

Medidas de liquidez y ajustes de costes

ArcelorMittal

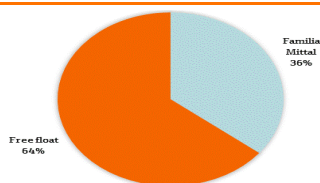
9,0 €

Recomendación: Neutral
Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.990 M/acc.
Último 8,15 €/acc.
Nº Acciones: 1.103 M acc.
Max / Min (52 sem): 16,674 /6,443 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: MT.AS / MTS SM

Accionariado



Ppales cifras y ratios

M\$	2018r.	2019r.	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	76.033	70.615	54.632	60.805	-7,2%
EBITDA	10.265	5.195	3.208	5.292	0,9%
Mg EBITDA	13,5%	7,4%	5,9%	8,7%	
BNA	5.149	-2.454	-2.298	1.122	-
BPA \$/acc.	5,04	-2,42	-2,26	1,10	
DPA \$/acc.	0,20	0,00	0,00	0,30	
Rentab. Div	2,3%	0,0%	0,0%	3,4%	
DFN	10.196	9.345	9.333	7.970	
DFN/EBITDA	1,0x	1,8x	2,9x	1,5x	
EV/EBITDA	2,7x	4,9x	7,9x	4,5x	
PER	1,9 x	-	-	8,8 x	

Ratios sobre última cotización

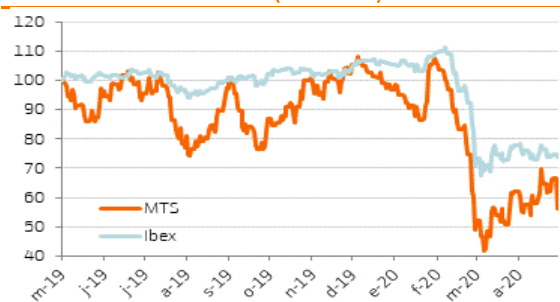
(1)TAMI: Tasa anual media de incremento 2019/21.

Evolución Trimestral

MT, M\$	1T'19 r	1T'20 r	Var. a/a (%)	1T20Est. Consen.*
Envíos acero	21.826	19.481	-10,7%	-
Ingresos	19.188	14.844	-22,6%	15.583
EBITDA	1.652	967	-41,5%	891
BNA	414	-1.120	-	-229
DFN	11.159	9.499	-14,9%	-

* Consenso Bloomberg

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV, Compañía y Análisis Bankinter

Recomendación **Neutral** (P. Obj: 9,0 €/acc.). ArcelorMittal está actuando con rapidez en **medidas para ajustar producción y liquidez**. Los objetivos son **ajustar costes fijos**, limitando las salidas de caja (para el 2T20 estiman un descenso entre el 25%-30% en los costes fijos) **y fomentar la liquidez**. En este sentido, **ayer sorprendería con una ampliación de capital acelerada por 750M\$ (a 9,27\$/acc. o 8,57 €/acc.) y la emisión de 1.250M\$ en bonos convertibles a 3 años**.

El brusco cambio de entorno generado por el Covid-19 y el recorte de producción anunciado, nos ha conducido a **revisar el EBITDA 2020E y 2021E en un -46% y -21% respectivamente**. Además, las recientes emisiones, aunque mejoran el ratio de DFN/EBITDA esperado a 2,90x 2020E (en 25pb), **tendrán un impacto dilutivo en BPA del 7% en 2021E (y ~9,5-11% adicional tras la conversión)**. Valoramos positivamente la gestión de la producción y contención de las salidas de caja, pero la baja visibilidad sobre la **evolución del circulante y la velocidad de la recuperación**, hacen que su perfil de riesgo sea elevado.

Emisión de acciones y bonos convertibles por 2.000M\$: Arcelor Mittal realizó ayer una **emisión de acciones por 750M\$ (a 8,57€/acc.) y bonos convertibles por 1.250M**, con objeto de favorecer **la liquidez en un entorno incierto**. La posición de liquidez al cierre del 1T20 ascendía a 9.800M más una línea de crédito de 3.000M\$ a medidos de abril. Los recursos de esta operación reducirán los compromisos de esta línea.

