



Universidad de Jaén

Facultad de Ciencias Sociales
y Jurídicas

Trabajo Fin de Grado

INFORME DE VALORACIÓN DE ACERINOX S.A.

Alumno: José María González Jiménez

Mayo, 2020

ÍNDICE

Contenido

Resumen	3
1. Introducción.....	4
2. Exposición de la Organización.....	5
2.1. Breve Historia Empresarial de Acerinox S.A.....	5
2.2. Acerinox S.A. como Grupo Empresarial.....	7
2.3. Actividad Empresarial y Productos Comercializados	7
2.4. Análisis del Sector del Acero Inoxidable	9
2.4.1. Evolución de la Producción de Acero Inoxidable	9
2.4.2. Evolución del Mercado de Materias Primas.....	10
2.4.3. El Sector del Acero Inoxidable en el 2019	12
2.4.4. ¿Cómo Podría Afectar el Sector a Acerinox?.....	14
2.5. Análisis de la Competencia	14
2.6. Análisis DAFO de la Compañía.....	15
2.7. Análisis Económico – Financiero.....	18
2.7.1. Estudio de las Cuentas de Resultados	18
2.7.2. Estudio de los Balances de Situación	20
2.7.3. Ratios Financieros	22
2.7.4. Ratios de Rentabilidad.....	24
2.7.5. Valoración por Múltiplos	27
3. Valoración de Acerinox.....	28
3.1. La acción de Acerinox.....	28
3.2. Explicaciones Preliminares	29
3.3. Determinación de la Tasa de Descuento	30
3.3.1. Rentabilidad exigida de las acciones (Ke).....	30
3.3.2. Coste medio ponderado de Capital (WACC)	32
3.4. Cálculo de los Flujos de Caja en el año 2019.....	34
4. Proyección en el Futuro de los Flujos de Caja	34
4.1. Estimaciones y Obtención del Valor de la Acción	35
5. Conclusiones Finales del Análisis	39
Bibliografía.....	40
Webgrafía.....	41

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Producción Mundial del Acero Inoxidable	9
Tabla 2: Cuenta de Resultados (Valor en Miles de Euros) de los Últimos 4 Años	18
Tabla 4: Resumen del Activo de los Últimos 4 años (Valor en Miles de Euros)	20
Tabla 5: Resumen del Pasivo de los Últimos 4 años (Valor en Miles de Euros)	21
Tabla 6: Fondos de Maniobra de los Últimos 4 años (Valor en Miles de Euros)	22
Tabla 7: Ratios Principales	23
Tabla 8: Margen Neto	25
Tabla 9: Rotación de Activos	25
Tabla 10: Apalancamiento Financiero	26
Tabla 11: ROE (Índice de Dupont)	26
Tabla 12: ROI	26
Tabla 13: <i>Resultados de la Valoración por Múltiplos</i>	27
Tabla 14: Promedio de las Tasa Impositivas de 2018 y 2017	31
Tabla 15: Promedio de Ratios de Endeudamiento	31
Tabla 16: E (Capitalización Bursátil)	32
Tabla 17: Deudas n y $n-1$	32
Tabla 18: K_d	33
Tabla 19: Obtención de los Flujos de Caja del año 2019	34
Tabla 20: Previsiones de los Flujos de Caja	38
Tabla 21: Valor Terminal en cada Método	38
Tabla 22: Valor de Acerinox por FCFF y FCFE	38

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Productos Tipo Plano	8
Ilustración 2: Productos Tipo Largo	8
Ilustración 3: Precios del Níquel desde el 2008 al 2019 (\$/Tonelada)	10
Ilustración 4: Precios del Ferrocromo desde el 2008 al 2019 (\$/Tonelada)	11
Ilustración 5: Precios del Ferrocromo desde el 2008 al 2019 (\$/lb)	12
Ilustración 6: Gráfica con Resumen del Valor de los Ratios por Años	23
Ilustración 7: Cotización de Acerinox en los últimos 5 años	28

Resumen

Con este análisis, se pretende obtener un informe de valoración de Acerinox S.A. Una empresa que cotiza en la Bolsa Española y que forma parte del IBEX-35. Para ello, he utilizado el modelo de Descuento de Flujos de Caja Libres para la Empresa y el de Flujos de Caja Libres para el Accionista, pues considero que se adaptan a la realidad empresarial de Acerinox y a su capacidad de generar dinero.

Como aclaración, aunque se ha pretendido que los cálculos tengan un alto grado de objetividad, la subjetividad siempre persiste. Por ello, los resultados se considerarán dentro de las restricciones que traen consigo la subjetividad.

Como conclusión, se puede afirmar que la acción de Acerinox en Bolsa se encuentra sobrevalorada, debido a las diferencias entre el valor obtenido en los métodos y el valor de cotización de Acerinox.

Abstract

With this analysis, it is intended to obtain a valuation report of the Public Limited Company Acerinox S.A. A company quoted on the Spanish Stock Market that is part of the *IBEX-35*. To do this, I have used the discount model of free cash flows, because it is the one that best adapts to the business reality and to its ability to generate money.

It's important to say that it has been tried that the reckonings have a high degree of objectivity, the subjectivity always remains, therefore, the results and conclusions must be considered within the limitations that subjectivity brings.

In conclusion, it can be stated that the action of Acerinox in the stock exchange is overestimated due to the differences between the value obtained from the methods and the quotation value of Acerinox.

1. Introducción

El objetivo principal de este informe de valoración es obtener el valor intrínseco de las acciones de Acerinox, pues es mediante éstas que podemos saber el valor de la compañía. Para dicha valoración se usará información contable, financiera y económica de las Cuentas Anuales, publicaciones expuestas en las web de la empresa en cuestión, noticias de la prensa financiera e informes independientes de la Compañía.

Esta información será de vital importancia para los accionistas y los nuevos inversores. Por tanto, la principal función de este informe será estimar con la máxima exactitud posible el patrimonio de la empresa, así como, reconocer y observar si las acciones de Acerinox están infra o sobrevaloradas según nos indique el análisis.

El estudio autónomo y profundo de la situación de la empresa ha sido esencial para el análisis y la valoración de la Sociedad.

Primeramente, he visto necesario exponer un poco de la historia de Acerinox como compañía, así como, un estudio del sector en el que opera y un análisis sobre su competencia más cercana.

También se realizará un análisis económico-financiero de la empresa, basándonos en su Cuenta de Resultados y su Balance de Situación a 31/12/2019. Además también se estudiarán los ratios financieros, los ratios de rentabilidad patrimonial por el índice de DuPont y para finalizar se hará una breve valoración por múltiplos.

Tras lo anterior comenzaré con la valoración. La metodología de mi análisis se basa en el descuento de flujos, el cual, consiste en realizar una estimación de los flujos de efectivo futuros de la empresa y obtener el valor actualizado a una tasa de descuento acorde con el método de descuento de flujos que corresponda. Esta tasa será indicadora de la rentabilidad exigida en función del riesgo soportado. Cabe afirmar, la fiabilidad de este método y el uso extendido del mismo, pues, se basa en la ratificación, en que el valor de las acciones de una empresa depende, de forma significativa, de la capacidad de las mismas para generar efectivo suponiendo la continuidad en el futuro de la empresa en cuestión.

Los métodos que usaré serán:

- **Flujo De Caja Libre Para La Empresa (FCLE)**, en inglés, *Free Cash Flow For The Firm (FCFF)*.

- **Flujo De Caja Libre Para El Accionista (FCLA)**, en inglés, *Free Cash Flow For Equity (FCFE)*.

Para una obtención más exacta de los flujos de caja, tendré que efectuar una serie de estimaciones futuras para la empresa, atendiendo tanto a los factores internos como a los externos, con el objetivo de que los flujos de caja sean más acordes a la realidad bursátil y que de esta manera el análisis sea más útil y exacto para el nuevo inversor.

2. Exposición de la Organización

2.1. Breve Historia Empresarial de Acerinox S.A.

Para contextualizar el momento histórico donde la empresa nace, hemos de remontarnos a la España del franquismo, más concretamente en la etapa denominada “desarrollismo” donde el Estado español buscaba modernizar la economía de la época. Cabe remarcar la importancia de la acción de los tecnócratas del Opus Dei en el cambio económico y estructural de la sociedad, importancia que marcaría un cierto cambio de mentalidad social de la época y cierta apertura del país para la llegada de capitales extranjeros.

Todo comienza alrededor de 1964, con Efrén Beltrán y su socio el catalán Manuel Umbert, ambos ingenieros industriales, propietarios de una empresa importante en aquella época, de nombre Exdisa. En ese mismo año, Efrén y su empresa comienzan a estrechar lazos con el grupo empresarial japonés, Nissho Trading Corporation. Esta relación estuvo marcada por el ofrecimiento de productos relacionados con el sector del acero inoxidable por parte de la empresa nipona, de los cuales, muchos fueron exportados a nuestro país. Debido a la calidad de estos productos, en aquel momento, Efrén vio una gran oportunidad de inversión, la cual, podría impulsar en cierta medida el cambio en la economía española.

Poco tiempo después, José María López de Letona (un tecnócrata del anteriormente mencionado, Opus Dei y en ese momento subcomisario del Plan de Desarrollo Económico y Social) recibe al empresario y presidente de la Nisshin Steel Corporation, Yoshidaya Kishimoto, además de a Efrén Beltrán, proponiéndole al tecnócrata montar una fábrica de acero inoxidable en territorio español, trayendo consigo tecnología japonesa modernizada, la cual podría ser de ayuda en la actualización de la tecnología española de la época. Tras una serie de visitas de López de Letona al país asiático, primeramente a la fábrica de Shunan y después a Osaka donde se celebró una reunión del International Iron and Steel Institute, era

probable la creación de dicha fábrica en el Estado español, impulsada sobre todo por la ruptura de relaciones entre España y Reino Unido por el Peñón de Gibraltar. Este hecho hizo que la industria fuera construida en el Campo de Gibraltar, como reivindicación por la disolución de relaciones con los países británicos.

En 1970, se cierra totalmente el acuerdo para cimentar la fábrica. Como meses clave podemos mencionar, abril de ese año, pues se firma en Tokio los acuerdos para montar una *joint venture* en España y también septiembre, pues se constituye en la capital española Acerinox S.A. El capital fue principalmente español procedente del antiguo banco Banesto, hoy absorbido por el banco Santander, aunque con minoritario capital nipón procedente del grupo empresarial Nisshin Steel y de la empresa comercial Nissho Iwai.

Acerinox comenzó a tener voluntad de en el futuro extenderse por el mundo, pues al fin y al cabo había nacido siendo ya una empresa internacional. Así pues, se garantizó las inversiones necesarias para ser una multinacional fuerte y el pacto con los socios para no cobrar dividendo alguno hasta amortizar de la fábrica del polígono de los Barrios situado en el Campo de Gibraltar. Finalmente, la industria comenzó a fabricar en 1972.

Poco después, Acerinox se hace con Roldán S.A e Inoxfil S.A añadiéndolas como plantas de producción. Los beneficios rápido se pudieron hacer visibles. Fue aquí cuando la empresa comienza a eliminar la dependencia de ciertos socios fabricantes europeos y de una serie de materias primas (no esenciales para la producción) para obtener un producto de acero inoxidable propio. Por otra parte, se tenía la intención de formar una imagen corporativa distintiva allí donde la organización operara.

