comenzar a tomar posiciones en el valor.

**RECOMENDACIÓN: ACUMULAR**  
**RIESGO: MEDIO**

Acerinox (ACX), Febrero 2019

## LOS RESULTADOS ALCANZADOS POR ACERINOX EN 9M2018 NOS HAN SORPRENDIDO GRATAMENTE, APOYADOS EN UN MUY BUEN COMPORTAMIENTO DEL MERCADO ESTADOUNIDENSE

A continuación, analizamos brevemente los resultados 9M2018 publicados por la compañía, de los que destacaríamos los siguientes aspectos:

Cuadro n.1

### RESULTADOS ACERINOX (9M2018 vs. 9M2017)

EUR millones	3T2017	4T2017	1T2018	2T2018	3T2018	9M2018	9M2017	% 2018/2017
<b>Ventas netas</b>	<b>1.067</b>	<b>1.116</b>	<b>1.254</b>	<b>1.334</b>	<b>1.284</b>	<b>3.872</b>	<b>3.511</b>	<b>10,3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>53</b>	<b>119</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>154</b>	<b>422</b>	<b>370</b>	<b>14,1%</b>
s/ventas	5,0%	10,7%	9,4%	11,3%	12,0%	10,9%	10,5%	
<b>EBIT</b>	<b>13</b>	<b>78</b>	<b>76</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>296</b>	<b>240</b>	<b>23,3%</b>
s/ventas	1,2%	7,0%	6,1%	8,1%	8,7%	7,6%	6,8%	
<b>BAI</b>	<b>9</b>	<b>73</b>	<b>77</b>	<b>105</b>	<b>111</b>	<b>293</b>	<b>226</b>	<b>29,6%</b>
<b>Bº neto atribuible</b>	<b>7</b>	<b>77</b>	<b>58</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>221</b>	<b>157</b>	<b>40,8%</b>
Cash-flow del ejercicio	47	106	99	122	124	345	287	20,2%

Fuente: RRJJ Acerinox; Elaboración propia.

- Las **ventas netas** del grupo ascendieron en 9M2018 a EUR 3.872 millones, cifra que representa un incremento interanual del 10%. Esta mejora se apoya en el positivo comportamiento del mercado norteamericano, tanto en volúmenes como en precios.
- Destacar que la producción mundial de acero inoxidable aumentó durante el 1S2018 (únicos datos disponibles; fuente ISSF) un 13% interanual, hasta los 26,1 millones de toneladas. Cabe destacar el aumento del 13% de la producción en China en este periodo de tiempo, así como la mayor producción del fabricante chino Tsingshan en Indonesia, lo que ha propiciado un exceso de oferta en el **mercado asiático**, penalizando los precios en la región, los cuales siguen muy por debajo de los europeos y, sobre todo, de los estadounidenses.
- El **mercado norteamericano** ha tenido un buen comportamiento en los que va de año, con el consumo aparente de producto plano creciendo el 2% en el 1S2018 en tasa interanual. La fortaleza de la demanda y la caída de las importaciones ha permitido que los precios hayan subido en 9M2018 en este mercado.
- Sin embargo, en **Europa** las importaciones desde Asia han seguido aumentando, suponiendo ya el 30% del total en lo que va de ejercicio. Los menores precios asiáticos y el exceso de producción en este continente están provocando este aumento que no puede ser compensado por la buena marcha de la demanda, propiciando que los precios base en Europa se están viendo penalizados. Además, las importaciones han provocado que los niveles de inventarios se sitúen en Europa a finales del 3T2018 por encima de su media histórica.
- Durante los 9M2018 la **producción** de acería de ACX ha alcanzado las 1.923.977 Tm, lo que representa un aumento interanual del 1,9% (+0,3% en el 3T2018 estanco). Por su parte, la de laminación en caliente de producto plano ha disminuido en 9M2018 el 0,5%, hasta las 1.662.735 Tm (-3,3% en 3T2018 estanco), mientras que la de laminación en frío ha aumentado el 5,7%, hasta las 1.374.859 Tm (+3,7% en 3T2018 estanco).

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

---

- En lo que hace referencia a las principales **materias primas** utilizadas en la producción de acero inoxidable, destacar que el precio del níquel ha evolucionado positivamente en el año, aunque ha experimentado un fuerte retroceso desde finales del 1S2018, lo que puede impactar negativamente en la demanda de acero inoxidable en el 4T2018. Por su parte, el precio del ferrocromo se ha mantenido estable en el 3T2018, aunque en el 4T2018 ha retrocedido el 10%.
- El cash-flow de explotación o **EBITDA** del Grupo alcanzó en 9M2018 los EUR 422 millones, lo que supone un aumento interanual del 14%. En términos de ventas el EBITDA se situó al cierre del 3T2018 en el 10,9%, algo por encima del 10,5% que logró la Compañía en 9M2017. En el 3T2018 estanco el EBITDA de ACX se situó en EUR 154 millones, cifra que compara positivamente tanto con la obtenida en el 2T2018 (EUR 151 millones) como con la lograda en el 3T2017 (EUR 53 millones). En términos sobre ventas el EBITDA de ACX se situó en el 3T2018 en el 12,0% vs. el 11,3% del 2T2018 y el 5,0% del 3T2017.
- Tras unos resultados financieros netos positivos e impuestos, el **beneficio neto atribuible** de ACX se situó en 9M2018 en EUR 221 millones, cifra que compara muy positivamente (+41% en tasa interanual) con la lograda en el mismo periodo de tiempo del 2017. En el 3T2018 estanco el beneficio neto atribuible de ACX se situó en EUR 83 millones vs. los EUR 7 millones logrados en el 3T2017. Destacar los menores impuestos que paga la Compañía este ejercicio en EEUU tras la reducción del impuesto de sociedades en este país, algo que le beneficia mucho al ser éste su mercado más importante en términos de ventas y beneficios.
- Por último, señalar que el **cash-flow operativo** del grupo se situó en EUR 157 millones en 9M2018 frente a los EUR 228 millones obtenidos en 9M2017. Las mayores necesidades de capital circulante, consecuencia de la mayor actividad y de los mayores precios de las materias primas, han condicionado la generación de caja. Tras el pago de EUR 100 millones en inversiones el **cash-flow** libre de ACX se ha situado en EUR 57 millones en 9M2018 (EUR 87 millones en 9M2017). Al cierre del 3T2018 la deuda neta del Grupo ascendía EUR 666 millones frente a los EUR 609 millones de 9M2017.

