

# Acerinox

César Sánchez-Grande

Head of Institutional Research

## Los temores empiezan a convertirse en realidad. Previo 3T22.

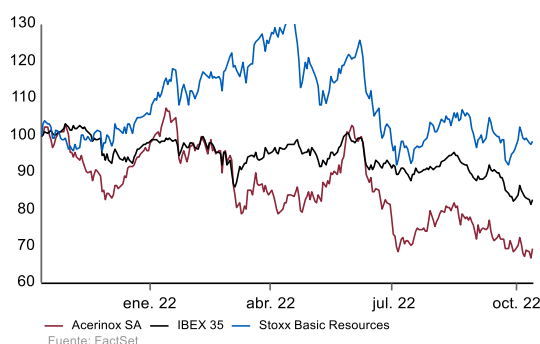
### SOBREPONDERAR

**Precio objetivo:** 15,10 eur

**Precio actual:** 8,28 eur

**Potencial:** 82,3 %

#### Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-6%	-3%	-30%
Relativo	2%	5%	-13%

#### ACX.MC / ACX ES

Capitalización (mln eur)	2.151,6
Nº acciones (mln)	259,7
Free Float	42,6%
Vol. día (mln eur)	13,3
Mín/Máx 12 meses (eur)	7,94 - 12,91
Revalorización YTD	-27,2%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	84%	11%	5%

	2021	2022e	2023e
PER	5,4x	2,4x	5,0x
VE/EBITDA	3,7x	1,9x	2,8x
VE/Ventas	0,5x	0,3x	0,3x
P/VC	1,4x	0,8x	0,7x
DN/EBITDA	0,6x	0,3x	0,0x
Pay-Out	275,8%	22,7%	14,7%
Rent. Div.	4,4%	6,0%	6,0%
FCF Yield	5,3%	21,3%	27,4%
ROCE	29,6%	37,2%	19,3%
ROE	26,5%	32,6%	14,3%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

#### Los temores de recesión económica empiezan a ser realidad, ...

Si en informes anteriores comentábamos que la cotización del valor estaba descontando **los temores a un escenario recesivo**, pero sin notarse en los fundamentales del grupo, el empeoramiento del contexto inflacionista (principalmente costes energéticos) y las medidas tomadas por los bancos centrales, **están empezando a notarse en la actividad** de la compañía.

#### ... reflejándose en la cartera de pedidos y en los precios de venta, ...

Desde finales del 1S22, hemos visto una corrección de la demanda que, en un principio, se asociaba a la tradicional estacionalidad de los meses de verano, pero que se está consolidando en el sector. En este sentido, los elevados inventarios en manos de los almacenistas, el aumento de las importaciones asiáticas por el elevado diferencial de precios y la caída de los precios del níquel, han provocado un **descenso de la demanda aparente y una caída brusca en los precios base en Europa, no así todavía en Estados Unidos.**

#### ... lo que nos lleva a revisar a la baja nuestras estimaciones

En este escenario hemos **rebajado nuestras estimaciones para este y próximos ejercicios**. Sin embargo, seguimos estimando que **ACX logrará los mejores resultados de su historia en 2022** (EBITDA 1.366 mln eur y 1.354 mln eur consenso), aunque observando un **importante deterioro en el 2S22** (EBITDA 2S22 de 421 mln eur vs. 945 mln eur 1S22).

#### Sin embargo, la cotización no refleja el valor de ACX

Estimamos que Acerinox se **encuentra mejor preparada que en el pasado** para afrontar una nueva recesión económica gracias, entre otras circunstancias, a los planes de excelencia que han reducido notablemente los niveles de *break-even* y a unos mercados cada vez más domésticos ayudados por las medidas proteccionistas, costes de transporte y problemas en las cadenas de suministros. **Desde R4, ya anticipábamos una normalización del sector a partir del 2S22**. Sin embargo, estimamos que Acerinox será capaz de **mantener niveles de EBITDA en el periodo 2023/2025 de entre 500/750 mln eur** (600/750 mln eur consenso), claramente superiores a los 299 mln eur de media en el periodo 2008/2020.

#### Conclusión: SOBREPONDERAR, P.O. 15,1 eur /acción (vs. 19,7 eur/acción anterior).

A pesar que estimamos que la cotización de Acerinox no refleja el valor real del grupo, no encontramos catalizadores a corto plazo que hagan que esta situación cambie, más si cabe después de no haberlo conseguido en el mejor escenario de su historia reciente.