En la década de los 80, mientras la mayoría de las empresas de acero inoxidable se fusionaban para sobrevivir o ir creciendo, Acerinox puede crecer sin problemas por sí misma. En los años 90, a pesar de una fuerte crisis que hubo a nivel mundial que repercutió de manera dura a España, Acerinox se mantuvo fuerte.

En las dos últimas décadas, la empresa fue extendiéndose a nivel mundial hasta conseguir operar en 86 países y teniendo fábricas en 4 continentes. Todo esto ha sido posible por los grandes programas de inversión llevados a cabo por esta empresa.

Para acabar, hemos de mencionar la compra por parte de Acerinox de la empresa alemana VDM Metals a finales de 2019. Este hecho según los expertos será muy beneficioso para la

organización, pues tendrá más poder de mercado en Europa y se consolidará con más fuerza como uno de los grandes productores de acero inoxidable a nivel mundial.

Fuente: *Los Triunfos del Acero Inoxidable en España: Los Orígenes Históricos de Acerinox*

2.2. Acerinox S.A. como Grupo Empresarial

Acerinox S.A. es, actualmente, un grupo empresarial conformado por:

- **Acerinox S.A.:** Es la empresa *holding*. Ésta realiza actividades de financiación dentro del grupo, además de servicios relacionados con la contabilidad, gestión, dirección y asesoramiento a las demás empresas. Su sede está en Madrid, cotizando, además, en la Bolsa de Barcelona y Madrid, formando parte sus acciones del IBEX-35.
- **Acerinox Europa S.A.U.:** Localizada en Algeciras, España.
- **North American Stainless, Inc. (N.A.S):** Afincada en Kentucky, Estados Unidos.
- **Columbus Stainless (PTY), Ltd.:** Situada en Middelburg, ciudad sudafricana.
- **Bahru Stainless, Sdn, Bhd.:** Ubicada en Johor Bahru, Malasia.
- **Roldán S.A.:** Radicada en Ponferrada, España.
- **Inoxfil S.A.:** Emplazada en Igualada, España.

Se ha de mencionar, asimismo, la amplia red comercial del grupo, de la cual, podemos resaltar las 35 oficinas comerciales, los 26 almacenes, los 18 centros de servicios y los 15 agentes comerciales, que tienen en 56 países alrededor del mundo.

Fuente: Quienes Somos, Acerinox S.A. (2019)

2.3. Actividad Empresarial y Productos Comercializados

La actividad principal de la empresa es la manufactura, transformación y posterior comercialización de productos de gran calidad en el sector del acero inoxidable de tipo plano y largo. Esto le ha hecho ser una organización distinguida a nivel internacional e incluso ser reconocida como una de las empresas más influyentes del sector en el cual opera.

Entre los productos podemos encontrar:

Ilustración 1: Productos Tipo Plano

Tipo de producto plano	Descripción
Desbastes	Material colado en Acería para laminar en caliente
Bobina Negra	Material en forma de rollo, laminado en caliente
Plates	Material en forma de plancha, laminado en caliente, recocido y decapado
Bobina laminada en caliente	Material en forma de rollo, laminado en caliente, recocido y decapado
Chapa laminada en caliente	Material en forma de plancha, laminado en caliente, recocido y decapado
Bobina/Chapa lagrimada	Material grabado en laminado en caliente, recocido y decapado
Pletina	Barra de sección rectangular obtenida a partir de chapa/fleje laminada en caliente
Bobina (Flejes) laminación en frío	Material en forma de rollo, laminado en frío, recocido y decapado
Chapa laminada en frío	Material en forma de plancha, laminado en frío, recocido y decapado

Fuente: *Informe de Sostenibilidad de Acerinox*

Ilustración 2: Productos Tipo Largo

Tipo de producto largo	Descripción
Palanquilla	Producto laminado en caliente de sección cuadrada
Alambrón	Producto de sección redonda, laminado en caliente, recocido y decapado
Alambrón hexagonal	Producto de sección hexagonal, laminado en caliente, recocido y decapado
Ángulos	Perfil angular de lados iguales laminado en caliente
Pletinas	Barra de sección rectangular, laminado en caliente
Barra corrugada en caliente	Producto corrugado, laminado en caliente, enderezado y cortado
Corrugada en rollos	Producto corrugado en rollos
Barra corrugada en frío	Producto corrugado en frío, enderezado y cortado
Barra negra	Producto laminado en caliente en negro, enderezado y cortado
Barra descortezada	Producto laminado en caliente, descortezado, enderezado y cortado
Barra calibrada	Producto de sección redonda, laminado en caliente, calibrado en frío y de diámetros finos
Barra hexagonal	Producto de sección hexagonal, laminado en caliente, calibrado en frío y de diámetros finos
Alambre	Alambrón trefilado en frío, en forma de rollos
Alambre con recubrimiento de color	Alambre pintado en varios colores
Alambre pretensado	Alambre laminado en frío con tres gráficas o corrugas
Alambre corrugado	Alambre laminado en frío con cuatro series de corruga

Fuente: *Informe de Sostenibilidad de Acerinox*

Las compañías del grupo fabricantes de producto plano son:

- Acerinox Europa, S.A.U. (haciéndose hincapié en la factoría del Campo de Gibraltar).
- North American Stainless, Inc. (N.A.S)
- Columbus Stainless (PTY), Ltd.
- Bahru Stainless, Sdn, Bhd.

Las compañías fabricantes de producto largo son:

- North American Stainless, Inc.
- Roldán S.A.
- Inoxfil S.A. (aunque sólo ciertos productos específicos).

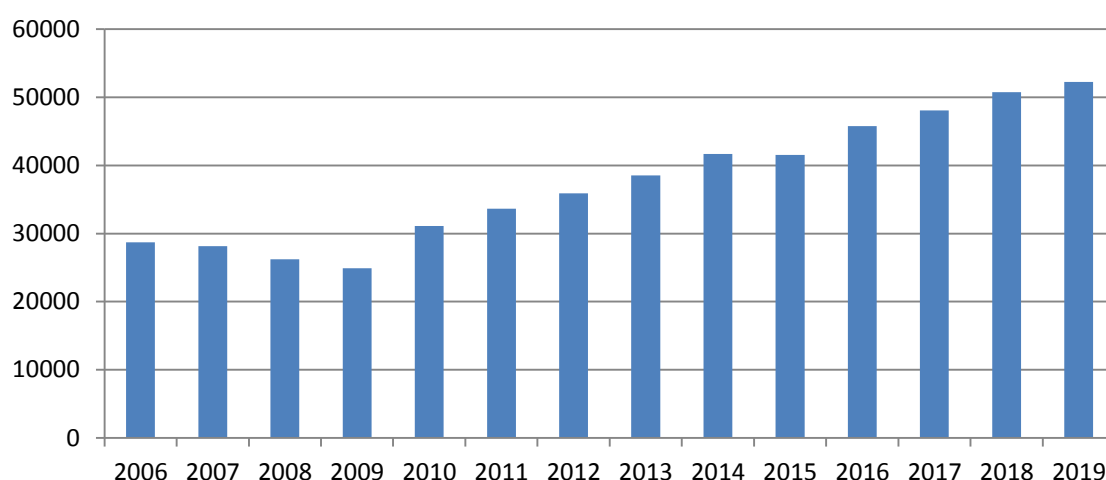
2.4. Análisis del Sector del Acero Inoxidable

2.4.1. Evolución de la Producción de Acero Inoxidable

El sector al que Acerinox pertenece, es el del acero inoxidable. Este mercado ha tenido importantes transformaciones hasta convertirse en lo que es hoy, debido a la expansión hacia nuevos mercados, así como, la búsqueda de innovación en los productos, ya que en 1950 (primer año en que se analizó el sector) los tipos de aceros eran menos resistentes y el uso de formas antiguas de producción traían consigo menor calidad en el producto.

Actualmente, la producción de este material va en aumento cada año, a pesar de la desaceleración de la economía mundial. Los valores de toneladas producidas entre el 2006 y el 2019 son:

Tabla 1: Producción Mundial del Acero Inoxidable



Fuente: *Elaboración Propia, Datos Statista e Informe Sectorial de la Economía Española*

En la actualidad el mayor productor de acero inoxidable es **China**, llegando a alcanzar casi el **60%** de la producción mundial, seguida por el **continente europeo** en su conjunto.

Los **precios de venta de la chapa de acero inoxidable en laminación en frío** se referencian al precio estipulado por **Estados Unidos** (siendo el precio por tonelada a 31/12/2019 **2.872 dólares**), **Alemania** (siendo el precio por tonelada a 31/12/2019 **2.312 dólares**) y por **Taiwán** (siendo el precio por tonelada a 31/12/2019 **1.934 dólares**).

2.4.2. Evolución del Mercado de Materias Primas

Las materias más utilizadas en el proceso productivo del acero inoxidable son el **níquel**, **ferrocromo** y el **molibdeno**.

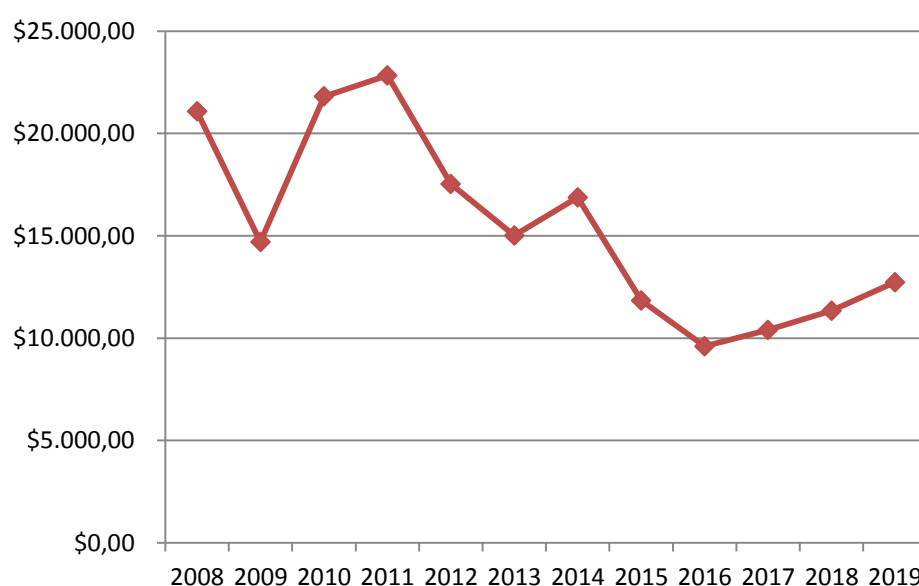
Níquel

El acero inoxidable es el sector que más demanda de esta materia prima, se estima que un 70% de la obtención de níquel es solamente para ese sector.

Esta materia prima se utiliza como agente de aleación en la producción del acero inoxidable, mejorando la resistencia, la tenacidad, la ductilidad y reduce la conductividad del calor.

El precio del níquel, desde el 2008, ha tenido una inestabilidad importante. Ha sido una de las materias primas del acero inoxidable donde la volatilidad del precio ha sido más pronunciada.