Los resultados de ACX en 9M2018, especialmente en el 3T2018, nos han sorprendido positivamente. Sin embargo, las negativas perspectivas para la evolución de su negocio en el 4T2018 dadas a conocer por la Compañía, consecuencia del fuerte incremento de las importaciones procedentes desde Asia en la segunda mitad del ejercicio, nos ha llevado a ser muy prudentes a la hora de proyectar sus resultados durante este último trimestre del año, como luego veremos cuando demos a conocer nuestras proyecciones.

## **PARA EVITAR EL IMPACTO NOCIVO DEL FUERTE INCREMENTO DE LAS IMPORTACIONES DE ACERO INOXIDABLE EN LAS COMPAÑÍAS EUROPEAS DEL SECTOR, LA COMISIÓN EUROPEA DECIDIÓ ACTIVAR EN JULIO UNAS MEDIDAS PROVISIONALES DE SALVAGUARDA...**

---

- Tras finalizar en marzo 2018 una investigación sobre el tema, la Comisión Europea (CE) concluyó que se estaba produciendo un desvío de las exportaciones de acero hacia la Unión Europea (UE) como consecuencia de las medidas proteccionistas introducidas por el Gobierno de EEUU. Es por ello que la Comisión se decantó por imponer medidas provisionales de salvaguarda para proteger a la industria del continente, que entraron en vigor a finales del mes de julio de 2018. Las medidas, que han sido aplicadas de forma provisional durante 200 días, afectaron a 23 categorías de productos de acero a las que se impuso un arancel del 25% en caso de que las importaciones superaran la media registrada durante los últimos tres años. No se aplicaron cuotas por países productores, sino una cuota global a

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

las importaciones. Además, las mencionadas cuotas se han venido aplicando por orden de llegada. La medida excluyó a los productos de ciertos países en vías de desarrollo cuando representaban menos del 3% de las importaciones totales. También quedaron excluidos los países del Espacio Económico Europeo (Noruega, Islandia y Liechtenstein) por sus estrechos vínculos económicos con la UE.

- El impacto de las mencionadas medidas provisionales de salvaguarda no ha sido el deseado, algo que se ha dejado notar de forma muy negativa en el sector del acero inoxidable en el 4T2018. El principal problema fue generado por la conocida como “cláusula de envío”, que tomaba la fecha del supuesto envío del producto hacia Europa como válida para calcular las cuotas. Muchos productores de países afectados se adelantaron a la implementación de las medidas provisionales, enviando producto o acumulando el mismo en barcos y puertos para que así no contaran como parte de la cuota de importaciones a calcular.

El efecto en el sector en Europa fue el de un fuerte incremento de las importaciones a partir de finales del 2T2018, mientras que las cuotas estipuladas continuaban sin alcanzarse, lo que presionó a la baja tanto los precios base del acero inoxidable en este mercado como las producciones de los “jugadores” europeos, lastrando sus resultados de forma sensible en el 4T2018, como luego veremos cuando presentemos nuestras estimaciones de resultados para el conjunto de 2018 para ACX.

---

**...MEDIDAS PROVISIONALES QUE HAN PASADO A SER DEFINITIVAS A COMIENZOS DEL MES DE FEBRERO, ALGO QUE ENTENDEMOS LIMITARÁ LAS IMPORTACIONES DE ACERO INOXIDABLE EN EUROPA, BENEFICIANDO ASÍ A LOS PRODUCTORES LOCALES**

- La Unión Europea (UE) ha optado por aplicar a partir del 2 de febrero aranceles del 25% a la importación de 26 categorías de productos acero procedentes de terceros países cuando superen una cuota establecida con el objetivo de proteger a los productores europeos de las importaciones desde otras regiones después de que EEUU decidiese aplicar restricciones al comercio de este producto. La Comisión Europea (CE) ha justificado su decisión tras los resultados de una investigación, iniciada en marzo de 2018 y que continuó tras la entrada en vigor de las medidas provisionales de salvaguarda analizadas en el punto anterior.

Con esta nueva política de aranceles, la Unión Europea (UE) pretende un objetivo doble. Por un lado, proteger a la industria de las importaciones procedentes de terceros países, pero también asegurar que los compradores europeos de acero pueden adquirir cantidades suficientes para continuar con su actividad industrial. Así, los aranceles definitivos se aplicarán a las importaciones de acero procedentes de cualquier país del mundo salvo Noruega, Islandia y Liechtenstein, por su alto grado de integración económica con la Unión Europea (UE), países en vías de desarrollo cuyas importaciones al bloque comunitario no superen el 3% y Sudáfrica, por tener un acuerdo de reciprocidad. Asimismo, introducen “algunas variaciones” respecto a las medidas provisionales en vigor a fin de “preservar los flujos comerciales tradicionales” como, por ejemplo, el hecho que los principales países proveedores serán sometidos a toques de contingencia individuales, basados en sus propias importaciones históricas”. Además, incluyen una medida de liberalización gradual, tal y como obligan las normas de la OMC, según la cual se aumentará un 5% el nivel del contingente libre de derechos después de cada año de aplicación. Se realizará en dos fases, la primera en julio de 2019 y la segunda en julio de 2020.

En este caso, y a diferencia de lo recogido en las medidas provisionales de salvaguarda, se modifica la “cláusula de envío”, pasando a contabilizarse el producto importado en términos de cuota en la fecha de su llegada. Entendemos que este cambio será beneficioso para las compañías europeas del sector, ya que evitará los “excesos” que la cláusula de envío provocó en el 2S2018.

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

- Esperamos que la entrada en vigor de estas medidas definitivas haga disminuir sensiblemente las importaciones de acero inoxidable a la Unión Europea (UE), que esperamos bajen desde los niveles superiores al 30% alcanzados en momentos puntuales de 2018 a niveles del 25%. Ello restará algo de presión a los precios base en la región, que a finales de 2018 sufrieron como consecuencia de la fuerte competencia de los productores de fuera de la Unión Europea (UE), especialmente de los asiáticos.