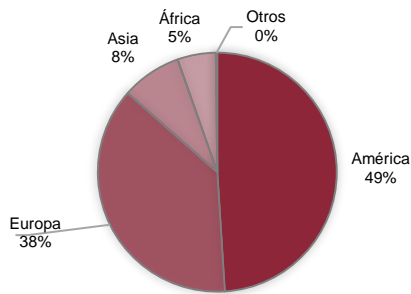
mln eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	4.753,9	4.668,5	6.705,7	8.763,0	6.783,7	5.799,3
EBITDA	363,4	383,4	988,8	1.365,8	763,7	645,4
Margen (%)	7,6%	8,2%	14,7%	15,6%	11,3%	11,1%
EBITDA consenso	363,4	383,4	989,0	1.368,1	789,0	715,1
Bº neto	-59,5	49,0	571,9	884,5	432,3	334,9
BPA (eur)	-0,22	0,18	2,11	3,41	1,66	1,29
DPA (eur)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
FCF	177,0	-135,7	163,3	459,0	590,1	455,3
DFN + / Caja neta -	495,1	772,4	578,2	447,6	-18,1	-348,9

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Acerinox en una página

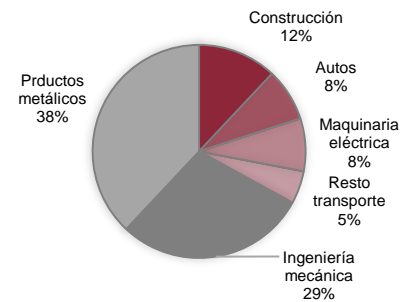
Acerinox es uno de los mayores fabricantes a nivel mundial de aceros inoxidables y aleaciones de níquel. Se trata de la compañía del sector más global del mundo con presencia en los cinco continentes. Cuenta con tres factorías con proceso integral de producción de productos planos: Campo de Gibraltar (España), N.A.S. (Kentucky, E.E.U.U.), y Columbus (Middelburg, Sudáfrica) y una cuarta, Bahru Stainless (Johor Bahru, Malasia), de laminación en frío.

### Desglose de ventas por área geográfica 2021



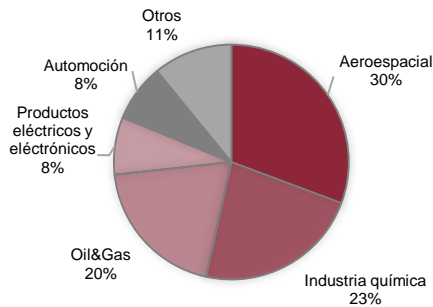
Fuente: Acerinox

### Sectores consumidores de acero inoxidable



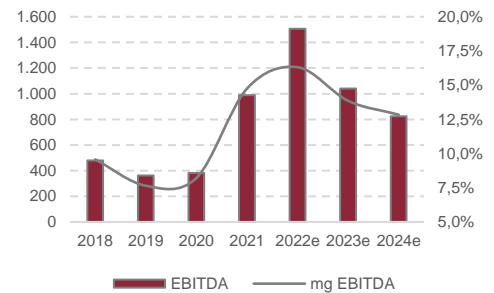
Fuente: Acerinox

### Sectores consumidores de aleaciones especiales



Fuente: Acerinox

### Evolución del margen EBITDA



Fuente: Acerinox y Renta 4 Banco

### Catalizadores

- 1- Planes de inversión en infraestructuras en Estados Unidos y en Europa.
- 2- Sinergias de VDM superiores a las esperada.
- 3- Reducción de las importaciones.
- 4- Medidas de la Comisión Europea para bajar los precios de la energía

### Riesgos

- 1- Posible reducción de la participación del 17,8% de Corporación Financiera Alba.
- 2- Posible reducción de las medidas proteccionistas en Europa y USA como medida para luchar contra la inflación.
- 3- Elevados precios de la energía.
- 4- Aumento del nivel de importaciones.
- 5- Incertidumbre ante una nueva recesión global.

### Rating ESG

#### vs comparables

E (Medioambiente)	Mejor del sector
S (Social)	Mejor
G (Buen gobierno)	Mejor

#### Rating

MSCI Rating <sup>1</sup>	-
Sustainalytics Risk Rating <sup>2</sup>	32,1
S&P Global ESG Rank <sup>3</sup>	54,0
Divulgación ESG Bloomberg <sup>3</sup>	63,5
CDP del clima <sup>4</sup>	6,0
Governance Qualityscore ISS <sup>5</sup>	2,0

Fuente: Bloomberg, datos compañía. <sup>1</sup> (CCC-AAA), <sup>2</sup> (Min >40 - Max 0), <sup>3</sup> (0-100), <sup>4</sup> (1-8), <sup>5</sup> (0-10).