Los bonos convertibles tienen un vencimiento a 3 años (a menos que sean convertidos anticipadamente por los tenedores) con cupón del 5,50%. El precio de conversión estará entre el de colocación (9,27\$/acc.) y un 117,5% sobre éste (10,89\$/acc.). La familia Mittal acudió con 100M\$ a la emisión de bonos y 200M\$ a la ampliación (participación actual del 36% y un *lock up* de 180 días).

Las emisiones permitirán una **mejora del ratio de DFN/EBITDA** estimado para 2020E, de +25pb a 2,90x, **pero tienen un impacto dilutivo del 7% sobre el BPA 2021E** y tendrá entre 9,5%-11% adicional tras la conversión.

Ajuste de las necesidades de caja para el 2020. La compañía ya había **reducido sus necesidades de caja para el 2020E en -1.000M\$**, hasta 3.500M\$, fundamentalmente por Capex (hasta 2.400M\$, en -800M\$) y menores costes (pensiones, impuestos y otros) en -200M\$. Además, **eliminó el dividendo**.

Resultados 1T20 mostraron un ligero incremento de la deuda neta. La semana pasada presentaba las cifras del 1T20, que vs consenso de Bloomberg mostraban Ingresos de 14.844M\$ (-22,6% a/a) vs 15.583M\$ estimado; **EBITDA 967M\$ (-41,5% a/a) vs. 890,6M\$ est.**; BNA -1.120M\$ vs -228,9 est. La deuda financiera neta ascendió a 9.499M\$ vs 9.345M\$ dic-19 (+1,6% en el trimestre) y situó la DFN/EBITDA-12M en 2,1x (vs1,8x dic.-19).

Guías: EBITDA 2T20 entre 400-600M\$. Las perspectivas de la compañía para 2T20 apuntan a un rango EBITDA entre 400-600M\$. Este objetivo se apoya en **el ajuste de la producción, para tratar de adecuarla a la reducción de la demanda** (evitando la acumulación de inventarios) **y el intento de ajustar costes fijos** (esperan una reducción de costes fijos entre el 25% y 30% para el 2T20 vs 1T20).

Revisión de estimaciones y valoración. P. Obj: 9€/acc. Neutral Revisamos nuestras estimaciones para reflejar **el brusco cambio de expectativas sectoriales** (con descenso de demanda y producción) **y de evolución de deuda** (que antes se esperaba alcanzase 7.000M\$ este año y ahora a medio plazo) nos lleva a **revisar Ventas 2020E y 2021E en -20% y -12% respectivamente y el EBITDA en -46% y -21% respectivamente**. La falta de visibilidad sobre la **evolución del circulante**, hasta ahora controlado, **y sobre la velocidad de la recuperación**, hacen que su **perfil de riesgo sea elevado** a pesar del descenso del 48% del valor en 2020. Nuestro escenario central recoge un incremento del WACC al 10,4% (desde 9,4%), lo que nos lleva a un **P. Obj. de 9€/acc** (desde el último, en revisión, de 18,80€/acc.). **Recomendación Neutral**.

Todos nuestros informes disponibles en <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Nota Compañía

12/05/2020 20:04

Cifras en millones de USD

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Ingresos	63.578	56.791	68.679	76.033	70.615	54.632	60.805	63.554	63.953	-2,0%
Costes	-58.347	-50.536	-60.271	-65.768	-65.420	-51.425	-55.514	-56.963	-57.042	
EBITDA	5.231	6.255	8.408	10.265	5.195	3.208	5.292	6.591	6.912	-7,6%
<i>Margen Ebitda</i>	8,2%	11,0%	12,2%	13,5%	7,4%	5,9%	8,7%	10,4%	10,8%	
EBIT	-4.161	4.161	5.435	6.538	-627	-341	2.632	3.931	3.662	-10,9%
<i>Margen Ebit</i>	-6,5%	7,3%	7,9%	8,6%	-0,9%	-0,6%	4,3%	6,2%	5,7%	
BAI	-7.521	2.720	5.008	4.981	-1.932	-1.882	1.406	2.739	2.486	-13,0%
BNA	-7.946	1.779	4.569	5.149	-2.454	-2.298	1.122	2.092	1.907	-18,0%
BPA	-10,29	1,86	4,46	5,04	-2,42	-2,26	1,10	2,06	1,87	-18,0%