Ilustración 3: Precios del Níquel desde el 2008 al 2019 (\$/Tonelada)



Fuente: CRU, UPME, Tematicas.org

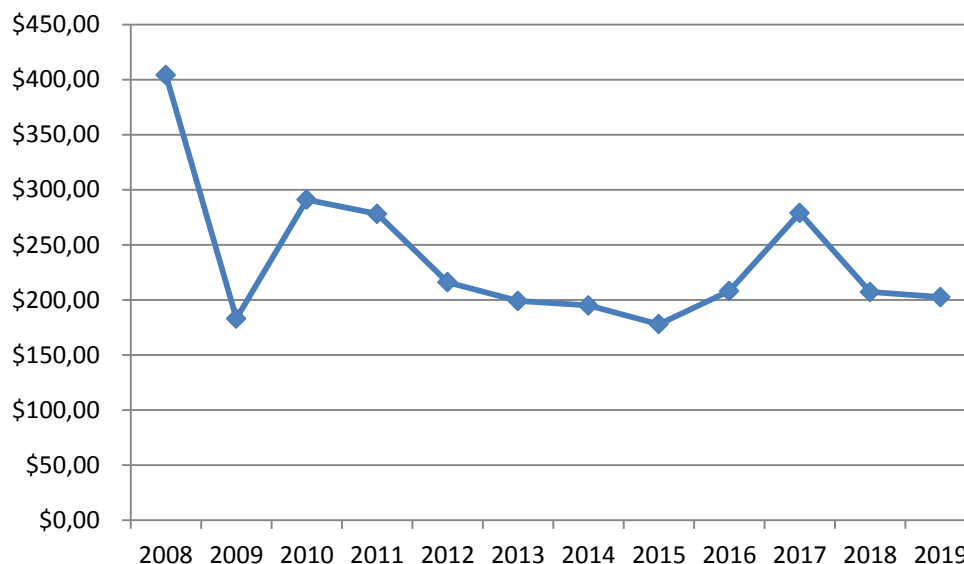
Ferrocromo

Esta materia prima da al producto resistencia a la corrosión y proporciona dureza para que no se forme película de óxido en el producto. Dado que este material está siendo usado como parte del acero como aleación su producción ha crecido lentamente en los últimos años.

Con la crisis del 2008, el precio de esta materia prima se hundió. La recuperación vino entre el 2010 y el 2014, aunque se mantuvo a precio bajo. A partir del 2015, el precio fue tomando

valores más altos, aunque la producción del mismo estuvo ralentizada debido lo expuesto anteriormente.

Ilustración 4: Precios del Ferrocromo desde el 2008 al 2019 (\$/Tonelada)



Fuente: CRU, UPME, Tematicas.org

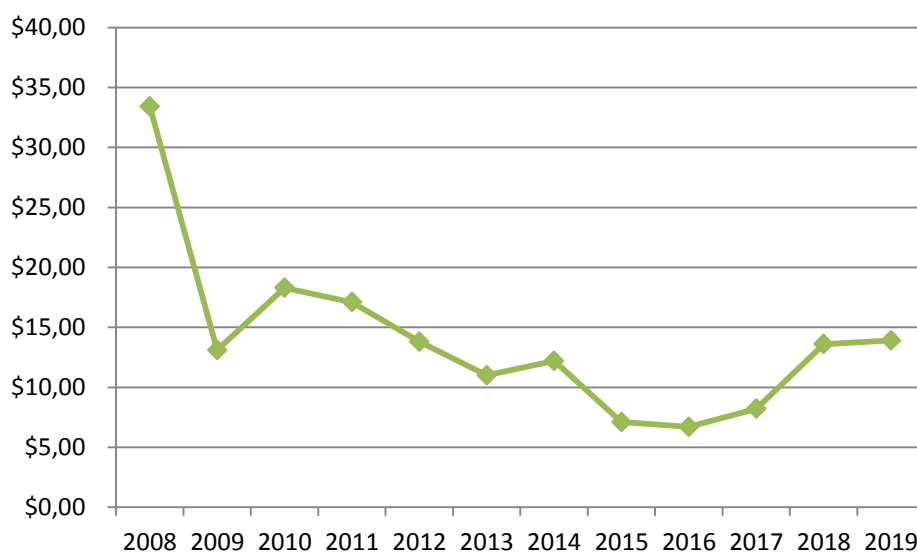
Molibdeno

El molibdeno como materia prima es principalmente usado en el sector de la metalurgia y de la química. Este material da al acero mayor resistencia a temperaturas altas, al creep (deformación lenta del material), a la corrosión y a la corrosión por picadura en los medios.

La producción del molibdeno va en aumento pues se ha descubierto su uso para superaleaciones en la manufactura.

El precio de este material registro superávits durante la crisis del 2008, esto atrajo mucha inversión y haciéndole su precio a un mínimo de 4,60 dólares/lb a finales del 2015. Este hecho, supuso recortes en la producción primaria de Estados Unidos y China. A partir de ese momento, el precio comenzó a subir hasta alcanzar una buena posición en el 2017, disminuyendo después en el 2018 y 2019.

Ilustración 5: Precios del Ferrocromo desde el 2008 al 2019 (\$/lb)



Fuente: CRU, UPME, MIPS A

2.4.3. El Sector del Acero Inoxidable en el 2019

El sector comenzó en el 2019 con mejoría en la demanda pero a partir del tercer trimestre comenzó la desaceleración de la misma, manteniéndose en niveles bajos.

Según datos proporcionados por el ISSF (*International Stainless Steel Forum*), en los primeros meses del año 2019, la demanda creció un 3,4%, comparada con el mismo periodo del año anterior.

El crecimiento estuvo concentrado principalmente en China estimándose la producción de 30 millones de toneladas. Hay que mencionar la capacidad que tuvo Indonesia, al posicionarse entre los principales productores de acero inoxidable a nivel mundial de la mano del fabricante chino *Tsingshan*.

En el año 2019, en este sector, han ocurrido algunos hechos importantes:

- China se posicionó como el primer mercado en imponer medidas antidumping, a pesar de que el fabricante chino *Tsingshan* opera de forma importante en Indonesia.
- Denegación en el mes de Abril, de la petición de exclusión de la *Section 232* en Estados Unidos para Indonesia. Principalmente, dirigida a la *Joint Venture* de *Allegheny* con *Tsingshan*.
- Inclusión de Indonesia en las medidas de salvaguarda de la Unión Europea.

- Investigaciones de antidumping y antisubsidio de la Unión Europea, así como India, que podrían imponer en la primera mitad del 2020 a Indonesia.

Ahora, para un estudio más profundo veamos el sector por continentes.

2.4.3.1. Europa

La desaceleración de la Unión Europea en su conjunto está acorde con la caída de la demanda del acero inoxidable. Los inventarios aumentaron debido al incremento de las importaciones, habiéndose estas, adelantado a las medidas de salvaguarda y que además no fueron corregidas por el menor consumo del mercado.

El mercado ruso, así como, el de Europa del Este tuvo decrementos del consumo aparente. Se incrementó las importaciones asiáticas, debido a las limitaciones de las importaciones de los principales mercados, Estados Unidos y la Unión Europea.

2.4.3.2. América

A pesar de una caída del consumo aparente del 10%, la fortaleza de la economía americana, con ayuda también de las tarifas de la *Sección 232*, trajo consigo un mejor comportamiento y una mayor estabilidad de precios.

En Estados Unidos, la caída de un 10% del consumo aparente del producto fue compensada, al menos en parte, por la reducción de las importaciones (un 30%) debido a las medidas de la *Sección 232*. Acabando 2019, los inventarios en los almacenes estuvieron en los niveles más bajos de los últimos años.

En México y Canadá, también ha habido caídas del consumo aparente del 18% y el 12% respectivamente, intensificados, por los aranceles de Estados Unidos y por la incertidumbre ante los acuerdos del *USMCA*.

En Sudamérica, Brasil representa un 70% del consumo de dicha región y retrocedió este alrededor de un 3% por la inestabilidad política.

2.4.3.3. África, Oriente Medio y Turquía

En el sur de África, basándonos principalmente en Sudáfrica, el consumo aparente del acero inoxidable cayó un 10% debido a la desconfianza económica. En el Norte de África y en Oriente Medio, la demanda fue bastante alta hasta mayo debido a la festividad islámica del Ramadán. A partir de este momento comienza a retroceder debido a la incertidumbre de la

zona. Se redujo en un 20%, el consumo aparente de Turquía debido también a la incertidumbre del mercado.

2.4.3.4. Asia

En este continente, el exceso de capacidad fue lo más significativo. Esto se debió a la fábrica del productor chino *Tsingshan* en Indonesia, el cual, irrumpió con precios muy bajos sobre todo en el mercado de laminadores en frío. Este hecho hizo que el mercado asiático alcanzara precios mínimos históricos y agravara el exceso de sobrecapacidad asiático.

Como conclusión, podemos decir que el sector del acero inoxidable tuvo una mejora de la demanda, con respecto al anterior año, aunque en el último trimestre del año hubo una desaceleración debido a diversos problemas surgidos en los distintos continentes.

Fuente: Informe de Gestión de Acerinox S.A.

2.4.4. ¿Cómo Podría Afectar el Sector a Acerinox?

Sin hacer caso omiso a lo ocurrido en años anteriores, algo que podría afectar mucho a Acerinox es la alta volatilidad del valor de las materias primas. El sector del acero inoxidable tiene cada año serios problemas con esta volatilidad en las materias primas. En el año 2016, una bajada del precio de las materias primas hizo obtener a Acerinox una menor cifra de negocios, a pesar de haber vendido mucho más que en el anterior año, ya que su producto terminado tenía un valor más reducido.

Así pues, considero que este hecho puede causar serios daños a la empresa en el futuro, ya que un año de alta volatilidad del precio de las materias primas y de baja demanda puede llegar a ser un escenario muy duro para la empresa.

2.5. Análisis de la Competencia

En el sector del acero operan una gran cantidad de empresas, donde, las compañías asiáticas son las más productoras a nivel mundial. De hecho, una gran parte de la producción mundial se encuentra en China. Por ello, Acerinox tiene una gran y fuerte competencia, entre las que se encuentran:

- **ArcelorMittal**: Es la mayor compañía siderúrgica a nivel mundial, estando presente a lo largo de 60 países de los 5 continentes. Tiene su sede en Luxemburgo. Esta empresa comenzó en 2006 debido a la fusión empresarial entre Mittal Steel y Arcelor. Tiene

una cifra de negocios de 70.615 millones de dólares. Su éxito empresarial, se debe a la producción de varios tipos de aceros.

- **China Baowu Steel Group**: Es un grupo empresarial chino y considerado como el segundo grupo empresarial productor de acero. Tiene su sede en Shanghái. Como empresa tiene casi 50 años de historia y su cifra de negocios en el 2019 fue de 66.310 millones de dólares. Su éxito empresarial se debe a la absorción de varias empresas, así como, a planes de expansión por diversos países.
- **Hesteel Group**: Es una compañía china que fue fundada en el 2008 debido a la fusión de las empresas Tangshan Iron and Steel Group y Handan Iron and Steel Group, teniendo su sede en Shijiazhuang, ciudad de la provincia de Hebei. A pesar de sus cortos años de historia ha conseguido posicionarse como el tercer productor a nivel mundial del sector del acero. Su cifra de negocios en el 2019 fue de 50.920,60 millones de dólares. Su éxito empresarial se debe a la diversificación de su negocio, pues aparte de producir acero, también ofrecen servicios financieros.