## Índice

1. Cambio de estimaciones.....	4
2. Valoración y recomendación .....	7
3. Previo de resultados 3T22 .....	8

## 1. Cambio de estimaciones

A partir de julio de 2022, se ha observado un **cambio de tendencia en los fundamentales del sector** que, aunque en un principio se estimaba era consecuencia de la tradicional estacionalidad de los meses de verano, se está consolidando de forma más estructural. En este sentido, al aumento de las importaciones asiáticas por el diferencial de precios con Europa y Estados Unidos, los elevados niveles de inventarios en manos de los almacenistas y la caída de los precios del níquel se han unido los primeros impactos en las economías de las políticas llevadas a cabo por los bancos centrales para luchar contra la inflación. Todo ello ha llevado a un **descenso de la demanda aparente y una caída brusca en los precios base**. Principales hipótesis de nuestro nuevo escenario base:

1. **Aumento de las importaciones:** el elevado diferencial de precios entre Asia y Europa y Estados Unidos ha traído consigo un fuerte incremento de las importaciones hasta niveles no visto en mucho tiempo (27% en Estados Unidos y 32% en Europa). Este hecho está **presionando los precios a la baja** en Europa e impidiendo subidas adicionales en Estados Unidos.
2. **Elevados niveles de inventarios:** los desequilibrios de los precios del níquel en el 1T22 y aumento de las importaciones llevaron a los almacenistas a llegar a los meses de verano con niveles altos de inventarios. Con este punto de partida para el 4T22 y las perspectivas de deterioro en la economía mundial, se está produciendo un desestocaje por parte de los almacenistas para equilibrar sus inventarios a la situación actual con el consiguiente **impacto negativo en la demanda aparente y en los precios de venta**. Este impacto negativo en la demanda aparente se ha visto agravado por la finalización del proceso de reposición de inventarios por parte de los almacenistas iniciado a finales de 2020.
3. **Caída de los precios del níquel:** tras el convulso 1T22 en donde los precios del níquel llegaron a tocar los 50.000 USD/tm (puntualmente 100.000 USD) se ha producido una normalización de los mismos. De este modo, los precios cerraron el 1S22 en 23.100 USD/tm para continuar corrigiendo hasta los 21.000-22.000 USD/tm actuales. Este descenso de los precios del níquel está teniendo un **impacto negativo en la demanda aparente**, retrasando los pedidos de los almacenistas con el consiguiente **impacto negativo también en los precios**.
4. **Ralentización económica mundial:** las políticas llevadas a cabo por parte de los bancos centrales para luchar contra la inflación están teniendo los primeros impactos negativos en las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial. Esta situación, aunque todavía no ha tenido un impacto relevante en la demanda final, sí que se ha visto en la demanda aparente.
5. **Elevados precios de la energía:** desde principios de septiembre todos los fabricantes de inoxidable europeos han parado producciones (Aerinox 15 días acería) por el impacto de los elevados precios de la energía con el consiguiente impacto negativo en márgenes y sin perspectivas de una mejora en el corto plazo.
6. **Impacto negativo en los precios:** todo lo anterior se ha traducido en un **fuerte descenso de los precios base en Europa** hasta los 1.000-1.100 eur/tm actual desde los más de 1.500 eur/tm en junio (2.000 eur/tm puntualmente en contado), habiéndose intentado ofertas por

debajo claramente de los 1.000 eur/tm, aunque sin fructificar. En **Estados Unidos**, por el momento los precios se están manteniendo en niveles de 1.800 USD/tm, aunque a costa de un mayor control de las producciones.

**Teniendo en cuenta el escenario actual hemos actualizado nuestras estimaciones llegando a las siguientes conclusiones:**

- 1- 2022:** Estimamos que Acerinox alcanzará un nuevo récord con un EBITDA de 1.366 mln eur (vs. 1.506 mln eur anteriores y 1.354 mln eur consenso). Estos resultados se alcanzarán a pesar de los elevados precios energéticos que obligaron a la compañía a reactivar el ERTE en la planta de Algeciras durante los primeros 15 días de septiembre. Sin embargo, asistiremos a una **fuerte ralentización en el 2S22** (EBITDA 2S22 de 421 mln eur vs. 945 mln eur 1S22) en línea con lo comentado anteriormente.