**EL FUERTE INCREMENTO DE LAS IMPORTACIONES DE ACERO INOXIDABLE EN LA UNIÓN EUROPEA Y SU NEGATIVO IMPACTO EN PRECIO Y PRODUCCIONES EN LA REGIÓN HAN LASTRADO LOS RESULTADOS DE ACERINOX EN EL 4T2018**

El incremento descontrolado de la llegada de acero inoxidable importado a la Unión Europea (UE) a partir de la implementación por parte de la Comisión Europea (CE) de las medidas provisionales de salvaguarda, aprovechando para ello las "grietas" existentes en el diseño de las mismas, léase la "cláusula de envío", ha tenido un impacto muy negativo en los precios base del producto (descenso medio cercano al 20%), mientras que el fuerte descenso del precio del níquel en el periodo lo ha tenido en su precio final. Este negativo escenario y la debilidad de la demanda ha lastrado sensiblemente los resultados de las compañías del sector en el mercado europeo.

Además, estimamos que ACX optará por deshacerse durante estos meses de las existencias de producto acumuladas a finales del trimestre precedente, que no fueron vendidas al considerar la Compañía que los precios eran en ese momento demasiado bajos en Europa (unas 30.000 Tm). De esta forma, ACX optaría por reducir sensiblemente su producción en el trimestre, tanto en su planta de Algeciras como en la de Columbus, que destina parte de su producción a Europa, lo que le permitiría rebajar en aproximadamente EUR 100 millones su capital circulante, liberando de esta forma recursos. De este modo, y según nuestras estimaciones, ACX cerraría el ejercicio con una deuda neta de unos EUR 587 millones, importe que supone una ratio sobre el EBITDA del ejercicio estimado de 1,2x (veces).

Por su parte, la filial estadounidense NAS ha seguido trabajando a buen ritmo, manteniendo un nivel de ocupación durante el 4T2018 superior al 90%, nivel muy lejos de los alcanzados en las plantas de Europa y Sudáfrica.

**Cuadro n. 2**
**PRODUCCIONES DE ACERINOX POR TRIMESTRE (4T2018 estimado)**

Miles TM	1T2018	2T2018	3T2018	4T2018	% var 4T18/4T17	2018	2017	% var 18/17
<b>Acería</b>	668	639	617	545	-13,6%	2.469	2.519	-2,0%
<b>Laminación caliente</b>	577	561	524	497	-11,3%	2.159	2.231	-3,2%
<b>Laminación frío</b>	462	471	443	411	-6,0%	1.787	1.738	2,8%
<b>Producto largo (caliente)</b>	65	70	61	52	-15,9%	248	234	6,0%

Fuente: RRII Acerinox; Elaboración propia

El descenso de los precios del acero inoxidable en Europa y la fuerte competencia en Asia, que lleva años lastrando los precios en ese mercado, y las menores producciones, que impiden el correcto aprovechamiento de las economías de escala en el sector, han penalizado sensiblemente los resultados de la Compañía en el 4T2018, trimestre que ha sido con mucha diferencia el más flojo del año como pasamos a mostrar a continuación:

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

- Estimamos que ACX alcance unas **ventas** de EUR 1.091 millones en el 4T2018, cifra sensiblemente inferior a los EUR 1.284 millones del 3T2018, situándose, además, un 2% por debajo de las del mismo trimestre de 2017. De esta forma, ACX alcanzaría unas ventas en el ejercicio 2018 de EUR 4.963 millones, un 7,3% superiores a las del año 2017.
- A su vez, esperamos que en el 4T2018 el cash-flow de explotación o **EBITDA** del Grupo se sitúe en los EUR 67 millones frente a los EUR 154 millones del 3T2018 y a los EUR 119 millones del 4T2017. El margen sobre ventas será en el trimestre analizado del 6,1%, sustancialmente inferior al 12,0% alcanzado en el 3T2018 y 4,6 puntos porcentuales inferior al del mismo trimestre de 2017. Es en este margen donde más se deja nota el impacto de la baja capacidad de producción utilizada en las plantas de España y Sudáfrica. Además, este margen se ve penalizado por el deterioro del margen bruto como consecuencia de las provisiones que entendemos que el Grupo ha tenido que dotar como consecuencia de la depreciación de las existencias tras la fuerte caída del precio de algunas materias primas en el trimestre, concretamente del níquel.

De esta forma el EBITDA del Grupo en 2018 se situará en EUR 489 millones, con lo que superará en un 0,4% al obtenido en 2017. El margen sobre ventas, por su parte, bajará en el ejercicio 2018 hasta el 9,9% desde el 10,5% del año anterior.

**Cuadro n. 3**
**ESTIMACIONES DE RESULTADOS DE ACERINOX EN EL 4T2018 Y EN 2018**

EUR millones	1T2018	2T2018	3T2018	4T2018	% 4T18/4T17	2018	2017	% 2019/2018
<b>Ventas netas</b>	<b>1.254</b>	<b>1.334</b>	<b>1.284</b>	<b>1.091</b>	<b>-2%</b>	<b>4.963</b>	<b>4.627</b>	<b>7,3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>118</b>	<b>151</b>	<b>154</b>	<b>67</b>	<b>-44%</b>	<b>489</b>	<b>488</b>	<b>0,4%</b>
s/ventas	9,4%	11,3%	12,0%	6,1%	-4,6 p.p.	9,9%	10,5%	
<b>EBIT</b>	<b>76</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>31</b>	<b>-60%</b>	<b>327</b>	<b>318</b>	<b>2,9%</b>
s/ventas	6,1%	8,1%	8,7%	2,9%	-4,1 p.p.	6,6%	6,9%	
<b>BAI</b>	<b>77</b>	<b>105</b>	<b>111</b>	<b>18</b>	<b>-75%</b>	<b>311</b>	<b>299</b>	<b>4,0%</b>
<b>Bº neto atribuible</b>	<b>58</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>16</b>	<b>-79%</b>	<b>237</b>	<b>234</b>	<b>1,3%</b>
Cash-flow del ejercicio	99	122	124	55	-49%	399	394	1,5%

Fuente: RRJJ Acerinox; Estimaciones propias

- El beneficio de explotación o **EBIT** de ACX se situará en el 4T2018, según nuestras estimaciones, en EUR 31 millones, cifra muy inferior a los EUR 112 millones logrados en el 3T2018 y a los EUR 78 millones alcanzados en el 4T2017. Además, este margen sobre ventas descenderá en el trimestre proyectado hasta el 2,9% frente al 8,7% del 3T2018 y al 7,0% del 4T2017.

De esta forma el EBIT de la Compañía será de EUR 327 millones en 2018, un 6,6% en términos de ventas. Aun así, esta cifra es casi un 3% superior a la del 2017, aunque en este último ejercicio el margen EBIT sobre ventas fue ligeramente superior (6,9%).