Comparando a Acerinox con estos gigantes del acero, podemos ver que todavía está lejos de alcanzar ese desarrollo, así como, la cifra de negocios de estas tres empresas (la de Acerinox fue 4.754 millones). Además, se puede observar como Acerinox produce solamente acero inoxidable (hecho que podría cambiar con la adquisición de VDM Metals) mientras que las demás empresas producen varios tipos de acero y/o tiene diversificado su negocio en otras actividades como servicios financieros.

Fuente: *Informe de Gestión de Acerinox S.A.*

2.6. Análisis DAFO de la Compañía

Como bien es sabido este análisis es fundamental para el estudio de la empresa en el entorno, he decidido exponerlo por ser sumamente interesante para el análisis de la organización y su futura obtención de los valor intrínseco de la misma.

Debilidades

- **Empresa contaminante**: A pesar de que, Acerinox está llevando a cabo planes para la reducción de la contaminación, ésta ha de reducirse aún más rápido para cumplir lo estipulado por la ley.

- **Deuda financiera:** La deuda es alta, aunque en los ratios y cálculos relacionados con el endeudamiento nos indica que la deuda ha disminuido con el pasar de los años.

Amenazas

- **Volatilidad del precio de las materias primas utilizadas en el proceso productivo:** Las tensiones comerciales y el crecimiento dudoso de la economía a escala mundial, atrae la caída de los precios (como bien se demostró en el pasado año), provocando, por tanto, cierta incertidumbre a nuevos inversores, los cuales pierden su interés en la empresa en cuestión.
- **Excesiva capacidad productiva instalada:** Se puede ver como la producción está decayendo en relación con años anteriores, algo que a larga puede hacer bastante daño a la empresa.
- **Incremento constante de la competencia en mercados asiáticos:** A pesar de que el continente asiático es una de las regiones donde esta empresa obtiene parte de la cifra de negocios, es un mercado donde está en alza el sector de la siderurgia y la competencia va en aumento. Este hecho ha de hacer que la empresa se replantee su gestión para seguir siendo competitiva.
- **Depreciación del dólar:** Estados Unidos es uno de los países donde Acerinox opera y obtiene gran parte de sus ingresos, esta depreciación podría significar obtener menos ganancias, situación que afectaría en gran medida a la empresa.
- **Endurecimiento de la normativa ambiental:** La preocupación cada vez más creciente por el medioambiente, ha traído consigo un endurecimiento de la normativa, a la cual, Acerinox se ha adaptado pues los planes llevados a cabo hasta ahora no son suficientes.
- **Guerra comercial entre Estados Unidos y China:** Las diferencias entre estos gigantes económicos ha hecho que el sector del acero haya tenido ciertos percances sobre todo en la debilitación de la demanda. A pesar de que las relaciones se están calmando, esto se está convirtiendo en una amenaza constante con la que la empresa ha de lidiar.
- **El Coronavirus:** Debido a los estragos que el virus está causando a nivel internacional, podría hacer descender la cifra de negocios en un corto/medio plazo (primeramente en Asia y después en el resto del mundo debido al contagio).

Fortalezas

- **Creciente y constante inversión en I+D+I:** Claramente es uno de los puntos fuertes de esta organización. Desde los inicios de la organización, la inversión en I+D+I ha estado presente.
- **Transformación digital:** Acerinox tiene un plan operativo desde 2016 para la progresiva conversión digital, la cual traerá una nueva forma de gestión para la empresa y potenciar el modelo de negocio además de la imagen de la marca.
- **Presencia y estancia internacional consolidada:** La empresa está presente a nivel mundial, hecho que ha traído grandes beneficios económicos y establecerse como una de las empresas más importantes del sector del acero inoxidable en el mundo.
- **Captación de jóvenes talentos:** Acerinox ha mantenido desde hace bastantes años estrechas relaciones con las instituciones universitarias para la captación de jóvenes talentos.
- **Diversificación efectiva de las plantas productivas:** Acerinox ha llevado una diversificación de las plantas de producción bastante coherente, que ha hecho que esto se convierta en una fortaleza, ya que cualquier contratiempo en la fabricación impide que afecte a más de un tercio de la producción, garantizando, por tanto, la continuidad productiva en caso de siniestro.

Oportunidades:

- **Adquisición de la empresa alemana VDM Metals:** A pesar de haber sido anunciada en Noviembre de 2019 y con ello Acerinox haber hecho crecer su EBITDA en ese mismo año. La empresa comprada está siendo completamente integrada en Acerinox, especulándose que los beneficios que atraerá serán bastante altos para la empresa.
- **Nuevas materias primas:** La compra de la empresa alemana antes mencionada traerá consigo la integración de nuevas aleaciones de acero inoxidable al inventario de materias primas de ACERINOX, esto abrirá nuevos horizontes en el mercado que habrán de ser explotados.
- **Fuerte proteccionismo actual en Estados Unidos:** Desde la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca, las medidas proteccionistas fueron en aumento, no siendo el sector del acero y la metalurgia una excepción. A simple vista podría entenderse como posible amenaza pero no es así, ya que este proteccionismo puede traer ganancias significativas a la empresa, pues, la North American Stainless, Inc. (N.A.S) operará

con más fuerza aún y tendrá valía sobre productos foráneos, a los cuales se les aplicará un arancel del 25% al acero importado y un 10% al aluminio extranjero.

Fuente: Cerem.es

2.7. Análisis Económico – Financiero

2.7.1. Estudio de las Cuentas de Resultados

Realizaré un breve estudio sobre la evolución de los principales resultados relacionados con las Cuentas de Pérdidas y Ganancias de la empresa desde **2016 hasta 2019**.

Tabla 2: Cuenta de Resultados (Valor en Miles de Euros) de los Últimos 4 Años

Año	2019	2018	2017	2016
Importe neto de la cifra de negocios	4.753.878,00 €	5.010.777,00 €	4.626.855,00 €	3.968.143,00 €
Crecimiento/Decrecimiento de las ventas	-5,13%	8,30%	16,60%	-6,00%
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	363.734,00 €	479.821,00 €	488.860,00 €	329.068,00 €
Crecimiento/Decrecimiento del EBITDA	-24,19%	-1,85%	48,56%	14,97%
% de EBITDA sobre las Ventas	7,65%	9,58%	10,57%	8,29%
RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN (EBIT O BAI)	22.647,00 €	312.095,00 €	317.952,00 €	157.436,00 €
Crecimiento/Decrecimiento del EBIT	-92,74%	-1,84%	101,96%	30,23%
% de EBIT sobre las Ventas	0,48%	6,23%	6,87%	3,97%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (EBT O BAI)	23.083,00 €	310.010,00 €	298.631,00 €	127.869,00 €
Crecimiento/Decrecimiento del EBT	-92,55%	3,81%	133,54%	66,29%
RESULTADO DEL EJERCICIO	-68.209,00 €	215.242,00 €	221.319,00 €	67.303,00 €
Crecimiento/Decrecimiento del Resultado del Ejercicio	-131,69%	-2,75%	228,84%	155,73%
RESULTADO NETO ATRIBUIBLE A LA SOCIEDAD DOMINANTE	-59.545,00 €	237.086,00 €	234.144,00 €	80.320,00 €
Crecimiento/Decrecimiento del Resultado Neto Atribuible a la Sociedad Dominante	-125,12%	1,26%	191,51%	87,27%
Beneficio básico y diluido por acción (en euros)	-0,22 €	0,86 €	0,85 €	0,30 €
Crecimiento/Decrecimiento del beneficio básico y diluido por acción (en euros)	-125,58%	1,18%	183,33%	87,50%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Tras revisar los valores de la Cuenta de Resultados podemos llegar a las siguientes conclusiones:

- La **facturación** de Acerinox, en el 2016 decayó un 6% con respecto a 2015 no debido a que las ventas hubieran decrecido, si no que se debe al menor precio de las materias primas utilizadas. El 2017, fue un año de crecimiento para la empresa y esto se vio también reflejado en la cifra de negocios donde aumentó en un 16,60% con respecto al año anterior. Este crecimiento fue causado por una buena gestión de precios en los mercados. El año 2018 consiguió obtener la mayor cifra de negocios de la década, pues las ventas siguieron en aumento con respecto al año anterior, así como, se realizó un ajuste de inventario de unos 22 millones de euros. En el 2019, la cifra de negocios ha decaído en un 5,13% con respecto al año anterior (aun así ha sido el mejor resultado del estudio después de 2018), como se puede observar en la Cuenta de Resultados. Esto se atribuye a la disminución de la producción de la empresa debido a

una caída del consumo en el tercer trimestre del año 2019, a las incertidumbres políticas y comerciales, así como a las tensiones comerciales entre grandes potencias.

- Respecto a la **variación del EBITDA**, en el 2016 aumento un 14,97% con respecto al año anterior, este hecho se debió al decremento de los gastos sobre todo en los referentes a los aprovisionamientos. El EBITDA del año 2017 aumentó casi en un 50%, debido a lo expuesto anteriormente con la cifra de negocios, siendo también una causa importante, el traslado del valor de las materias primas a los productos finales. La variación del EBITDA en el año 2018 cayó un 1,8% con respecto al año anterior, ya que hubo un aumento de los gastos. La variación del año 2019 es negativa en un 24,19%, las razones de esta caída se deben un decremento de la variación de la existencias de productos terminados y en curso, así como un incremento del gasto de personal como consecuencia del ERE acaecido en ese mismo año, donde fueron despedidas 32 personas en Acerinox Europa, S.A.U.
- Respecto a la **progresión del EBIT**, el año 2016 trajo consigo un aumento positivo del 30,23% con respecto al 2015, a pesar del incremento en gasto de amortización y en la variación de las provisiones corrientes. El año 2017 tuvo una progresión positiva del 101,96% con respecto al año anterior, viniendo la misma motivada por el incremento de la cifra de negocios y del traslado del valor de las materias primas a los productos terminados. El 2018 tuvo un leve decremento con respecto al año anterior, motivado por el incremento de los gastos. La progresión del EBIT del año 2019, ha tenido una caída del 92,74% con respecto al año anterior. Esto se debió a un incremento de la dotación de amortización, pero sobre todo es a causa de un alto deterioro del Fondo de Comercio y del Inmovilizado Material. El Fondo de Comercio deteriorado en su totalidad en el 2019, fue adquirido en el 2002 de una participación de control en la sociedad Columbus Stainless, Ltd. Varios inmovilizados también fueron deteriorados tras los test de deterioro que Acerinox hace cada año.
- Respecto a la **progresión del EBT**, en el año 2016 aumento un 66,29% con respecto al año 2015, debido a un aumento de los ingresos financieros y a una revalorización de los instrumentos financieros a valor razonable. El año 2017 fue el mejor año de los estudiados con respecto a la progresión del EBT con un crecimiento del 133,54%, ya que las diferencias del tipo de cambio fueron muy positivas para Acerinox. La progresión del año 2018, fue positiva en un 3,81% propiciada por un aumento de los

ingresos financieros y de una revalorización de los instrumentos financieros. El año 2019, la variación fue negativa en casi un 93% con respecto al año anterior.