Cuadro 1. Estimaciones trimestrales (mln eur)

Consolidado		3T22e	9M22e	4T22e	2022e	2022e consenso
<b>Ventas</b>		<b>2.160,9</b>	<b>6.982,3</b>	<b>1.780,7</b>	<b>8.763,0</b>	<b>8.843,0</b>
	Var %	26,8%	46,3%	-8,0%	30,7%	
<b>Ebitda</b>		<b>255,0</b>	<b>1.199,8</b>	<b>166,0</b>	<b>1.365,8</b>	<b>1.354,0</b>
	Var %	-13,0%	78,8%	-47,8%	38,1%	
Margen		11,8%	17,2%	9,3%	15,6%	15,3%
<b>Ebit</b>		<b>209,0</b>	<b>1.056,4</b>	<b>120,1</b>	<b>1.176,5</b>	<b>1.162,0</b>
	Var %	-15,4%	96,4%	-55,8%	45,3%	
Margen		9,7%	15,1%	6,7%	13,4%	
<b>BAI</b>		<b>202,0</b>	<b>1.025,0</b>	<b>126,5</b>	<b>1.151,5</b>	<b>1.155,0</b>
	Var %	-14,0%	103,4%	-51,7%	50,4%	
Impuestos		-60,6	-274,6	7,6	-267,0	
<b>Bºneto</b>		<b>141,4</b>	<b>750,4</b>	<b>134,1</b>	<b>884,5</b>	<b>834,0</b>
	Var %	-17,3%	100,6%	-32,3%	54,7%	
<b>División de inoxidable</b>		<b>3T22e</b>	<b>9M22e</b>	<b>4T22e</b>	<b>2022e</b>	<b>2022e consenso</b>
<b>Ventas</b>		<b>1.858,5</b>	<b>6.095,9</b>	<b>1.502,8</b>	<b>7.598,7</b>	<b>8.131,0</b>
	Var %	24,5%	45,5%	-12,1%	28,8%	
<b>EBITDA</b>		<b>230,0</b>	<b>1.109,8</b>	<b>140,2</b>	<b>1.250,0</b>	<b>1.281,0</b>
	Margen	12,4%	18,2%	9,3%	16,4%	
	Var %	-15,4%	77,6%	-53,7%	34,7%	
<b>EBIT</b>		<b>190,0</b>	<b>987,0</b>	<b>103,7</b>	<b>1.090,7</b>	
	margen	10,2%	16,2%	6,9%	14,4%	
	Var %	-18,8%	92,8%	-60,1%	41,3%	
<b>VDM</b>		<b>3T22e</b>	<b>9M22e</b>	<b>4T22e</b>	<b>2022e</b>	<b>2022e consenso</b>
<b>Ventas</b>		<b>302,4</b>	<b>886,4</b>	<b>277,9</b>	<b>1.164,3</b>	<b>1.101,0</b>
	Var %	43,3%	53,1%	22,4%	44,5%	
<b>EBITDA</b>		<b>25,0</b>	<b>90,0</b>	<b>25,8</b>	<b>115,8</b>	<b>110,0</b>
	Margen	8,3%	10,2%	9,3%	9,9%	
	Var %	19,0%	91,5%	84,4%	89,9%	
<b>EBIT</b>		<b>19,0</b>	<b>73,0</b>	<b>12,8</b>	<b>85,8</b>	
	margen	6,3%	8,2%	4,6%	7,4%	
	Var %	26,7%	143,3%	59,6%	125,7%	

Fuente: Factset y Renta 4 Banco

- 2- 2023/2025e:** anticipamos una normalización del sector a partir del 2S22 con las siguientes hipótesis: precios base (Europa 1.000/1.100 eur/tm vs. máximos de 2.000 eur/tm, USA 1.400/1.600 USD/tm vs. 1.800/1.900 USD/tm), y un crecimiento de la demanda por debajo de la media histórica del 5/6%. En cualquier caso, estos precios se encuentran por encima de la media de la última década (500/1.100 eur/tm en Europa y 1.200/1.400 USD/tm), estimamos que Acerinox será capaz de mantener niveles de EBITDA en el periodo 2023/2025 de entre 500/750 mln eur (600/750 mln eur consenso), claramente superiores a los 299 mln eur de media en el periodo 2008/2020.