- Por último, que el **beneficio neto atribuible** de ACX estimamos que sea de EUR 16 millones en el 4T2018 frente a los EUR 83 millones logrados el trimestre precedente y los EUR 77 millones del 4T2017. Para el conjunto del ejercicio este margen se situará en los EUR 237 millones, cifra un 1,3% superior a la obtenida en 2017.



## Acerinox (ACX), Febrero 2019

---

De esta forma los resultados de ACX en el 4T2018 se convierten en los más flojos del Grupo desde los del 3T2017. Destacar que en 2018 el Grupo alcanza una rentabilidad sobre fondos propios (ROE) del 12,1%, sensiblemente superior al 11,8% obtenido en 2017, mientras la rentabilidad sobre el capital invertido (fondos propios y deuda bruta; ROCE) se eleva en el ejercicio hasta el 7,4%, también superior al 7,2% del año precedente.

En función de nuestras estimaciones, la Compañía volverá a crear valor en 2018, como ya lo hiciera en 2017, en términos de *Economic Value Added (EVA)*, ya que el EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) superará en el ejercicio el coste de oportunidad de los recursos de capital empleados (se les aplica el coste medio ponderado de capital o *wacc*).

## TRAS ANALIZAR LOS RESULTADOS 9M2018 DE ACERINOX Y HABLAR CON LA COMPAÑÍA, HEMOS PROCEDIDO A ELABORAR NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA EL PERIODO 2019 - 2020

---

- Somos moderadamente optimistas respecto a la evolución de la demanda del acero inoxidable en los próximos ejercicios, a pesar de que el actual escenario macroeconómico, que apunta a una desaceleración sincronizada del crecimiento mundial, no sea, en principio, el más atractivo para este sector. Este hecho, unido a la todavía elevada sobrecapacidad productiva existente en mercados como Europa, cada vez más bajo control, y Asia, y al impacto imprevisible de las políticas proteccionistas aplicadas por las autoridades de la Eurozona y de EEUU, nos hace ser muy prudentes en lo que hace referencia a los resultados de ACX en el corto plazo.

No obstante, y más a largo plazo, esperamos que la demanda de acero inoxidable permanezca estable y se vaya recuperando a medida que lo haga el crecimiento económico mundial, algo que, según los distintos organismos, es factible que ocurra en el año 2020, aunque siguen existiendo innumerables incertidumbres que podrían echar al traste estas predicciones. Así, y en nuestro escenario base, esperamos que los precios base del acero inoxidable repunten ligeramente en el periodo 2019 - 2020 (estimamos incrementos anuales moderados de entre el 2% y el 5%). Además, esperamos una recuperación de las producciones del Grupo a medida que avance el ejercicio 2019, que será más intensa en 2020.

- ACX, por su parte, seguirá intentando mejorar la eficiencia de sus procesos, con la implementación de nuevos planes de excelencia. En lo que hace referencia a la planta de Bahru (Malasia), señalar que la Compañía no tiene intención por el momento de continuar con el plan de construir una planta integral, ya que la fuerte sobrecapacidad existente en la región y los consiguientes bajos precios del producto no harían rentable la explotación de una acería.
- Por todo ello, hemos sido bastante prudentes a la hora de proyectar los resultados del Grupo para los años 2019 y 2020. En principio, esperamos que en el presente ejercicio los resultados de ACX vayan de menos a más, para acabar el año algo por debajo de los logrados en 2018. Así, pensamos que el elevado nivel de inventarios que mantienen los almacenistas penalizará los resultados de las compañías del sector en el 1T2019, aunque las comentadas medidas adoptadas por la Comisión Europea (CE) para limitar las importaciones de acero en la región deberán a comenzar a surtir efecto, aliviando de ese modo la presión que sufren los precios base de los productos. Para 2020 esperamos una sensible mejora de los mismos, consecuente con un escenario macro más benévolo que el actual, especialmente en Europa.

Así, las principales hipótesis empleadas ahora en nuestro modelo son: i) establecemos un cambio del dólar en relación al euro de 1,15 dólares en 2019 y de 1,20 dólares por euro en 2020; ii) en 2019 esperamos unas producciones muy en línea con las de 2018, producciones que volverán a crecer ligeramente en 2020 dada la mayor fortaleza de la demanda final; iii) en materia de precios, y como ya hemos señalado,

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

esperamos una ligera recuperación de los mismos a medida que avance 2019, que será superior en 2020; y, por último, iv) esperamos una cierta estabilidad del margen EBITDA sobre ventas durante el periodo, a niveles algo superiores al 9,5%.

- Con todo ello, estimamos unas **ventas** para 2019 de EUR 4.980 millones y de EUR 5.114 millones para 2020. Este crecimiento se basará en el mantenimiento de cuota en un mercado como el norteamericano, donde son líderes, mercado que esperamos siga creciendo a buen ritmo, impulsado por una demanda consistente con un elevado crecimiento económico; una ligera mejora del mercado europeo a medida que avance el año 2019 y las economías de la región vuelvan a coger algo de tracción; y por unas débiles ventas en el Sudeste Asiático, mercado que en el que los precios seguirán deprimidos por la fuerte competencia existente, producto de la sobrecapacidad de producción instalada.

**Cuadro n. 4**
**CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN POR CENTRO FABRIL GRUPO ACERINOX (2004 / 2020E)**

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	960,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.420,00	200,00
2020E	1.070,00	850,00	630,00	1.415,00	1.200,00	960,00	200,00	1.000,00	1.000,00	550,00	400,00	280,00	3.485,00	3.450,00	2.420,00	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 descienda algo más en 2019 en relación a 2018, situándose para el conjunto del ejercicio en el 9,4%, aunque, como el resto de la cuenta de resultados del Grupo, irá mejorando a medida que avance el año. Para 2020 esperamos cierta mejoría del mismo, tal y como se muestra en el cuadro n. 5. En valor absoluto, esperamos que este margen descienda un 4,3% en 2019, hasta EUR 469 millones, y que crezca con cierta intensidad en 2020 (+4,7%), hasta los EUR 490 millones, producto de unas mayores ventas.

Por último, decir que proyectamos ahora que el **beneficio neto atribuible** del Grupo sea de EUR 212 millones en 2019, cifra sensiblemente inferior a la de 2018 (-10,5%), margen que se recuperará en 2020, hasta alcanzar los EUR 229 millones (+7,9%).