- Con respecto al **resultado del ejercicio**, el 2016, 2017 y 2018 fueron años de aumento del resultado del ejercicio. En el 2019, el resultado es negativo en casi unos 60.000€ (valor en miles de euros) a consecuencia del ERE y de los deterioros del Fondo de Comercio, así como de algunos inmovilizados.

Como **última observación**, he de exponer que el año 2019 podría considerarse como un año funesto para Acerinox. Las tensiones económicas y políticas en el mundo, en suma, de los gastos por el ERE, los deterioros del Fondo de Comercio y de algunos inmovilizados han causado daños en mayor o menor medida a la empresa. Aun así, ha de considerarse el año 2019 como atípico, pues de no haber ocurrido los gastos anteriormente explicados, la empresa habría obtenido resultados acordes a años anteriores.

2.7.2. Estudio de los Balances de Situación

Realizaré un estudio de las principales Partidas de los Balances de Acerinox desde el año **2016 al 2019**. Para ello, usaré unas tablas resumen de las Partidas de los Balances elaboradas personalmente. Comenzaré a estudiar el Activo:

Tabla 3: Resumen del Activo de los Últimos 4 años (Valor en Miles de Euros)

Año	2019	2018	2017	2016
Activo No Corriente	1.933.333 €	2.133.773,00 €	2.147.618,00 €	2.357.534,00 €
% del Activo No Corriente sobre el Total Activo	43,97%	46,31%	48,77%	52,92%
Variación del Activo No Corriente	-9,39%	-0,64%	-8,90%	1,73%
Activo Corriente	2.463.464 €	2.473.817,00 €	2.256.394,00 €	2.097.514,00 €
% del Activo Corriente sobre el Total Activo	56,03%	53,69%	51,23%	47,08%
Variación del Activo Corriente	-0,42%	9,64%	7,57%	16,00%
Total Activo	4.396.797,00 €	4.607.590,00 €	4.404.012,00 €	4.455.048,00 €
Variación del Total Activo	-4,57%	4,62%	-1,15%	7,98%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Se pueden sacar las siguientes suposiciones:

- Se puede observar una disminución progresiva del **Activo No Corriente**. El valor de esta partida en el 2016 es de 2.357.534 euros, representando un 52,92% del Total Activo, el periodo final del estudio, es decir, el 2019, el valor es de 1.933.333 euros y representa un 43,97%. La variación negativa del Activo no Corriente comienza a partir del 2017, habiendo crecido muy moderadamente en el anterior año. La merma continua se debe principalmente a la amortización del inmovilizado tangible e

intangible, a la depreciación de las acciones en posesión de Acerinox de la empresa japonesa Nisshin Steel Co. Limited que cotiza en la Bolsa de Tokio y la reducción de los Activos por Impuesto Diferido.

- Con respecto al **Activo Corriente**, se puede ver un crecimiento progresivo de esta partida a partir de 2016, tras un fuerte desplome de su valor un año antes, debido a la bajada de precios como consecuencia de la alta competencia y a la rectificación del precio de las materias primas. En el 2019, el Activo Corriente representa un 56,03% del total, viéndose efectivo este aumento, el cual, está impulsado principalmente por el aprovisionamiento de materias primas.

A continuación, el estudio del Pasivo:

Tabla 4: Resumen del Pasivo de los Últimos 4 años (Valor en Miles de Euros)

Año	2019	2018	2017	2016
Patrimonio Neto	1.928.989 €	2.119.299,00 €	1.970.296,00 €	2.168.679,00 €
% del Patrimonio Neto sobre el Total Pasivo	43,87%	46,00%	44,74%	48,68%
Variación del Patrimonio Neto	-8,98%	7,56%	-9,15%	7,19%
Pasivo No Corriente	1.253.683 €	1.226.223,00 €	1.149.377,00 €	1.191.173,00 €
% del Pasivo No Corriente sobre el Total Pasivo	28,51%	26,61%	26,10%	26,74%
Variación del Pasivo No Corriente	2,24%	6,69%	-3,51%	19,64%
Pasivo Corriente	1.214.125 €	1.262.068,00 €	1.284.339,00 €	1.095.196,00 €
% del Pasivo No Corriente sobre el Total Pasivo	27,61%	27,39%	29,16%	24,58%
Variación del Pasivo Corriente	-3,80%	-1,73%	17,27%	-1,05%
Total Pasivo	4.396.797 €	4.607.590,00 €	4.404.012,00 €	4.455.048,00 €
Variación del Total Pasivo	-4,57%	4,62%	-1,15%	7,98%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Podemos sacar las siguientes conclusiones:

- En cuanto al **Patrimonio Neto**, se puede observar una disminución de su valor en el 2017, debido a las diferencias de conversión. A pesar de este hecho, la partida no representa, en ningún año estudiado, menos del 43% del Total Pasivo. La variación negativa del Patrimonio en el año 2019, se debió a reembolso de Capital suscrito, reembolso de la Prima de Emisión, a un Resultado del Ejercicio negativo y a las diferencias de conversión monetaria.
- Del **Pasivo No Corriente** podemos indicar, que en los años 2016, 2018 y 2019, esta partida ha aumentado. Esta variación positiva del Pasivo No Corriente, en el último año estudiado, así como, en el 2018, se debe principalmente al incremento de las

deudas a largo plazo con entidades de crédito, pues Acerinox suele y prefiere solicitar adeudos de como mínimo 4 años para la restitución de la deuda.

- Con respecto al **Pasivo Corriente**, exceptuando el 2017, donde tuvo un incremento del 17,27%, en los demás periodos ha decaído esta partida, debido a la preferencia de Acerinox por la Deuda a Largo Plazo como se indicó anteriormente. En el año 2019, este declive se debe principalmente a la disminución de los pasivos financieros con entidades de crédito, además de reducir las deudas con acreedores comerciales.

Después de haber estudiado de forma breve las partidas de los Balances de Acerinox, es interesante hacer una breve exposición del Fondo de Maniobra y la situación de equilibrio patrimonial de la empresa.

He elaborado esta tabla con los cálculos del **Fondo de Maniobra**:

Tabla 5: Fondos de Maniobra de los Últimos 4 años (Valor en Miles de Euros)

Año	2019	2018	2017	2016
Fondo de Maniobra (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1.249.339 €	1.211.749,00 €	972.055,00 €	1.002.318,00 €
Variación del Fondo de Maniobra	3,01%	19,78%	-3,11%	30,03%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

En base a los cálculos de la tabla, se puede expresar, que el Fondo de Maniobra ha estado variando de forma negativa y positiva dependiendo del año acotado en el estudio, siendo los años de variación positiva el 2016, el 2018 y 2019, mientras que la negativa se dio en el año 2017. Aunque no ha seguido una progresión continua, el Fondo de Maniobra ha sido positivo en todos los periodos, entonces se puede afirmar que la empresa tiene la capacidad necesaria para atender sus pagos a corto plazo. Acerinox está en una situación de estabilidad financiera, como bien, nos ha hecho ver el Fondo de Maniobra positivo de la empresa.

2.7.3. Ratios Financieros

Ahora, haremos un breve análisis económico-financiero de la empresa entre los 2016 y 2019, mediante los ratios más importantes:

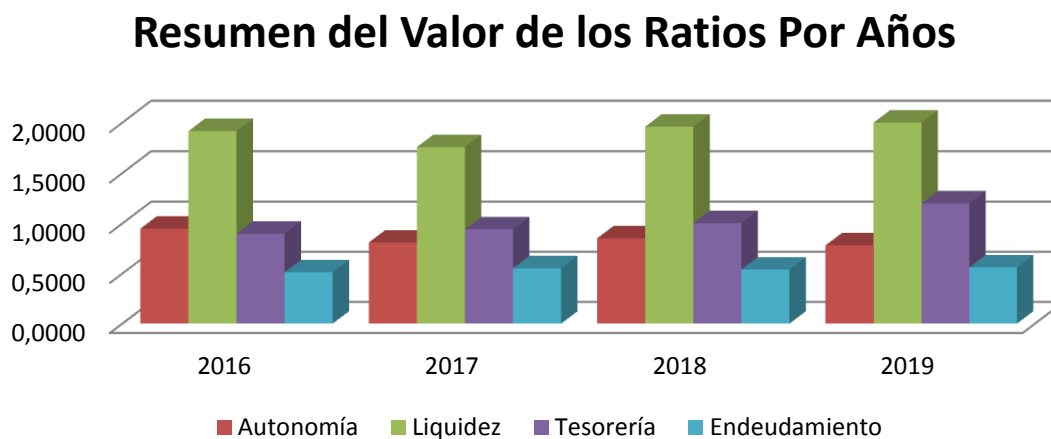
Tabla 6: Ratios Principales

Ratio de	Significado	Fórmula	2016	2017	2018	2019
Autonomía	Autonomía financiera respecto a financiación externa	$\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo Exigible Total}}$	0,95	0,81	0,85	0,7817
Liquidez	Solvencia a Corto Plazo	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	1,92	1,76	1,96	2,03
Tesorería	Liquidez inmediata	$\frac{\text{Disponible} + \text{Realizable}}{\text{Pasivo Corriente}}$	0,90	0,94	1,00	1,20
Endeudamiento	Deuda de la empresa frente a su Patrimonio Neto	$\frac{\text{Pasivo Exigible Total}}{\text{Total Pasivo}}$	51,32%	55,26%	54,00%	56,13%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Gráfica con los resultados de los ratios, para resumir la tabla con los valores:

Ilustración 6: Gráfica con Resumen del Valor de los Ratios por Años



Fuente: *Elaboración Propia*

Podemos deducir lo siguiente:

- ❖ En cuanto a los resultados obtenidos en el **ratio de autonomía**, en todos los años de estudio podemos afirmar que la empresa no habría de tener, en principio, problemas para mantenerse ante posibles situaciones de incertidumbre futuras. Hay que observar

que en el 2019, ha habido un leve decremento con respecto a años anteriores, debiéndose principalmente a un leve aumento de la Deuda a Largo Plazo.

- ❖ Los resultados similares en el **ratio de liquidez**, nos indican que la empresa es solvente a corto plazo, aunque hay que observar que en el 2019, ha habido un incremento con respecto a años anteriores. Este aumento podría no ser bueno pues es probable que la empresa tenga exceso de liquidez.
- ❖ Los resultados del **ratio de tesorería** los tres primeros años de estudio (2016, 2017, 2018) son medianamente similares, pero en el último año de estudio ha aumentado. Este aumento nos viene a reafirmar lo que nos indica el ratio de liquidez, ya que la empresa probablemente tenga activos improductivos. Aun así la empresa tiene en todos los años del estudio liquidez inmediata.
- ❖ En cuanto a los resultados de los **ratios de endeudamiento** son similares entre todos los años estudiados. En el 2019, hay un aumento del ratio, esto nos indica que la financiación externa, refiriéndonos a la financiación a largo plazo (que es la más contratada por Acerinox), ha aumentado con respecto al anterior año.