Cuadro 2. Cambio de estimaciones (mln eur)

	2022e	2023e	2024e
Ventas Antiguo	9.232,7	7.509,0	6.410,1
<b>Ventas Nuevo</b>	<b>8.763,0</b>	<b>6.783,7</b>	<b>5.799,3</b>
Var. %	-5,1	-9,7	-9,5
Ebitda Antiguo	1.506,4	1.040,5	823,2
<b>Ebitda Nuevo</b>	<b>1.365,8</b>	<b>763,7</b>	<b>645,4</b>
Var. %	-9,3	-26,6	-21,6
Margen Ebitda Antiguo (%)	16,3	13,9	12,8
<b>Margen Ebitda Nuevo (%)</b>	<b>15,6</b>	<b>11,3</b>	<b>11,1</b>
Var. (p.p.)	-0,7	-2,6	-1,7
Bº neto Antiguo	992,0	643,9	470,8
<b>Bº neto Nuevo</b>	<b>884,5</b>	<b>432,3</b>	<b>334,9</b>
Var. %	-10,8	-32,9	-28,9

Fuente: Renta 4 Banco

## 2. Valoración y recomendación

A pesar de haber ajustado nuestras estimaciones a la baja para el presente y próximo ejercicios, estimamos que **Acerinox se encuentra mejor preparada que en el pasado para afrontar una nueva recesión económica** gracias, entre otras circunstancias, a los planes de excelencia que han reducido notablemente los niveles de *break-even* y a unos mercados cada vez más domésticos ayudados por las medidas proteccionistas. Desde R4, ya anticipábamos una normalización del sector a partir del 2S22. **Sin embargo, estimamos que Acerinox será capaz de mantener niveles de EBITDA en el periodo 2023/2025** de entre 500/750 mln eur (600/750 mln eur consenso), claramente superiores a los 299 mln eur de media en el periodo 2008/2020.


**¿Trampa de valor?** Es este escenario, **reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR con precio objetivo de 15,1 eur/acción** (vs. 19,7 eur/acción anterior). Esta valoración implica un ratio VE/EBITDA 23e implícito de 6,0x por debajo de la media histórica de alrededor de 8,0x. Sin embargo, a pesar conseguir los mejores resultados de su historia en 2021, camino de superarlos en 2022 (>1.300 mln eur), la cotización del valor no ha reflejado esta positiva situación, situándose en el rango de 8/9 eur en 2022 (12,7 eur máximo), lejos de los 22,5 eur de 2007 (EBITDA 2006 de 654,8 mln eur) y los 16,1 de 2015 (284,5 mln eur). Dicho esto, **no vemos un catalizador a corto plazo, en un contexto de empeoramiento de los fundamentales y resultados del sector, para hacer que la cotización empiece a recoger los buenos resultados y la excelente gestión de la compañía.**

### 3. Previo de resultados 3T22: Atentos al *guidance* 4T22.

Acerinox publicará los resultados del 3T22 el próximo 28 de octubre (antes de apertura de mercado), teniendo como referencia el *guidance* dado por la compañía de un EBITDA 3T22 en el rango de los 250 mln eur. Desde R4, **estimamos que la compañía conseguirá este objetivo** (255 mln eur R4e), a pesar de la estacionalidad de los meses de verano y la esperada depreciación de inventarios por la caída en los precios del níquel. A nivel de endeudamiento financiero, prevemos un **aumento de la deuda neta hasta 625 mln eur** vs. 574 mln eur de 2T22, derivado de una menor reducción de inventarios a la esperada inicialmente por la caída de la demanda aparente y por el inicio del nuevo plan de recompra de acciones.

**Aspectos a vigilar en los resultados:** **1) Caída de la demanda:** esperamos un retroceso de la demanda por la tradicional estacionalidad de los meses de veranos, los elevados inventarios y los primeros impactos en la economía de las medidas de los bancos centrales. **2) Niveles de importaciones:** esperamos una caída de los niveles de importaciones, especialmente altos en el 2T22 (27% en USA y 32% en Europa). **3) Depreciación de inventarios:** la caída de los precios de níquel debería tener un impacto negativo en los resultados del 3T22. **4) Comportamiento de los precios base,** principalmente en **Europa**, tras las caídas vistas en los últimos meses. **5) Indicación de los precios de los contratos anuales:** que se estima se cierren a finales de octubre. **6) *guidance* 4T22** en el que esperamos una desaceleración del EBITDA hasta niveles de 166 mln eur como consecuencia de todo lo comentado a lo largo del informe (caída de la demanda, caída de precios, menores volúmenes de venta).