En el cuadro siguiente exponemos las principales cifras de nuestras actuales estimaciones de resultados para los ejercicios 2018 / 2020.

## NUEVAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS ACERINOX 2018 – 2020

EUR millones	2017	2018E	% var 18/17	2019E	% var 19/18	2020E	% var 20/19
<b>Ventas netas</b>	4.626,86	4.963,22	7,3%	4.979,65	0,3%	5.114,38	2,7%
<b>EBITDA</b>	487,66	489,47	0,4%	468,51	-4,3%	490,47	4,7%
s/ventas	10,5%	9,9%		9,4%		9,6%	
<b>EBIT</b>	317,95	327,05	2,9%	308,44	-5,7%	331,71	7,5%
s/ventas	6,9%	6,6%		6,2%		6,5%	
<b>BAI</b>	298,63	310,64	4,0%	277,99	-10,5%	299,98	7,9%
<b>Bº neto atribuible</b>	234,14	237,08	1,3%	212,16	-10,5%	228,94	7,9%
Cash-flow del ejercicio	393,63	399,50	1,5%	372,23	-6,8%	387,69	4,2%

Fuente: Elaboración propia.

De esta forma ACX alcanzará una rentabilidad sobre fondos propios o **ROE** del 10,3% en 2019, sensiblemente inferior al 12,1% de 2018, que subirá hasta el 10,7% en 2020. Por su parte, la rentabilidad sobre capital invertido (fondos propios más deuda bruta) o **ROCE** también bajará en 2019, hasta el 6,8% y frente al 7,4% de 2018, para recuperarse hasta el 7,3% en 2020.

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 al 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 en el periodo proyectado. Así, y en términos netos, esperamos que la deuda de ACX baje sensiblemente en los próximos años por la acumulación de caja, hasta situar la ratio deuda neta / EBITDA a niveles inferiores a 1x (veces) ya desde 2019. En nuestras estimaciones hemos considerado unas inversiones en 2019 y 2020 de entre unos EUR 120 millones 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 seguir mejorando su política de retribución al accionista de no mediar inversiones no previstas en estos momentos en el plan de negocio del Grupo.
- Por último, y en lo que hace referencia a la política de remuneración al accionista, destacar que recientemente el Consejo de Administración de ACX ha anunciado que propondrá a la Junta General de Accionistas del Grupo elevar un 11% el dividendo por acción desde los actuales EUR 0,45 brutos por acción hasta EUR 0,50 brutos por acción, lo que a los precios actuales de la acción supondría una rentabilidad por dividendo sensiblemente superior al 5,0%.

Además, el Consejo ha aprobado un programa de recompra de acciones de hasta el 2% del capital con la finalidad de reducir el capital social de ACX mediante la amortización de acciones. Aplaudimos esta iniciativa, que consideramos acertada teniendo en cuenta la solidez del balance del Grupo y la falta de oportunidades de inversión, al menos en un horizonte de corto plazo. No descartamos, y siempre en función de nuestras estimaciones de resultados, que ACX pueda seguir mejorando la remuneración de sus accionistas, bien aumentando el importe bruto del dividendo a distribuir; bien devolviendo capital al accionista; o bien llevando a cabo nuevas amortizaciones de acciones. 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.

Acerinox (ACX), Febrero 2019

## EN FUNCIÓN DE NUESTRAS ESTIMACIONES, VALORAMOS ACERINOX EN EUR 11,48 POR ACCIÓN, PRECIO QUE OTORGA A SUS ACCIONES UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN TEÓRICO DEL 21%

- Hemos valorado ACX utilizando tres metodologías distintas, procediendo posteriormente a calcular el precio medio obtenido de la aplicación de las mismas. Los métodos utilizados para valorar ACX nos dan ahora como resultado un valor teórico de la Compañía de EUR 3.168 millones, lo que traducido a datos por acción situaría el precio de ésta en EUR 11,48. Además, nuestra valoración otorga a la acción a precios actuales un potencial de revalorización del 21%. 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 2013 / 2017, que es de 9,8x, al EBITDA medio para el periodo 2016 / 2020E. Al resultado (*Enterprise Value; EV*) le restamos la deuda neta de la Compañía a finales del ejercicio 2017. Así obtenemos un precio objetivo por acción de EUR 13,85, tal y como se muestra en el cuadro a continuación. Esta valoración de la Compañía otorga al valor un elevado potencial de revalorización, del 46%.

**Cuadro n. 6**

### VALORACIÓN GRUPO ACERINOX APLICANDO EL RATIO DE CICLO EV/EBITDA

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA (EUR mill.)	327,23	487,66	489,47	468,51	490,47
EBITDA promedio estimado (16 / 20E) - EUR millones -					452,67
Ratio EV/EBITDA ciclo (5 años) - veces -					9,80
Enterprise value (EV) - EUR millones -					4.434,12
Deuda neta 2017 - EUR millones -					(609,22)
Valor compañía - EUR millones -					3.824,90
<b>Valor acción - EUR</b>					<b>13,85</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 2.998 millones, lo que representa un precio por acción de EUR 10,86. Así, y según esta metodología, al precio actual de las acciones de ACX éstas presentan un potencial de revalorización del 14%.
- iii) Por último, hemos aplicado utilizado el método de múltiplos bursátiles relativos, incluyendo en el grupo de referencia a las dos compañías de acero inoxidable europeas cotizadas: Aperam (APAM) y Outokumpu. Para alcanzar la valoración de la Compañía, hemos aplicado los múltiplos medios del grupo de referencia a nuestras estimaciones de resultados 2019 de ACX. Al resultado promedio obtenido tras la aplicación de los distintos múltiplos empleados le hemos aplicado una prima del 10%, que consideramos justificada en estos momentos dada la mayor exposición de ACX al mercado estadounidense, el cual goza en la actualidad de mayores precios y mayores márgenes. Igualmente, la menor exposición de la Compañía al mercado europeo en comparación con sus dos competidores, creemos que debe ser también valorada.