Como **conclusión**, podemos decir que la empresa sigue, en general, los pasos de años anteriores (refiriéndonos a los valores de las partidas utilizadas para el cálculo de estos ratios) pues los valores obtenidos son similares en los años de estudio. Aun así, el aumento de liquidez y tesorería habría de ser tenido en cuenta por los directivos de la empresa, pues probablemente tenga activos ociosos que atraen un efecto negativo pues estaría la empresa perdiendo cierto valor añadido en la explotación.

2.7.4. Ratios de Rentabilidad

Ahora realizaré, un estudio de los ratios de rentabilidad (acotándonos de nuevo en los años de estudio entre el 2016 y el 2019) centrándome en dos, que considero que son los más importantes o pueden dar mayor información a nuestro estudio. Me basaré en el ROE, es decir, estudiar la rentabilidad financiera y en el ROI, es decir, analizar la rentabilidad económica.

Comenzaré por el ROE, para ello utilizaré el índice de DuPont. El cual es:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}} \times \frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

La fórmula $\frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Ventas}}$ hace referencia al Margen Neto. Los datos calculados son:

Tabla 7: Margen Neto

	Significado	Fórmula	2016	2017	2018	2019
Margen Neto	Capacidad para convertir los ingresos en beneficios	$\frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Ventas}}$	0,202	0,506	0,473	- 0,125

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Como **conclusión**, a pesar de obtener valores positivos en los años anteriores (2016 – 2018), el deterioro del Fondo de Comercio y su posterior provisión, han hecho que en el último año del estudio el valor sea negativo, esto quiere decir, que es posible que la empresa no tenga capacidad suficiente para convertir los ingresos generados en beneficios, como ha ocurrido con el resultado neto del 2019.

La fórmula $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}$ hace referencia a la Rotación de Activos, tras realizar el cálculo se ha obtenido lo siguiente:

Tabla 8: Rotación de Activos

	Significado	Fórmula	2016	2017	2018	2019
Rotación de Activos	Eficiencia de la empresa para gestionar los Activos para generar ingresos	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}$	0,8907	1,0506	1,0875	1,0812

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Como **conclusión**, los valores son similares desde 2017 a 2019, por tanto, podemos afirmar que la empresa gestiona bien sus activos productivos, los cuales, generan ingresos.

La fórmula $\frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$ hace referencia al Apalancamiento Financiero. Se han obtenido los siguientes datos:

Tabla 9: Apalancamiento Financiero

	Fórmula	2016	2017	2018	2019
Apalancamiento Financiero	$\frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio Neto}}$	2,0543	2,2352	2,1741	2,2793

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Los datos obtenidos son similares en los años de estudio y nos hace ver que la empresa se financia en parte con capital propio y en parte con deuda externa (principalmente Deuda a Largo Plazo).

Tras obtener los valores necesarios daremos paso al cálculo del ROE mediante el índice de Dupont, expuesto anteriormente:

Tabla 10: ROE (Índice de Dupont)

	Significado	2016	2017	2018	2019
ROE	Rentabilidad obtenida por los recursos propios	3,70%	11,88%	11,19%	-3,09%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Se puede ver en el **cálculo final del ROE**, que el año 2019 es negativo. Tras haber analizado el índice podemos afirmar que la consecuencia de que el último valor negativo se debe al Margen Neto, pues este también lo es, debido al deterioro del Fondo de Comercio y su dotación de la provisión.

Tras analizar el ROE, daré paso al cálculo del **ROI**:

Tabla 11: ROI

Ratio de	Significado	Fórmula	2016	2017	2018	2019
ROI	Beneficio obtenido por el Activo, sin tener en cuenta financiación ajena	$\frac{\text{BAII}}{\text{Activo Total}}$	3,53%	7,22%	6,77%	0,52%

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Como **conclusión**, podemos decir que el ROI ha decaído hasta alcanzar un valor de 0,52%. Esto nos indica la poca capacidad que han tenido los activos, en el 2019, para generar beneficios. De nuevo, hemos de remitirnos al deterioro para entender la caída del valor.

Fuente: *Rankia*

2.7.5. Valoración por Múltiplos

Valoraremos, pues, mediante múltiplos las acciones de la empresa. Estos son usados comúnmente para tomar decisiones especulativas a corto plazo. Estos métodos de valoración relacionan el valor de cada acción con algunas magnitudes de carácter financiero de la empresa. Calcularemos los más importantes:

Tabla 12: Resultados de la Valoración por Múltiplos

	Fórmula	2016	2017	2018	2019
Cotización de la Acción		12,605 €	11,915 €	8,662 €	10,045 €
PER	$\frac{\text{Cotización}}{\text{BPA}}$	51,70	14,86	11,11	-39,84
RPD	$\frac{\text{DPA}}{\text{Cotización}}$	28,65 €	26,48 €	19,25 €	20,09 €
EV/EBITDA	$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}}$	1,88	1,25	1,15	1,36
P/BV	$\frac{\text{Capitalización Bursátil}}{\text{Patrimonio Neto}}$	1,60	1,67	1,13	1,41

Fuente: *Elaboración Propia, datos Acerinox*

Podemos sacar de los cálculos las siguientes conclusiones:

- **PER:** Este múltiplo ha ido mejorando muchísimo desde 2016 hasta 2018. El PER del 2019 es negativo debido a las pérdidas de la empresa, por tanto, por convención se le habría de asignar a la misma, un PER indeterminado.
- **RPD:** Podemos ver como la rentabilidad por dividendo ha ido disminuyendo con los años. Este múltiplo tuvo un valor de 20,09€ en el último año del estudio, incrementándose con respecto al año anterior.
- **EV/EBITDA:** Este múltiplo también ha mejorado con los años debido a que se ha reducido su valor paulatinamente, aun así, ha crecido ligeramente en el último año estudiado. Este múltiplo nos indica si una acción está más cara o más barata dependiendo de su capacidad de generar EBITDA, introduciendo también el

apalancamiento. Es por ello, que las acciones de Acerinox generan gran EBITDA pues su reducción en el valor del múltiplo nos hace afirmar esto.

- **P/BV:** También ha mejorado la empresa en cuanto a este múltiplo, debido a que su valor se ha reducido, aunque ha aumentado ligeramente en el 2019. Al ser el valor superior a uno en todos los años, nos dice que Acerinox cotiza a un precio superior a su valor contable.

3. Valoración de Acerinox

3.1. La acción de Acerinox

El grupo empresarial Acerinox cotiza en Bolsa desde el año 1986 y forma parte de las empresas con mayor liquidez del IBEX-35, el índice bursátil de mayor referencia de la Bolsa Española. La compañía al final del año 2019 tenía una capitalización bursátil de 2.717.637.000 millones de euros.

Ilustración 7: Cotización de Acerinox en los últimos 5 años



Fuente: *Bolsa de Madrid, Acción Acerinox*

Analizando brevemente la variación del precio de la acción de Acerinox desde el 2015 hasta el 2019. En Diciembre del 2015, debido a la variación del precio de las materias primas, el precio de la acción cayó a 9,615€.

En el 2016, cuando la acción comienza a subir su valor hasta alcanzar un precio de 12,605€, pues el problema de la variación de las materias primas se estaba disipando.

En el 2017, el precio de la acción en Diciembre fue de 11,915€. Teniendo una variación mínima en el precio debido principalmente a las diferencias de conversión, pero aumentando su resultado ese año.

En el 2018, el precio de la acción al cierre del ejercicio fue de 8,662€ y a finales del 2019 y a pesar de la depreciación del Fondo de Comercio el precio se situó a un 10,045€.

3.2. Explicaciones Preliminares

Ahora pasaremos a la valoración del grupo Acerinox, para ello, utilizaré la valoración por descuentos de flujos de caja, ya que considero que es el método que más se adapta a la situación de la empresa.

Método para descuento de Flujos

La fórmula utilizada para el descuento de los flujos generalmente es:

$$V = \frac{CF1}{1 + K} + \frac{CF2}{(1 + K)^2} + \frac{CF3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CFn + VRn}{(1 + k)^n}$$

Siendo:

- **CF** = Flujo de Caja esperado por la empresa en cada periodo.
- **VR** = Valor residual, es decir, valor esperado de la empresa en el periodo n.
- **K** = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de cada flujos.

Será pues, esta fórmula la que utilizaré para el descuento de los flujos.

Fuente: (Fernández, 2019, pág. 14)

Tasas a utilizar para los Flujos de Caja

Los métodos que usaré para mi análisis serán:

- **“Free Cash Flow For Equity” (FCFE)**, en español, **Flujos de Caja Libre para el Accionista**. Para esto calcularemos como tasa de descuento, **la rentabilidad exigida de las acciones (Ke)**, siendo su fórmula:

$$K_e = R_f + \beta(\text{PRM})$$

R_f = Rentabilidad Libre de Riesgo

β = Beta de la empresa

PRM = Prima de Riesgo del Mercado

- **“Free Cash Flow For Firm” (FCFF)**, denominándose este método en nuestro idioma, **Flujos de Caja Libre para la Empresa**, se habrá de calcular como tasa de descuento **el coste medio ponderado de capital (WACC)**, siendo su fórmula:

$$\text{WACC} = \frac{E \times K_e + D \times K_d \times (1 - T)}{E + D}$$

E = Capitalización Bursátil

K_e = Rentabilidad Exigida de las Acciones

D = Valor de Mercado de la Deuda

K_d = Coste de la Deuda

T = Tasa Impositiva

3.3. Determinación de la Tasa de Descuento

Pasaremos al cálculo de las dos tasas de descuento, **K_e** y **WACC**. Ambas serán usadas como tasa fija para la obtención de los flujos de caja futuros.

3.3.1. Rentabilidad exigida de las acciones (K_e)

Para la obtención de la **K_e**, usaremos la fórmula expuesta anteriormente y proviniendo esta fórmula del modelo CAPM.

Obtención de la Rentabilidad Libre de Riesgo (R_f)

Para **R_f**, usaré la tasa libre de riesgo de **1,70%**. Está tomada del estudio e informe del profesor Pablo Fernández, Mar Martínez e Isabel Fernández. (Fernández Pablo, 2019, pág. 3 y 4).

Determinación del parámetro β

Con β , podemos medir el grado de variabilidad que tiene la rentabilidad de una acción relacionada con la rentabilidad promedio del Mercado. Para obtener este parámetro, utilizaré la siguiente fórmula:

$$\beta = \beta_u(1 + (1 - T) \times \frac{D}{E})$$

Cada integrante de esta fórmula ha sido comentado anteriormente, excepto, β_u , el cual, es el **Beta Sin Apalancamiento**. Para su obtención, me he basado en el informe de Aswath Damodaran, sobre las Betas Sin Apalancamiento en las distintas actividades y sectores. El valor de β_u es **1,20** (Damodaran Aswath, 2020).