**En conclusión, resultados que esperamos se sitúen en línea con el *guidance* dado por la compañía y en dónde la atención se centrará en las perspectivas para el 4T22.**

		<b>Sobreponderar</b>								
(mln de euros)	3T22e R4	3T21	Var %	3T22e Consenso	2021	2022e R4	Var % R4e	2022e consenso	Var % consenso	
<b>Ingresos totales</b>	<b>2.160,9</b>	<b>1.704,0</b>	<b>26,8%</b>	<b>2.314,0</b>	<b>6.706,0</b>	<b>8.763,0</b>	<b>30,7%</b>	<b>8.843,0</b>	<b>31,9%</b>	
Inoxidable	1.858,5	1.493,0	24,5%	n.d.	5.900,0	7.598,7	28,8%	8.131,0	37,8%	
VDM	302,4	211,0	43,3%	n.d.	806,0	1.164,3	44,5%	1.101,0	36,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>255,0</b>	<b>293,0</b>	<b>-13,0%</b>	<b>253,0</b>	<b>990,0</b>	<b>1.365,8</b>	<b>38,0%</b>	<b>1.354,0</b>	<b>36,8%</b>	
Margen	11,8%	17,2%	-5,4 pp	10,9%	14,8%	15,6%	0,8 pp	15,3%	0,5 pp	
Inoxidable	230,0	272,0	-15,4%	n.d.	929,0	1.250,0	34,6%	1.281,0	37,9%	
Margen	12,4%	18,2%	-5,8 pp	n.d.	15,7%	16,4%	0,7 pp	15,8%	0,0 pp	
VDM	25,0	21,0	19,0%	n.d.	61,0	115,8	89,9%	110,0	80,3%	
Margen	8,3%	10,0%	-1,7 pp	n.d.	7,6%	9,9%	2,4 pp	8,1%	0,6 pp	
<b>Beneficio neto</b>	<b>141,4</b>	<b>171,0</b>	<b>-17,3%</b>	<b>143,0</b>	<b>571,9</b>	<b>884,5</b>	<b>54,7%</b>	<b>834,0</b>	<b>45,8%</b>	
<b>Deuda neta</b>	<b>625,0</b>	<b>838,0</b>	<b>-25,4%</b>	<b>530,0</b>	<b>578,2</b>	<b>447,6</b>	<b>-22,6%</b>	<b>302,0</b>	<b>-47,8%</b>	