**VALORACIÓN ACERINOX POR MÚLTIPLOS RELATIVOS**

Compañías	Precio 15/02/19 EUR	Capitalización EUR millones	PER 2019E	EV/EBITDA 2019E	FCF Yield 2019E	Dividendo Yield 2019E
Aperam	26,68	2.281	9,2 x	4,8 x	10,3%	6,4%
Outokumpu	3,35	1.397	11,7 x	5,9 x	9,9%	4,4%
Grupo Referencia (múltiplos medios)			10,5 x	5,3 x	10,1%	5,4%
Valoración Acerinox - EUR por acción			8,82	7,45	9,81	9,24
Valoración Media Acerinox - EUR por acción						8,83
Aplicación prima - EUR por acción		10%				9,72

Fuente: FactSet; Elaboración propia

En función de este método hemos obtenido una valoración de ACX de EUR 2.683 millones, equivalente a un precio por acción de EUR 9,72, lo que da un limitado potencial de revalorización a las acciones de la Compañía del 2%.

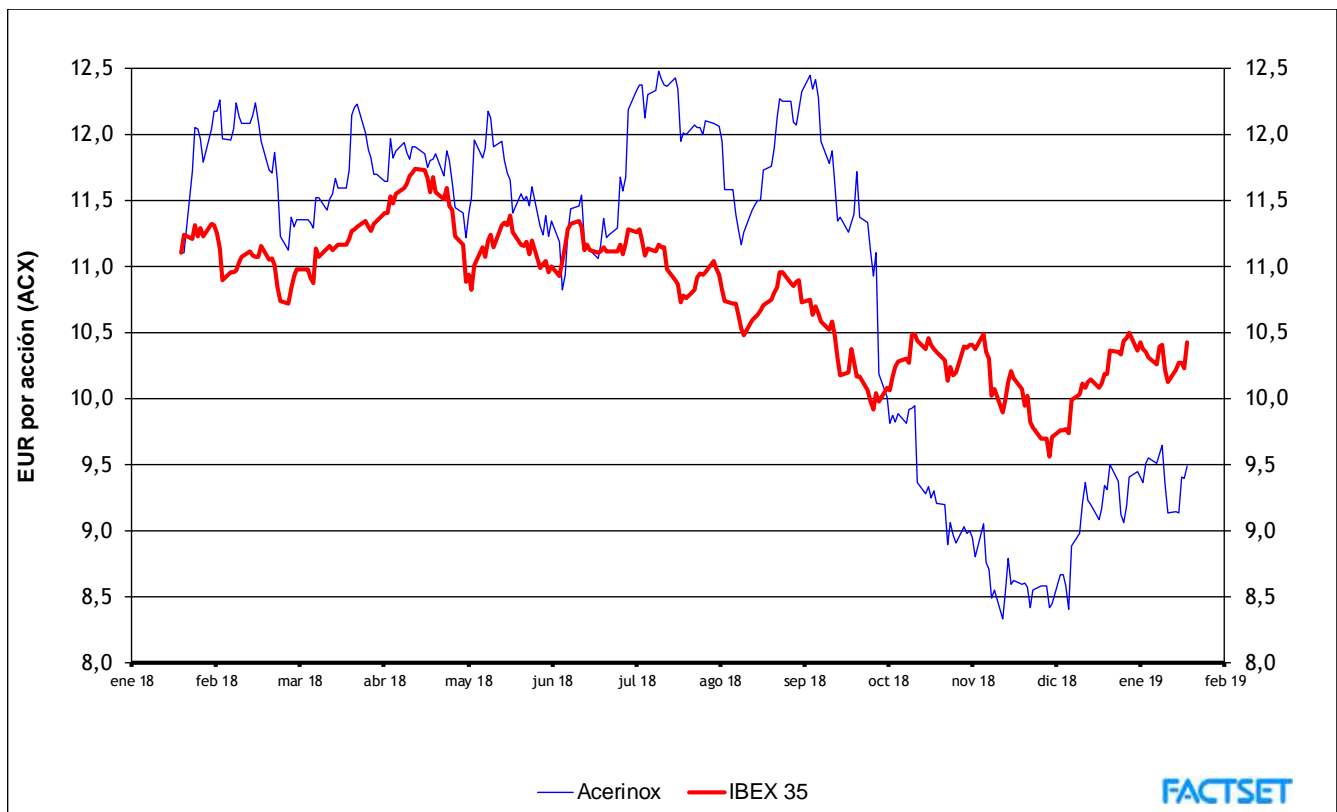
**A PESAR DE QUE EN EL MEDIO PLAZO NUESTRA PERCEPCIÓN SOBRE LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR DEL ACERO INOXIDABLE ES POSITIVA, A CORTO PLAZO CONSIDERAMOS QUE AFRONTA UN ESCENARIO POR LO MENOS DESAFIANTE**

A medio plazo nuestra percepción sobre la evolución del sector del acero inoxidable es 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) una mayor estabilidad del precio del níquel y del resto de materias primas utilizadas por el sector, una vez se consume la retirada de estímulos por parte de los bancos centrales, estímulos que han generado un gran impacto en los distintos mercados financieros, desde los de divisas a los de las propias materias primas minerales. 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 frente a las prácticas abusivas en materia de precios de algunos de sus competidores asiáticos, especialmente de los 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.

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

No obstante, y en el corto plazo, el sector deberá hacer frente a factores como la ralentización del crecimiento económico global, en especial en la Zona Euro, en algunos de los más importantes países emergentes y en China, país que ya no consideramos una economía en vías de desarrollo por mucho que se empeñe en seguir gozando de las ventajas de serlo. En este sentido, señalar que la batalla entablada por la Administración estadounidense contra China y sus, en muchas ocasiones, prácticas comerciales abusivas, es uno de los principales retos a los que se enfrenta el sector del acero inoxidable en el corto plazo ya que, de no alcanzarse un acuerdo, el recrudecimiento de la guerra comercial entre ambas potencias tendría, si no lo ha tenido ya, un efecto muy negativo en el crecimiento global. Además, el sector en Europa debe afrontar el impacto de las importaciones, la mayoría procedentes desde Asia, que seguirán presionando los precios base del producto todavía durante algunos trimestres, hasta que las nuevas medidas adoptadas por la Comisión Europea (CE) comiencen a tener efecto. Por último, está el tema de la fuerte competencia existente en el mercado asiático, consecuencia de la sobrecapacidad de producción instalada, y que lleva tiempo lastrando los precios en el mismo, los cuales, como hemos comentado al comienzo de nuestro informe, se mantienen sensiblemente por debajo de lo europeos y estadounidenses. Es precisamente este último mercado, el estadounidense, el que mejor sigue comportándose, producto de la fortaleza económica por la que atraviesa el país y de las medidas proteccionistas adoptadas por su Gobierno. Por tanto, el escenario al que se enfrenta el sector en el corto/medio plazo es, por lo menos, desafiante.

**Gráfico n. 1**
**EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES DE ACERINOX vs. IBEX-35 – 12 MESES**


Fuente: FactSet.

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**

ACX publicó unos muy positivos resultados 9M2018, apoyados en la buena marcha de su negocio estadounidense, aunque advirtió que el impacto de las crecientes importaciones en Europa y los bajos precios del producto en Asia, en ambos casos consecuencia de la todavía elevada sobrecapacidad en este segundo mercado y del desvío de producción desde éste a Europa tras las medidas proteccionistas adoptadas por la Administración estadounidense, lastrarían los resultados del 4T2018. De esta forma, nuestras estimaciones de resultados de ACX para el conjunto de 2018 están muy condicionadas por un 4T2018 en el que esperamos la Compañía presente unas cifras muy pobres. Así, esperamos unas ventas netas para el 2018 de EUR 4.963 millones (+7,3% en tasa interanual); un EBITDA de EUR 489 millones (+0,4%) y un beneficio neto de EUR 237 millones (+1,3%), todo ello consecuencia de una fuerte caída de las producciones, en parte para dar salida a unas elevadas existencias en Europa, y de unos precios muy bajos.

En términos de márgenes de explotación, esperamos un ligero descenso del margen EBITDA sobre ventas en relación al 2017 (9,9% vs. 10,5%), consecuencia del fuerte deterioro del mismo en el 4T2018 (6,1%) debido a las bajas producciones en las plantas de Europa y Sudáfrica, que penalizan el afloramiento de economías de escala, y de la más que probable necesidad de dotar provisiones para cubrir la devaluación de existencias, tras la caída experimentada en el 4T2018 por los precios de algunas materias primas, especialmente del níquel.

Esperamos que 2019 sea un ejercicio en el que los resultados de ACX irán de menos a más, para acabar el año con cifras algo por debajo de las alcanzadas en 2018. En 2020 esperamos una sensible mejora de los resultados del Grupo, apoyada en un incremento de las producciones y de los precios, algo consistente con un cuadro macro a nivel global algo más positivo que en el presente ejercicio.

Pensamos que 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 actualmente elevada, cercana al 5,0%, rentabilidad que creemos asegurada y que es muy atractiva en el actual entorno de bajos tipos de interés. Además, y tras la fuerte corrección experimentada por el precio de la acción durante los últimos meses de 2018, consideramos que el valor presenta un potencial de revalorización atractivo, superior al 20%, en base a nuestra valoración por fundamentales, por lo que recomendamos **ACUMULAR** el mismo en cartera.

No obstante, y dado que consideramos que el consenso de analistas no refleja todavía correctamente la debilidad que esperamos muestren los resultados de ACX en el 4T2018, al manejar estimaciones muy por encima de las nuestras, esperaríamos a que la Compañía publique sus cifras anuales a finales del presente mes antes de comenzar a tomar posiciones en el valor.

**Acerinox (ACX), Febrero 2019**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS (\*)**  
*(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2018/2020)*

	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014
<b>RATIOS DE LIQUEZ A CORTO PLAZO</b>							
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,00	1,95	1,94	1,76	1,92	1,63	1,67
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,99	1,94	1,93	1,74	1,90	1,62	1,65
. Capital Circulante (EUR mill.)	883,91	766,06	778,12	650,63	655,71	653,57	402,19
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>							
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,49	0,48	0,46	0,45	0,49	0,49	0,42
. F.Propios+int.min./pasivo lp	2,10	2,00	1,77	1,76	1,84	2,06	1,46
. F.Propios+int.min./activo fijo	1,13	1,07	1,02	0,95	0,95	0,90	0,84
. Fondos accionista/activo fijo	1,13	1,07	1,02	0,95	0,95	0,90	0,84
. Recursos permanentes/activo fijo	1,68	1,62	1,61	1,50	1,47	1,34	1,43
. Recursos ajenos/activo total	0,51	0,52	0,54	0,55	0,51	0,51	0,58
. Deuda neta/fondos accionista	19%	20%	28%	31%	29%	35%	33%
. EBIT/gastos financieros brutos	6,73	6,49	10,08	8,28	3,63	2,36	4,82
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,0%	1,0%	0,7%	0,8%	1,1%	1,2%	1,4%
. CF explot./gts.financieros netos	15,92	15,89	31,75	16,51	8,81	6,07	7,93
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	426,61	438,37	586,64	609,22	619,95	710,75	615,72
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>							
. ROA	4,7%	4,4%	5,0%	5,0%	1,6%	0,6%	2,9%
. ROE	10,7%	10,3%	12,1%	11,8%	4,0%	2,3%	8,6%
. ROCE	7,3%	6,8%	7,4%	7,2%	2,5%	1,3%	5,2%
. Fondos propios/capital social	14,6	13,9	13,4	12,6	13,8	13,0	11,8
. BAÍ/fondos accionista (A)	13,3%	12,8%	14,9%	15,2%	5,9%	3,8%	13,2%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	9,8%	9,4%	9,9%	10,2%	4,7%	4,0%	9,5%
. A/A1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,3	0,9	1,4
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>							
. Margen bruto	31%	31%	31%	33%	32%	29%	30%
. Margen explotación	6,5%	6,2%	6,6%	6,9%	4,0%	2,9%	6,8%
. EBITDA/ventas	9,6%	9,4%	9,9%	10,5%	8,2%	6,7%	10,2%
. Bº Neto/ventas	4,2%	4,0%	4,5%	4,8%	1,7%	0,6%	2,8%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>							
. Ventas netas/tesorería	7,3	7,1	7,4	7,5	6,6	8,8	5,9
. Ventas netas/cuentas a cobrar	6,66	7,86	6,79	7,69	6,93	8,97	9,40
. Ventas netas/existencias	4,81	4,69	5,01	4,67	4,47	5,12	5,14
. Ventas netas/activo total	110%	110%	109%	105%	89%	102%	99%
<b>DATOS POR ACCIÓN (***)</b>							
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,83	0,77	0,86	0,85	0,29	0,16	0,53
. Dividendo por acción (EUR) (**)	0,50	0,50	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
. Cash-flow por acción (EUR)	1,40	1,35	1,45	1,43	0,88	0,76	1,10
. Valor contable por acción (EUR)	7,93	7,60	7,28	6,87	7,53	7,23	6,62
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,20	1,25	1,30	1,38	1,67	1,30	1,89
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>							
. Precio (EUR) (*)	9,49	9,49	9,49	9,49	12,61	9,42	12,51
. PER	11,4	12,3	11,0	11,2	43,3	58,6	23,8
. Precio/cash-flow	6,8	7,0	6,6	6,7	14,3	12,3	11,4
. Rentabilidad por dividendo	5,3%	5,3%	4,7%	4,7%	3,6%	4,8%	3,6%
. Pay-out	60%	65%	52%	53%	155%	279%	86%