Para el parámetro **T (la tasa impositiva)** debido a que el 2019, ha sido un año atípico para Acerinox y su nivel de impuesto ha sido muy alto a causa de los problemas surgidos en ese año, tomaré la tasa impositiva del promedio del año 2017 y 2018. Se toma este promedio, pues suponemos que la tasa impositiva del 2019 hubiere sido similar a estos dos años, si los problemas referentes a los deterioros no hubieran existido:

Tabla 13: Promedio de las Tasa Impositivas de 2018 y 2017

	2018	2017
Resultado Antes de Impuesto	310.010.000,00 €	298.631.000,00 €
Impuesto sobre las Ganancias	89.709.000,00 €	72.132.000,00 €
T por año	28,94%	24,15%
	T Promedio	26,55%

Ahora se habría de obtener $\frac{D}{E}$. Para ello, no resolveremos directamente la división (sería la forma directa de calcular esto) sino que obtendremos este valor mediante el promedio de los ratios de endeudamiento de la empresa (desde el año 2016 al 2019). Obtener esto mediante el promedio de los ratios es razonable, ya que el endeudamiento de Acerinox ha tenido valores parecidos en los últimos años. Ahora vamos a obtener el valor de la división:

Tabla 14: Promedio de Ratios de Endeudamiento

	2016	2017	2018	2019
Ratios de Endeudamiento	0,513208612	0,55261339	0,54004176	0,56127404
	Promedio	0,54178445		

Fuente: *Elaboración Propia*

Como ya se ha obtenido el valor de cada parámetro necesario para obtener **la Beta Apalancada**, ya se puede sustituir los parámetros por los valores en la ecuación y calcular el parámetro.

Tras resolver la ecuación, $\beta = 1,6776$.

Determinación de la Prima de Riesgo del Mercado (PRM)

La **PRM**, es decir, **la prima de riesgo de mercado**. El valor de la misma **6,40%**. Esta tasa, al igual que la rentabilidad sin riesgo, ha sido tomada también del informe del profesor Pablo Fernández, Mar Martínez e Isabel Fernández. (Fernández Pablo, 2019, pág. 3 y 4).

Obtención de la Ke

Debido a tener ya todos los datos necesarios (R_f , β y **PRM**), sólo queda sustituir los parámetros por los valores calculados y resolver.

Tras la resolución, la rentabilidad exigida de las acciones (**Ke**) = **12,4364%**

3.3.2. Coste medio ponderado de Capital (WACC)

El **WACC**, son siglas en inglés, *Weighted average cost of capital*, este coste medio ponderado hace referencia a los recursos de la empresa (ya sean propios o de deuda). Para su obtención usaremos la fórmula expuesta anteriormente.

Pasaremos a calcular el parámetro **E (Capitalización Bursátil)**, para ello, me he basado en la información dado por la Memoria de la empresa sobre el número de acciones de la misma, así como en el valor de la acción de Acerinox en el Mercado:

Tabla 15: E (Capitalización Bursátil)

Número de Acciones	270.546.193
Valor de la Acción en el Mercado	10,045 €
Valor de la empresa en el Bolsa	2.717.636.508,69 €

Fuente: *Elaboración Propia*

Para obtener el parámetro **D (Deuda)**, he tomado el valor contable de la Deuda de Acerinox, basado en el Balance de Situación. He calculado la deuda a 31/12/2019 como mencione anteriormente, pero también a fecha 31/12/2018, pues será necesario este valor en el futuro.

Tabla 16: Deudas n y n-1

1) Deuda a 31/12/2019:

Emisión de obligaciones y otros valores negociables	74.550.000,00 €
Pasivos financieros con entidades de crédito	977.187.000,00 €
Total Pasivos Financieros No Corrientes	1.051.737.000,00 €
Emisión de obligaciones y otros valores negociables	1.634.000,00 €
Pasivos financieros con entidades de crédito	318.197.000,00 €
Total Pasivos Financieros Corrientes	319.831.000,00 €
Total Pasivos Financieros	1.371.568.000,00 €

2) Deuda a 31/12/2018:

Emisión de obligaciones y otros valores negociables	74.450.000,00 €
Pasivos financieros con entidades de crédito	951.842.000,00 €
Total Pasivos Financieros No Corrientes	1.026.292.000,00 €
Emisión de obligaciones y otros valores negociables	1.635.000,00 €
Pasivos financieros con entidades de crédito	374.254.000,00 €
Total Pasivos Financieros Corrientes	375.889.000,00 €
Total Pasivos Financieros	1.402.181.000,00 €

Fuente: *Elaboración Propia*

Obtención de la Kd

Para el cálculo de este parámetro usaremos la siguiente fórmula:

$$Kd = \frac{\text{Gastos Financieros}}{(\text{Deuda } n-1 + \text{Deuda } n)/2}$$

Pasemos pues al cálculo de este parámetro:

Tabla 17: Kd

Gastos Financieros	34.331.000,00 €
Deuda n-1	1.402.181.000,00 €
Deuda n	1.371.568.000,00 €
Kd	2,4754%

Fuente: *Elaboración Personal*

Resumen de los valores necesarios, para facilitar el cálculo del WACC:

- Capitalización Bursátil (E) = 2.717.636.508,69€
- Rentabilidad exigida de las acciones (Ke) = 12,4364%
- Deuda a 31/12/2019 (D) = 1.371.568.000,00€

- Coste de la Deuda (**Kd**) = 2,4754%
- Tasa impositiva promedio (**T**) = 26,55%

Obtención del WACC

Tras la resolución del coste medio ponderado del capital propio (**WACC**) = 8,8749%

3.4. Cálculo de los Flujos de Caja en el año 2019

Obtendré ahora, los Flujos de Caja (en miles de euros, para facilitar su cálculo) referenciados al 31/12/2019, los cuales servirán para la valoración así como la proyección de los Flujos en los años posteriores. Tras realizar los cálculos de los flujos de caja se ha obtenido lo siguiente:

Tabla 18: Obtención de los Flujos de Caja del año 2019

	2019	2018
Activo Corriente (Sin Tesorería)	1.499.923,00 €	1.543.433,00 €
Pasivo Corriente (Sin Pasivos Con Coste)	785.299,00 €	784.927,00 €
Capital Corriente	714.624,00 €	758.506,00 €
Variación del Capital Corriente (1)	-43.882,00 €	
Efectivo Neto Generado Por Actividades de Inversión	-127.765,00 €	0,00 €
Amortización del Inmovilizado	175.305,00 €	0,00 €
CAPEX Neto (2)	47.540,00 €	
Cobros Por Recursos Ajenos	420.453,00 €	0,00 €
Reembolso de Pasivos Que Devenguen Interés	-456.575,00 €	0,00 €
Endeudamiento Neto (3)	-36.122,00 €	
NOPAT (4)	16.635,16 €	
Resultado del Ejercicio (5)	-68.209,00 €	
FCLA (-1+2+3+5)	-12.909,00 €	
FCLE (-1+2+4)	108.057,16 €	

Fuente: *Elaboración Propia*

4. Proyección en el Futuro de los Flujos de Caja

Tras haber obtenido todo lo necesario, estimaremos los **Flujos de Caja de Acerinox** para los 4 años siguientes al 2019 (2020-2023). Estimando el valor actualizado de las acciones por los métodos anteriormente expuestos (FCFF y FCFF).

Resumen de datos a utilizar:

- Capitalización Bursátil (**E**) = 2.717.636.508,69€

- Rentabilidad exigida de las acciones (**Ke**) = **12,4364%**
- Deuda a 31/12/2019 (**D**) = **1.371.568.000,00€**
- Coste de la Deuda (**Kd**) = **2,4754%**
- Tasa impositiva promedio (**T**) = **26,55%**
- Coste medio ponderado de capital (**WACC**) = **8,8749%**

4.1. Estimaciones y Obtención del Valor de la Acción

Antes de comenzar la proyección se han de dar las variaciones de cada partida. Por ello pasaremos a exponer los valores:

Ingresos

Esta partida se estima un incremento de un **3,43%** en los ingresos totales, obtenidos por la empresa. Esto se debe a que se prevé un aumento de las ventas en los años de las previsiones, ya que la empresa intentará llegar a nuevos mercados o a consumidores con los que antes no podía comercializar. Esto será posible gracias a la compra de VDM-Metals, siguiendo de nuevo **la estrategia de internacionalización** que la empresa está llevando a cabo desde el 1990.

A pesar de que lo anteriormente expuesto, supondrá un aumento en las ventas de bienes, Acerinox podría enfrentarse a una posible ligera disminución del precio del níquel (el precio de las demás materias primas, en principio, no se estima que disminuyan o al menos si lo hace será de forma muy ligera) haciendo que la empresa deba vender más, ya que es probable que el precio unitario pueda descender, aunque se ha de mencionar que es desde el 2008 que el precio del níquel convive con esta constante volatilidad. También se estima que los primeros dos trimestres del 2020, la demanda mundial de acero inoxidable se mantengan baja, pero se estima que a partir de los dos trimestres siguientes la demanda comenzará a crecer, haciéndolo también, en los siguientes años de las previsiones. Siendo este aumento de la demanda una gran oportunidad para que Acerinox aumente sus beneficios provenientes de ventas de bienes.

Los ingresos en el 2019 tuvieron un valor de **4.785.778€** (valor en miles de euros).

Gastos

En esta partida se estima un incremento de un **3,13%**. El gasto de fabricación aumentará debido a que la empresa producirá más bienes para su comercialización y es posible que el

coste de compra de materias primas disminuya debido a lo expuesto anteriormente con el precio del níquel.

Es importante, hablar del plan **Excellence 360°** (plan llevado a cabo para el ahorro de gastos) comenzado en el 2019 y con duración hasta 2023. Con este plan, se pretende optimizar:

- **Producción**: Aumentando la calidad y la productividad, mediante proyectos para predecir posibles problemas y defectos en el producto que pueda afectar a la calidad.
- **Cadena de Suministros**: La empresa crea modelos predictivos que optimizan el consumo de suministros y consumibles.
- **Compra de materias primas**: Optimizando el mix de compras de materias primas.

El **Excellence 360°** trajo consigo grandes ahorros en gastos para la empresa en el año 2019 y se estima que con el pasar de los años, estos ahorros serán de una cuantía cada vez mayor.

Los gastos en el 2019 fueron **4.422.044 €** (valor en miles de euros).

Dotación de Amortizaciones

En relación a las amortizaciones de los últimos años, éstas se incrementarán en un **1,774%** cada año de las previsiones. El valor de la dotación de amortización en el 2019 fue de **175.305€** (valor en miles de euros).

Variación de Provisiones Corrientes

Esta partida se reducirá en un **17,91%** cada año en relación al promedio de esta partida con respecto a años anteriores. Su valor en el 2019 fue de **329€** (valor en miles de euros).

Efectivo Neto Generado por Actividades de Inversión

Se prevé que Acerinox intentará invertir más y así reducir su CAPEX Neto. Por ello, se incrementará en un **4,23%** cada año, valor obtenido en relación a los años anteriores, pues la idea de Acerinox es seguir los pasos de los años anteriores. Su valor en el 2019 fue de **-127.765,00€**

Variación de Capital Corriente

Las variables relacionadas con el Capital Corriente son:

- **Clientes**: Esta partida se reducirá en un **2,73%** cada año. Se prevé que Acerinox reduzca su periodo medio de cobro, para convertir lo adeudado por los clientes en efectivo en menor tiempo posible. Su valor en el año 2019 fue de **483.660€** (valor en miles de euros).
- **Existencias**: Esta partida aumentará en un **4,74%**. El aumento de las ventas trae consigo un aumento de la producción de los bienes comercializados por la empresa. Su valor en el 2019 fue de **1.016.263€** (valor en miles de euros).
- **Proveedores y Acreedores Comerciales**: Esta partida aumentará en un **3,80%**. Su aumento se debe al mismo motivo del incremento de las existencias, es decir, un aumento de la producción, trae consigo una mayor compra de materias primas. Su valor en el 2019 fue de **785.299€** (valor en miles de euros).

Endeudamiento Neto

Seguirá los pasos del 2019, la deuda se verá reducida en un **2,19%**. Se debe al encarecido intento de la empresa para reducir su deuda cada año y tener, así, un Balance de Situación más saneado. El valor del endeudamiento en el año 2019 fue de **1.371.468.000€** (valor en miles de euros).

Valor Terminal y Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)

Una vez ya obtenidos los datos pasaremos a la obtención de los Flujos de Caja Futuros. Pero como aclaración antes de comenzar con el cálculo, he de explicar que para la obtención del valor terminal se usará la siguiente fórmula:

$$VR = \frac{CFn(1 + g)}{(k - g)}$$

CFn = Flujo de Caja Estimado en el Último Año de la Predicción.

g = Tasa de Crecimiento a Perpetuidad

K = Tasa de Descuento

La nombrada **tasa de crecimiento a perpetuidad (g)** será obtenida de las Cuentas Anuales de la compañía, la cual, ha estimado este valor considerando los países donde se encuentra su industria, especialmente aquellos donde está físicamente la UGE (Unidad Generadora de Efectivo) y también los mercados donde exporta mayoritariamente su producción, así como, considerando que en el 2019 la evolución del mercado mundial de acero inoxidable sigue

consolidando su tasa histórica de crecimiento (en torno al 5,9%) desde 1950 al 2019. El valor del parámetro “g” es de 2,5%.

Sin mayor dilación pasaremos al cálculo de los flujos:

Tabla 19: Previsiones de los Flujos de Caja

Concepto	2020	2021	2022	2023
Ingresos	4.949.930,60 €	5.119.713,66 €	5.295.320,28 €	5.476.950,23 €
Gastos	-4.560.532,45 €	-4.703.358,04 €	-4.850.656,61 €	-5.002.568,24 €
EBITDA	389.398,16 €	416.355,62 €	444.663,68 €	474.382,00 €
Dotación de Amortizaciones	-178.414,68 €	-181.579,52 €	-184.800,50 €	-188.078,62 €
Variación de Provisiones Corrientes	-270,08 €	-221,71 €	-182,01 €	-149,41 €
EBIT	210.713,40 €	234.554,38 €	259.681,17 €	286.153,96 €
Deuda	1.341.525,54 €	1.312.141,12 €	1.283.400,33 €	1.255.289,07 €
Endeudamiento Neto (3)	-30.042,46 €	-29.384,42 €	-28.740,79 €	-28.111,26 €
Intereses de la Deuda	-33.208,42 €	-32.481,03 €	-31.769,58 €	-31.073,70 €
EBT	177.504,98 €	202.073,35 €	227.911,59 €	255.080,26 €
Impuestos	-47.120,18 €	-53.642,07 €	-60.501,04 €	-67.713,19 €
Resultado del Ejercicio (5)	130.384,79 €	148.431,28 €	167.410,55 €	187.367,06 €
NOPAT (4)	154.777,76 €	172.289,95 €	190.746,62 €	210.191,99 €
Clientes	470.474,07 €	457.647,63 €	445.170,87 €	433.034,27 €
Existencias	1.064.445,26 €	1.114.911,90 €	1.167.771,22 €	1.223.136,67 €
Acreedores Comerciales	815.156,90 €	846.150,03 €	878.321,54 €	911.716,26 €
Capital Corriente	719.762,43 €	726.409,50 €	734.620,55 €	744.454,68 €
Variación del Capital Corriente (1)	5.138,43 €	6.647,07 €	8.211,05 €	9.834,13 €
Efectivo Neto Generado Por Actividades de Inversión	-133.173,04 €	-138.809,99 €	-144.685,55 €	-150.809,80 €
CAPEX Neto (2)	45.241,64 €	42.769,53 €	40.114,95 €	37.268,82 €

Fuente: *Elaboración Propia*

Daremos paso al cálculo del valor terminal para cada método de descuento de flujos:

Tabla 20: Valor Terminal en cada Método

Concepto	2020	2021	2022	2023	Valor Terminal
FCLA (-1+2+3+5)	140.445,53 €	155.169,32 €	170.573,66 €	186.690,49 €	191.357,76 €
Factor de Descuento	0,889392027	0,791018178	0,703525261	0,625709759	6,297174345
Valor Actual del FCLA	124.911,14 €	122.741,75 €	120.002,88 €	116.814,06 €	1.205.013,15 €
FCLE (-1+2+4)	194.880,96 €	208.412,41 €	222.650,53 €	237.626,68 €	243.567,35 €
Factor de Descuento	0,918485053	0,843614792	0,774847577	0,711685918	11,16381531
Valor Actual del FCLE	178.995,25 €	175.819,79 €	172.520,22 €	169.115,56 €	2.719.140,91 €

Fuente: *Elaboración Propia*

Ahora obtendremos el valor de la acción por FCFF y FCFE:

Tabla 21: Valor de Acerinox por FCFF y FCFE

	Valor del Activo	Valor del Pasivo	Valor del Patrimonio Neto	Valor de Cada Acción
Valor de Acerinox por FCLA	-----	-----	1.689.482,99 €	6,24 €
Valor de Acerinox por FCLE	3.415.591,75 €	1.371.568,00 €	2.044.023,75 €	7,56 €

Fuente: *Elaboración Propia*

El número de acciones que Acerinox tenía a 31/12/2019 fueron **270.546.193** y tras dividir los valores del Patrimonio Neto en ambos métodos, obtenemos el precio de cada acción.

La acción de Acerinox cotizaba en Bolsa a 31/12/2019 por valor de **10,045€**, se puede observar que las diferencias con los valores obtenidos son altas, por tanto, podemos afirmar que la acción **está sobrevalorada**, además de que personalmente y basándome en los datos obtenidos en el estudio **recomendaría vender**.

5. Conclusiones Finales del Análisis

Para terminar con el análisis y el estudio de la información relevante se pueden sacar las siguientes conclusiones:

- Acerinox es una empresa ya consolidada en los 5 continentes con muchos años de experiencia, además de tener una voluntad de expansión constante, viéndose este hecho de nuevo en el 2019 con la compra de VDM-Metals.
- El **análisis económico-financiero**, nos ha hecho ver como la empresa ha tenido problemas serios en los resultados debido al deterioro del Fondo de Comercio y de algunos Inmovilizados, llegando a tener algo más de 60.000€ de pérdidas. De igual forma, se ha de decir que el año 2019, ha sido un año atípico y de no haber sido por los deterioros, la empresa habría seguido los pasos de años anteriores.
- Por medio del **índice de DuPont** se puede observar de nuevo el impacto del deterioro en el Margen Neto, el cual ha sido negativo.
- En relación al **cálculo del valor de la acción**, se aconseja **vender** pues la acción se encuentra **sobrevalorada**.

Bibliografía

Acerinox S.A. (2019). *Informes Anuales*. Consultar en: <https://www.acerinox.com/opencms901/export/sites/acerinox/.content/galerias/galerias-descargas/junta-general/Informe-Anual-2018.pdf>

CESCE (2019). *Informe sectorial de la economía española*.

https://issuu.com/cesce.es/docs/informe_sectorial_cesce_2019

CRU Consulting (2018 - 2019). Níquel. *Caracterización y Análisis del Mercado Internacional de Minerales en el Corto, Mediano, y Largo Plazo con Vigencia al Año 2035*.

Consultar en: http://www1.upme.gov.co/simco/Cifras-Sectoriales/Datos/mercado-inter/Producto2_Niquel_FINAL_12DIC2018.pdf

CRU Consulting (2018 - 2019). Cromo. *Caracterización y Análisis del Mercado Internacional de Minerales en el Corto, Mediano, y Largo Plazo con Vigencia al Año 2035*.

Consultar en: http://www1.upme.gov.co/simco/Cifras-Sectoriales/Datos/mercado-inter/Producto4_Cromo_final_v2.pdf

CRU Consulting (2018 - 2019). Molibdeno. *Caracterización y Análisis del Mercado Internacional de Minerales en el Corto, Mediano, y Largo Plazo con Vigencia al Año 2035*.

Consultar en: http://www1.upme.gov.co/simco/Cifras-Sectoriales/Datos/mercado-inter/Producto3_Molibdeno_FINAL_11Dic2018.pdf

Damodaran A. (2019). *Betas by Sector*. Consultar en: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Fernández P. (2019). *Métodos de Valoración de Empresas*. Consultar en: <http://ssrn.com/abstract=1267987>

Fernández P. (2019). *Descuentos de Flujos: lo Fundamental y las Complicaciones Innecesarias*. Consultar en: <http://ssrn.com/abstract=2089397>

Fernández P. Martínez M. Fernández I. (2019). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey*, IESE Business School. Consultar en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901

Fernández Pérez P. (2016). *Los Triunfos del Acero Inoxidable en España: Los Orígenes Históricos de Acerinox (1970 – 1991)*. Consultar en: <http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/104922/1/665282.pdf>

Rankia (2019). *Sistema Dupont para el análisis de la rentabilidad*. Consultar en: <https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/3926169-sistema-dupont-para-analisis-rentabilidad>

Webgrafía

Acerinox S.A. (2019). *Quienes Somos*. Consultar en: <https://www.acerinox.com/es/grupo-acerinox/quienes-somos/>

Acerinox S.A. (2019). *Acerinox Adquiere el 100% de VDM Metals tras Alcanzar un Acuerdo de Compra con Lindsay Goldberg Vogel*. Consultar en: <https://www.acerinox.com/es/noticias/noticia/Acerinox-adquiere-el-100-de-VDM-Metals-tras-alcanzar-un-acuerdo-de-compra-con-Lindsay-Goldberg-Vogel/>

CERE (2020). *Claves Para Hacer un Buen DAFO o FODA*. Consultar en: <https://www.cerem.es/blog/claves-para-hacer-un-buen-dafo-o-foda>

El Economista (2020). *Acerinox Compra la Alemana VDM-Metals por 532 Millones*. Consultar en: <https://www.eleconomista.es/industria/noticias/10423655/03/20/Acerinox-compra-la-alemana-VDM-Metals-por-532-millones.html#:~:text=Acerinox%20acaba%20de%20cerrar%20la,participación%20en%20dos%20sociedades%20adicionales>.

MIPSA (2018). *Marco Teórico. ¿Qué es el Acero Inoxidable?* Consultar en: <https://www.mipsa.com.mx/dotnetnuke/Sabias-que/Que-es-acero-inoxidable#:~:text=El%20acero%20inoxidable%20es%20una,alta%20resistencia%20a%20la%20corrosión>.

Tematicas.org (2020). *Precios Internacionales*. Consultar en: <https://tematicas.org/indicadores-economicos/economia-internacional/precios/>