## Cifras Clave

PYG (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 19/24
<b>Ventas</b>	<b>4.753,9</b>	<b>4.668,5</b>	<b>6.705,7</b>	<b>8.763,0</b>	<b>6.783,7</b>	<b>5.799,3</b>	<b>4,1%</b>
Coste de ventas	-3.329,4	-3.165,6	-4.274,0	-4.701,4	-4.372,3	-4.066,2	4,1%
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.424,5</b>	<b>1.502,9</b>	<b>2.431,7</b>	<b>4.061,6</b>	<b>2.411,4</b>	<b>1.733,1</b>	<b>4,0%</b>
Gastos operativos	-1.061,1	-1.119,6	-1.442,9	-2.695,8	-1.647,7	-1.087,7	0,5%
<b>EBITDA</b>	<b>363,4</b>	<b>383,4</b>	<b>988,8</b>	<b>1.365,8</b>	<b>763,7</b>	<b>645,4</b>	<b>12,2%</b>
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>363,4</b>	<b>383,4</b>	<b>988,8</b>	<b>1.365,8</b>	<b>763,7</b>	<b>645,4</b>	<b>12,2%</b>
Amortizaciones	-340,8	-220,2	-179,1	-189,3	-183,6	-192,7	-10,8%
<b>EBIT</b>	<b>22,6</b>	<b>163,1</b>	<b>809,7</b>	<b>1.176,5</b>	<b>580,1</b>	<b>452,7</b>	<b>82,0%</b>
Resultado financiero	0,4	-31,5	-44,0	-25,0	-20,0	-20,0	-314,9%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
<b>BAI</b>	<b>23,1</b>	<b>131,6</b>	<b>765,7</b>	<b>1.151,5</b>	<b>560,1</b>	<b>432,7</b>	<b>79,7%</b>
Impuestos sobre beneficios	-91,3	-89,0	-180,2	-271,0	-131,8	-101,8	2,2%
Minoritarios	8,7	6,4	-13,6	4,0	4,0	4,0	-14,3%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
<b>Bº Neto</b>	<b>-59,5</b>	<b>49,0</b>	<b>571,9</b>	<b>884,5</b>	<b>432,3</b>	<b>334,9</b>	<b>-241,3%</b>
<b>Márgenes y crecimiento (%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	
Crec. Ventas	-5,1%	-1,8%	43,6%	30,7%	-22,6%	-14,5%	
Margen Bruto	30,0%	32,2%	36,3%	46,3%	35,5%	29,9%	
Crec. EBITDA	-24,2%	5,5%	157,9%	38,1%	-44,1%	-15,5%	
Margen EBITDA	7,6%	8,2%	14,7%	15,6%	11,3%	11,1%	
Crec. EBITDA ajustado	-24,2%	5,5%	157,9%	38,1%	-44,1%	-15,5%	
Margen EBITDA ajustado	7,6%	8,2%	14,7%	15,6%	11,3%	11,1%	
Crec. EBIT	-92,7%	620,3%	396,4%	45,3%	-50,7%	-22,0%	
Margen EBIT	0,5%	3,5%	12,1%	13,4%	8,6%	7,8%	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	1065,9%	61,1%	-51,1%	-22,5%	
<b>Balance (mln eur)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	
Inmovilizado material	1.800,1	1.837,2	1.834,7	1.790,4	1.751,8	1.704,2	
Inmovilizado inmaterial	4,5	110,6	97,6	97,6	97,6	97,6	
Inmovilizado financiero	128,7	121,7	135,1	135,1	135,1	135,1	
Otro activo fijo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Clientes	1.500,0	1.646,0	2.616,2	3.218,8	2.891,8	2.722,2	
Otro activo circulante	87,0	100,0	25,6	33,5	25,9	22,2	
Tesorería y equivalentes	876,9	917,6	1.274,9	1.405,6	1.871,2	2.202,1	
<b>Total activo</b>	<b>4.397,3</b>	<b>4.733,1</b>	<b>5.984,2</b>	<b>6.681,1</b>	<b>6.773,5</b>	<b>6.883,3</b>	
Recursos propios	1.872,6	1.572,0	2.155,0	2.711,2	3.019,1	3.229,5	
Minoritarios	56,4	43,0	59,8	55,8	51,8	47,8	
Deuda financiera a largo plazo	1.052,0	1.410,0	1.368,2	1.368,2	1.368,2	1.368,2	
Otros pasivos a largo plazo	202,0	417,0	433,6	433,6	433,6	433,6	
Deuda financiera a corto plazo	320,0	280,0	484,9	484,9	484,9	484,9	
Proveedores	783,9	987,6	1.446,7	1.591,3	1.380,0	1.283,4	
Otros pasivos a corto plazo	110,4	23,6	36,0	36,0	36,0	36,0	
<b>Total pasivo</b>	<b>4.397,3</b>	<b>4.733,1</b>	<b>5.984,2</b>	<b>6.681,1</b>	<b>6.773,5</b>	<b>6.883,3</b>	
<b>Principales ratios</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	
Nº acciones (mln)	270,5	270,5	270,5	259,7	259,7	259,7	
Precio (eur)	10,05	9,03	11,39	8,28	8,28	8,28	
BPA (eur/acción)	-0,22	0,18	2,11	3,41	1,66	1,29	
DPA (eur/acción)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	
Payout (%)	57,1%	-227,2%	275,8%	22,7%	14,7%	30,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	5,0%	5,5%	4,4%	6,0%	6,0%	6,0%	
VE/ Ventas (x)	0,7	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	
VE/ EBITDA (x)	8,8	8,4	3,7	1,9	2,8	2,8	
VE/ EBIT (x)	141,9	19,7	4,5	2,2	3,7	4,0	
PER (x)	n.a.	49,8	5,4	2,4	5,0	6,4	
ROCE (%)	1,0%	7,0%	29,6%	37,2%	19,3%	15,7%	
ROE (%)	-3,2%	3,1%	26,5%	32,6%	14,3%	10,4%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	495,1	772,4	578,2	447,6	-18,1	-348,9	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,4	2,0	0,6	0,3	0,0	-0,5	
Cobertura de intereses (x)	-51,9	5,2	18,4	47,1	29,0	22,6	
Capex / ventas (%)	3,9%	7,8%	2,4%	1,7%	2,1%	2,5%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>EBIT</b>	<b>22,6</b>	<b>163,1</b>	<b>809,7</b>	<b>1.176,5</b>	<b>580,1</b>	<b>452,7</b>
Amortización de inmovilizado	340,8	220,2	179,1	189,3	183,6	192,7
Variación fondo de maniobra	44,8	-42,1	-424,3	-465,8	123,2	76,8
Resultado financiero	0,4	-31,5	-44,0	-25,0	-20,0	-20,0
Impuestos	-91,3	-89,0	-180,2	-271,0	-131,8	-101,8
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>317,4</b>	<b>220,7</b>	<b>340,3</b>	<b>604,0</b>	<b>735,1</b>	<b>600,3</b>
Inversiones en activo mat e inmat.	-183,1	-363,5	-163,6	-145,0	-145,0	-145,0
Otras inversiones	42,7	7,0	-13,4	0,0	0,0	0,0
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>177,0</b>	<b>-135,7</b>	<b>163,3</b>	<b>459,0</b>	<b>590,1</b>	<b>455,3</b>
Dividendos (sociedad dominante)	-135,3	-135,3	-135,3	-129,9	-129,9	-129,9
Otros movimientos de FF.PP.	13,2	-221,4	149,6	-198,4	5,4	5,4
Otros	2,1	215,0	16,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cambio en deuda neta</b>	<b>57,0</b>	<b>-277,4</b>	<b>194,2</b>	<b>130,7</b>	<b>465,6</b>	<b>330,9</b>
<b>Deuda neta (+) / caja neta (-)</b>	<b>495,1</b>	<b>772,4</b>	<b>578,2</b>	<b>447,6</b>	<b>-18,1</b>	<b>-348,9</b>

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 22e
<b>Acerinox SA *</b>	<b>260</b>	<b>8,28</b>	<b>2.152</b>	<b>Sobreponderar</b>	<b>15,10</b>	<b>82,3%</b>	<b>6,0%</b>
Outokumpu Oyj	457	3,76	1.718	Mantener	5,35	42,2%	6,6%
Aperam SA	80	25,59	2.047	Mantener	31,00	21,1%	7,8%
Allegheny	130	28,56	3.710	Sobreponderar	37,56	31,5%	0,0%
<b>Promedio</b>						<b>44,3%</b>	<b>5,1%</b>

Compañía	PER 22e	PER 23e	Cto. Bº Neto 21-23e	PEG 22e	PEG 23e	ROE 22e	P/VC 22e
<b>Acerinox SA *</b>	<b>2,2x</b>	<b>3,7x</b>	<b>-13,1%</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>	<b>32,6%</b>	<b>0,8x</b>
Outokumpu Oyj	2,2x	7,0x	n.r.	n.r.	n.r.	19,8%	0,4x
Aperam SA	2,6x	5,8x	-39,9%	n.r.	n.r.	22,0%	0,6x
Allegheny	n.r.	12,1x	n.r.	n.r.	n.r.	29,1%	4,0x
<b>Promedio</b>	<b>2,3x</b>	<b>7,2x</b>	<b>-26,5%</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>	<b>25,9%</b>	<b>1,4x</b>

Compañía	VE/EBITDA 22e	VE/EBITDA 23e	Cto. EBITDA 21-23e	Margen EBITDA 22e	EVG 22e	EVG 23e	DN/EBITDA 22e
<b>Acerinox SA *</b>	<b>1,9x</b>	<b>2,8x</b>	<b>-12,1%</b>	<b>15,6%</b>	<b>n.r.</b>	<b>n.r.</b>	<b>0,3x</b>
Outokumpu Oyj	1,1x	1,8x	-21,9%	12,9%	n.r.	n.r.	-0,2x
Aperam SA	2,1x	3,2x	-23,3%	13,0%	n.r.	n.r.	0,3x
Allegheny	8,3x	7,1x	47,8%	15,3%	0,2x	0,5x	1,9x
<b>Promedio</b>	<b>3,3x</b>	<b>3,7x</b>	<b>-2,4%</b>	<b>14,2%</b>	<b>n.r.</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,6x</b>

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2022	1 año
<b>Acerinox SA *</b>	<b>4,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-27,2%</b>	<b>-30,2%</b>
Outokumpu Oyj	3,5%	0,8%	0,1%	0,5%	-31,6%	-31,0%
Aperam SA	3,6%	1,1%	-0,2%	-1,9%	-46,3%	-46,4%
Allegheny	1,8%	-2,1%	-10,5%	21,6%	74,2%	65,0%
<b>Ibex 35</b>	<b>1,2%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-15,7%</b>	<b>-17,3%</b>

Fuente: FactSet. \* Estimaciones Renta 4 Banco.

## Evolución cotización últimos 12 meses



## GLOSARIO

**EBITDA:** Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

**EBIT:** Beneficio antes de intereses e impuestos

**DN/EBITDA:** Deuda Neta sobre EBITDA

**ROE:** Beneficio Neto entre Fondos Propios

**ROCE:** Rentabilidad entre Capital Empleado

**BPA:** Beneficio por acción

**Pay-Out:** % de beneficios destinado a dividendos

**DPA:** Dividendo por acción

**Market Cap:** Capitalización bursátil

**Valor Empresa:** Deuda Neta más Capitalización bursátil

**PER:** Precio entre Beneficio por acción

**P/CF:** Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

**P/VC:** Precio entre Valor contable por acción

**RPD:** Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

## DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 78% Sobreponderar, 17% Mantener y 5% Infraponderar.