(\*) El precio de los años 2017, 2018, 2019 y 2020 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" hasta 2017

(\*\*\*) 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), Febrero 2019**
**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**  
*(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2019/2020)*

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014
Total Ventas	5.114,38	4.979,65	4.963,22	4.626,86	3.968,14	4.221,43	4.380,29
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	105,13	(31,98)	(19,78)	38,20
Coste de Ventas	(3.528,92)	(3.460,86)	(3.441,50)	(3.249,19)	(2.673,57)	(3.000,35)	(3.102,61)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.585,46</b>	<b>1.518,79</b>	<b>1.521,72</b>	<b>1.482,80</b>	<b>1.262,59</b>	<b>1.201,30</b>	<b>1.315,88</b>
Gastos Explotación	(1.129,65)	(1.083,78)	(1.064,61)	(1.026,40)	(955,86)	(948,63)	(901,12)
Otros ingresos explotación	34,66	33,49	32,36	31,26	20,49	31,91	33,28
<b>CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA</b>	<b>490,47</b>	<b>468,51</b>	<b>489,47</b>	<b>487,66</b>	<b>327,23</b>	<b>284,57</b>	<b>448,03</b>
Amortización inmovilizado	(158,75)	(160,06)	(162,42)	(169,71)	(169,79)	(163,68)	(150,35)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>	<b>331,71</b>	<b>308,44</b>	<b>327,05</b>	<b>317,95</b>	<b>157,44</b>	<b>120,89</b>	<b>297,69</b>
Rdos. financieros netos	(30,81)	(29,49)	(15,42)	(29,54)	(37,13)	(46,88)	(56,50)
Otros ajustes y resultados	(1,00)	(1,00)	(1,00)	10,22	7,56	2,89	2,59
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>299,90</b>	<b>277,95</b>	<b>310,64</b>	<b>298,63</b>	<b>127,87</b>	<b>76,90</b>	<b>243,78</b>
Impuesto de sociedades	(83,97)	(77,83)	(86,98)	(77,31)	(60,57)	(50,58)	(121,09)
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>215,93</b>	<b>200,13</b>	<b>223,66</b>	<b>221,32</b>	<b>67,30</b>	<b>26,32</b>	<b>122,69</b>
Minoritarios	12,96	12,01	13,42	12,83	13,02	16,57	13,64
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>228,89</b>	<b>212,13</b>	<b>237,08</b>	<b>234,14</b>	<b>80,32</b>	<b>42,89</b>	<b>136,33</b>
<i>EBITDA</i>	<i>490,47</i>	<i>468,51</i>	<i>489,47</i>	<i>487,66</i>	<i>327,23</i>	<i>284,57</i>	<i>448,03</i>
<i>EBIT</i>	<i>331,71</i>	<i>308,44</i>	<i>327,05</i>	<i>317,95</i>	<i>157,44</i>	<i>120,89</i>	<i>297,69</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>387,64</i>	<i>372,20</i>	<i>399,50</i>	<i>393,63</i>	<i>242,55</i>	<i>203,68</i>	<i>284,09</i>

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

EUR millones	2018E	2017	2016	2015	2014
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>2.040,01</b>	<b>2.078,49</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>2.433,04</b>	<b>2.256,40</b>	<b>2.097,51</b>	<b>1.808,14</b>	<b>2.159,12</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.542,17</b>	<b>4.404,01</b>	<b>4.455,05</b>	<b>4.125,67</b>	<b>4.415,64</b>

EUR millones	2018E	2017	2016	2015	2014
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>2.009,98</b>	<b>1.897,14</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	1.622,48	1.512,57	1.847,95	1.738,06	1.449,98
. Beneficio sociedad dominante	237,08	234,14	80,32	42,89	136,33
<b>SOCIOS EXTERNOS</b>	<b>73,16</b>	<b>73,16</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	28,40	28,40	15,48	13,70	13,71
<b>ACREEDORES LARGO PLAZO</b>	<b>1.179,57</b>	<b>1.120,98</b>	<b>1.175,70</b>	<b>981,90</b>	<b>1.262,48</b>
<b>ACREEDORES CORTO PLAZO</b>	<b>1.251,06</b>	<b>1.284,34</b>	<b>1.095,20</b>	<b>1.106,78</b>	<b>1.293,76</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>4.542,17</b>	<b>4.404,01</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), Febrero 2019**
**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 31/12/17	1.897,14	76%	6,48%	--	6,48%	4,91%
Deuda neta 31/12/17 (EUR millones)	609,22	24%	7,41%	28,00%	5,34%	1,30%
<b>Total</b>	<b>2.506,36</b>	<b>100%</b>				<b>6,21%</b>

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

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

		Deuda bruta	Valor compañía	
DCF ajustado (EUR mill.)	1.045,31			Tir bono 10 años: 1,24%
Valor residual	3.130,98			g (crecimiento perpetuo): 1,50%
				Prima mercado: 5,46%
				Beta: 0,96
				Prima de riesgo: 5,2%
				PER Residual: 21,2
<b>Total</b>	<b>4.176,29</b>	<b>(1.178,17)</b>	<b>2.998,13</b>	
<b>Valoración por acción - EUR</b>				<b>10,86</b>

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

(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	297,69	120,89	157,44	317,95	327,05	308,44	331,71
Impuestos imputables al EBIT	(149,15)	(81,42)	(78,15)	(87,36)	(91,57)	(86,36)	(92,88)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>148,53</b>	<b>39,47</b>	<b>79,28</b>	<b>230,60</b>	<b>235,48</b>	<b>222,08</b>	<b>238,83</b>
Amortización	150,35	163,68	169,79	169,71	162,42	160,06	158,75
Amortización fondo de comercio	(2,59)	(2,89)	(7,56)	(10,22)	0,00	0,00	0,00
Otros cargos	0,00	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>390,08</b>	<b>397,90</b>	<b>382,14</b>	<b>397,59</b>



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

Acerinox (ACX), Febrero 2019

---