Balance (M\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Caja	4.102	2.615	2.786	2.354	4.995	6.047	7.240	8.355	8.434	29,1%
Clientes	2.679	2.974	3.863	4.432	3.569	3.333	3.344	3.178	3.390	-5,2%
Inventarios	13.424	14.734	17.986	20.744	17.296	16.646	15.566	15.961	16.425	-4,6%
Otros act. Corr.	2.121	1.924	2.110	4.945	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	
Inmovilizado	35.780	34.831	36.971	35.638	36.231	34.082	34.222	34.362	34.362	-0,7%
Otros	18.741	18.064	21.581	23.135	23.061	23.200	23.346	23.495	23.644	0,4%
Total Activo	76.846	75.142	85.297	91.247	87.907	86.063	86.472	88.105	89.010	-0,5%
Proveedores	10.416	11.633	13.428	13.981	12.614	11.404	11.230	11.514	11.642	-3,6%
Otros Pas. Corr.	5.317	4.597	5.197	6.307	5.804	5.804	5.804	5.804	5.804	
Deuda Financ.	19.786	13.674	12.928	12.483	14.340	15.380	15.210	15.040	14.909	3,6%
Otros	13.757	12.913	12.889	14.370	14.667	14.667	14.667	14.667	14.667	
Patrimonio	27.570	32.325	40.855	44.108	40.483	38.810	39.563	41.080	41.990	-1,0%
Total Pasivo	76.846	75.142	85.297	91.247	87.907	86.063	86.472	88.105	89.010	-0,5%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor R
+EBIT	-341	2.632	3.931	3.662	3.253	<p>Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas</p>
- Impuestos s/ B° Operativo	68	-526	-786	-732	-651	
+NOPAT	-273	2.105	3.145	2.929	2.602	
+Amortizaciones	3.000	2.660	2.660	3.250	3.250	
- Inversión en circulante	-325	895	57	-549	3	
- Inversión en activo fijo	-2.400	-2.800	-2.800	-3.250	-3.250	
Flujo de Caja Libre	3	2.861	3.061	2.380	2.605	27.064
EV	26.843 M\$					WACC 10,4% g 0,70%
-DFN	-9.333 M\$					
- Minoritarios, compr. Pensiones y otros	-13.350 M\$					
+ Asociadas	6.668 M\$					
EqV	10.829 M\$					PER'21e implícito
Precio objetivo (x Acc.)⁽¹⁾	8,98 €/acción					EV/EBITDA'21 implícito
(1) tipo de cambio aplicado, promedio 3M						9,7 x
						5,1 x

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

P° Objetivo	Tasa de crecimiento sostenido	Tasa de crecimiento sostenido								
		-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,70%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%
Coste	8,4%	12,6	13,1	13,6	14,1	14,7	15,3	15,9	16,5	17,2
medio	8,9%	11,2	11,6	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,6	15,2
de los	9,4%	9,9	10,3	10,7	11,1	11,5	11,9	12,4	12,9	13,4
Recursos	9,9%	8,8	9,1	9,4	9,8	10,2	10,6	11,0	11,4	11,9
(WACC)	10,4%	7,7	8,0	8,3	8,6	9,0	9,3	9,7	10,1	10,5
	10,9%	6,8	7,0	7,3	7,6	7,9	8,2	8,5	8,9	9,2
	11,4%	5,9	6,2	6,4	6,7	6,9	7,2	7,5	7,8	8,1
	11,9%	5,1	5,3	5,6	5,8	6,1	6,3	6,6	6,8	7,1
	12,4%	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7	5,9	6,2

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisi>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable