

2T19 marcado por presión en márgenes y ajustes. Medidas para priorizar la generación de caja.

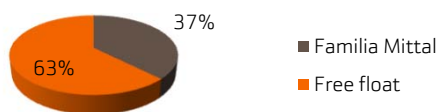
ArcelorMittal

Precio Objetivo: 14,15 €
Recomendación: Neutral
Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 13.244 M/acc.
Último: 12,96 €/acc.
Nº Acciones: 1.022 M acc.
Max / Min (52 sem): 27,705 / 12,40 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: MT.AS / MTS SM

Accionariado



Ppales cifras y ratios

M\$	2017r.	2018r.	2019e.	2020e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	68.679	76.033	73.752	72.731	-2,2%
EBITDA	8.408	10.265	6.088	7.214	-16,2%
Mg EBITDA	12,2%	13,5%	8,3%	9,9%	
BNA	4.569	5.149	376	2.411	-
BPA \$/acc.	4,46	5,04	0,37	2,37	
DPA \$/acc.	0,00	0,20	0,20	0,50	
Rentab. Div	0,0%	1,4%	1,4%	3,4%	
DFN	10.142	10.196	9.737	8.728	
DFN/EBITDA	1,2x	1,0x	1,6x	1,2x	
EV/EBITDA	3,7x	3,2x	5,3x	4,3x	
PER	3,3 x	2,9 x	39,5 x	6,2 x	

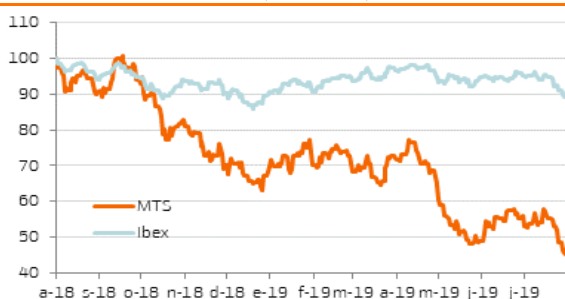
Ratios sobre última cotización

(1)TAMI: Tasa anual media de incremento 2017/20.

Evolución Trimestral

MT, M\$	2T'18 r	3T'18 r	4T'18 r	1T'19 r	2T'19 r
Envíos acerr	21.731	20.538	20.236	21.826	22.773
Ingresos	19.998	18.522	18.327	19.188	19.279
EBITDA	3.073	2.729	1.951	1.652	1.555
BNA	1.865	899	1.193	414	-447
DFN	10.478	10.516	10.196	11.159	10.174

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

Los resultados del 2T19 fueron más débiles de lo esperado. Sin embargo, la gestión de las variables internas de la compañía (con medidas de control del circulante, reducción de capex, los ajustes temporales de producción, etc) deben permitir la generación de caja en un entorno tan complicado en márgenes como el de 2019. Estimamos que la DFN se reduzca un -4,5% este año, aunque el ratio de DFN/EBITDA pase a 1,6x desde 1x (y retorne a niveles de 1,2x en 2020E). El reciente repunte del P. del futuro del acero y el descenso del precio del mineral de hierro debería ayudar a estabilizar los márgenes a medio plazo. Hemos revisado nuestras estimaciones a la baja, para reflejar los menores márgenes en EE.UU. y Europa, así como menores expectativas de demanda. También, aumentamos la prima de riesgo ante el incremento de las incertidumbres, especialmente la tensión de la guerra comercial. La valoración apunta a 14,15€/acc. (desde 18,52€/acc. ant.), lo que supondría 4,6x EV/EBITDA 2020E. El potencial desde los niveles actuales es limitado (especialmente en un valor de elevada volatilidad), por lo que mantenemos la recomendación Neutral y seguiríamos siendo cautos.

Resultados 2T19: sigue la presión en márgenes y ajustes de valor (impairments). Ventas +0,5% vs 1T19, gracias a volúmenes +4,3, frente precios -3,9% t/t. El EBITDA en 1.555M\$ bajó un 5,9% t/t, con un margen EBITDA del 8,1% (vs 8,6%), ente el descenso en Europa y sobre todo en EE.UU. parcialmente compensados por **mejora en Minería y la zona ACIS**. El resultado neto fue -447M\$ en el 2T19, tras el **ajuste de valor por 947M\$** (347M\$ por ventas en Italia y 600M\$ en EE.UU.).

Nuevas medidas, mismo objetivo: priorizar la generación de caja. La Deuda Financiera Neta se redujo a 10.174M\$ (-985M\$ en el 2T19), gracias a la reducción del circulante. El **desapalancamiento sigue siendo su prioridad** (con el objetivo a medio plazo de alcanzar 7.000M\$) y para ello: (i) **ha revisado a la baja sus necesidades de caja** para el 2019: -0,5M\$ en capex (a 3.800 M\$) y -0,5M\$ en otros (a 1.000M\$); (ii) **mantiene las expectativas de reducción de circulante** (-1,2M\$ en el 2S19e); y (iii) **identificado oportunidades de venta de activos** por unos 2.000M\$ para los **próximos 2 años**.

Menores perspectivas de demanda: AM ha revisado a la baja las expectativas de Demanda Aparente de Acero hasta +0,5% / +1,5% (desde +1% / +1,5% anterior). Por áreas geográficas, vuelve a revisar a la baja Europa a -2% / -1% (desde -1% / 0% anterior), Brasil a +1,5% / +2,5% (desde +3% / +4% ant.) y en EE.UU. a 0% / 1% (desde +0,5% / +1,5%), mientras que CIS se mantiene +1% / +2%.

Nuestras estimaciones: Estimamos un -3% en Ventas 2019, ya que las incorporaciones de Italia y Brasil deben compensar parcialmente los recortes de producción temporales en varias plantas europeas, anunciados en mayo (supondrán -4,2MTn anualizadas en el 2S19). Revisamos a la baja nuestra expectativa de margen EBITDA al 8,3% (similar al 1S19 y vs 13,5% en 2018). Los futuros del precio del acero han comenzado a repuntar y recortar el del Mineral de Hierro, lo que debería contribuir a estabilizar los márgenes, si bien es probable que no se traslade a P&G hasta el 4T19.

Aumentaron incertidumbres, pero buena gestión de las variables internas: Los factores de riesgo han aumentado recientemente, **especialmente el tensionamiento de la situación comercial entre EE.UU. y China**.

En Italia, AM firmó el acuerdo de alquiler y posterior compra de la planta de Ilva, con un máximo de 1.800M€ (que entró en vigor en nov-18 y esperaba alcanzar a medio plazo 6Mtn/año). En el momento del acuerdo contaba con protección legal sobre los aspectos medioambientales, mientras AM está llevando a cabo un programa de inversiones medioambientales por 1.150M\$ (aprobado por el Gobierno en sept17). Tras la aprobación de un reciente decreto esta protección podría llegar a retirarse en septiembre, lo que impediría operar la planta. ArcelorMittal se encuentra en conversaciones para mantener la protección medioambiental.

Todos nuestros informes disponibles e <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

08/08/2019 18:28

Cifras en millones de USD

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PuG (M\$)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Ingresos	63.578	56.791	68.679	76.033	73.752	72.731	74.495	73.791	73.622	-0,6%
Costes	-58.347	-50.536	-60.271	-65.768	-67.664	-65.517	-66.766	-66.027	-65.940	
EBITDA	5.231	6.255	8.408	10.265	6.088	7.214	7.728	7.764	7.682	-5,6%
<i>Margen Ebitda</i>	8,2%	11,0%	12,2%	13,5%	8,3%	9,9%	10,4%	10,5%	10,4%	
EBIT	-4.161	4.161	5.435	6.538	1.891	4.214	4.841	4.839	4.432	-7,5%
<i>Margen Ebit</i>	-6,5%	7,3%	7,9%	8,6%	2,6%	5,8%	6,5%	6,6%	6,0%	
BAI	-7.521	2.720	5.008	4.981	716	3.126	3.808	3.841	3.454	-7,1%
BNA	-7.946	1.779	4.569	5.149	376	2.411	2.898	2.926	2.655	-12,4%
BPA	-10,29	1,86	4,46	5,04	0,37	2,37	2,85	2,87	2,61	-12,4%

Balance (M\$)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Caja	4.102	2.615	2.786	2.354	2.526	3.325	3.405	4.051	4.956	16,1%
Clientes	2.679	2.974	3.863	4.432	4.299	4.239	4.342	4.301	4.291	-0,6%
Inventarios	13.424	14.734	17.986	20.744	21.590	20.539	21.485	21.912	22.311	1,5%
Otros act. Corr.	2.121	1.924	2.110	4.945	4.448	4.448	4.448	4.448	4.448	
Inmovilizado	35.780	34.831	36.971	35.638	35.738	36.738	37.351	37.676	37.676	1,1%
Otros	18.741	18.064	21.581	23.135	23.865	24.229	24.610	25.001	25.392	1,9%
Total Activo	76.846	75.142	85.297	91.247	92.466	93.517	95.640	97.389	99.073	1,7%
Proveedores	10.416	11.633	13.428	13.981	15.272	14.529	14.771	14.608	14.652	0,9%
Otros Pas. Corr.	5.317	4.597	5.197	6.307	6.307	6.307	6.307	6.307	6.307	
Deuda Financ.	19.786	13.674	12.928	12.483	12.263	12.053	11.883	11.713	11.582	-1,5%
Otros	13.757	12.913	12.889	14.370	14.370	14.370	14.370	14.370	14.370	
Patrimonio	27.570	32.325	40.855	44.108	44.255	46.259	48.310	50.392	52.164	3,4%
Total Pasivo	76.846	75.142	85.297	91.248	92.466	93.517	95.640	97.389	99.074	1,7%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor R
+EBIT	4.214	4.841	4.839	4.432	3.943	
- Impuestos s/ Bº Operativo	-843	-968	-968	-886	-789	
+NOPAT	3.371	3.873	3.872	3.545	3.154	
+Amortizaciones	3.000	2.888	2.925	3.250	3.250	
- Inversión en circulante	367	-807	-549	-345	-33	
- Inversión en activo fijo	-4.000	-3.500	-3.250	-3.250	-3.250	
Flujo de Caja Libre	2.738	2.453	2.997	3.200	3.121	32.196
EV	33.504 M\$					WACC 10,5%
-DFN	-9.737 M\$					g 0,70%
- Minoritarios, compr. Pensiones y otro:	-13.168 M\$					
+ Asociadas	5.636 M\$					
EqV	16.236 M\$					
Precio objetivo (x Acc.)⁽¹⁾	14,15 €/acción			PER'20e implícito	EV/EBITDA'20 implícito	
				6,7 x	4,6 x	

Método de Valoración:
establecemos el Precio Objetivo
en función del descuento del
flujo de caja libre, bajo las

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

Pº Objetivo		Tasa de crecimiento sostenido								
		-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,70%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%
Coste	8,5%	18,6	19,2	19,8	20,5	21,2	21,9	22,7	23,5	24,3
medio	9,0%	16,9	17,4	17,9	18,5	19,1	19,7	20,4	21,1	21,8
de los	9,5%	15,3	15,7	16,2	16,7	17,3	17,8	18,4	19,0	19,6
Recursos	10,0%	13,9	14,3	14,7	15,2	15,6	16,1	16,6	17,2	17,7
(WACC)	10,5%	12,6	13,0	13,3	13,7	14,2	14,6	15,0	15,5	16,0
	11,0%	11,4	11,8	12,1	12,5	12,8	13,2	13,6	14,0	14,5
	11,5%	10,4	10,7	11,0	11,3	11,6	12,0	12,3	12,7	13,1
	12,0%	9,4	9,7	9,9	10,2	10,5	10,8	11,2	11,5	11,8
	12,5%	8,5	8,7	9,0	9,2	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7

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

Nota Compañía

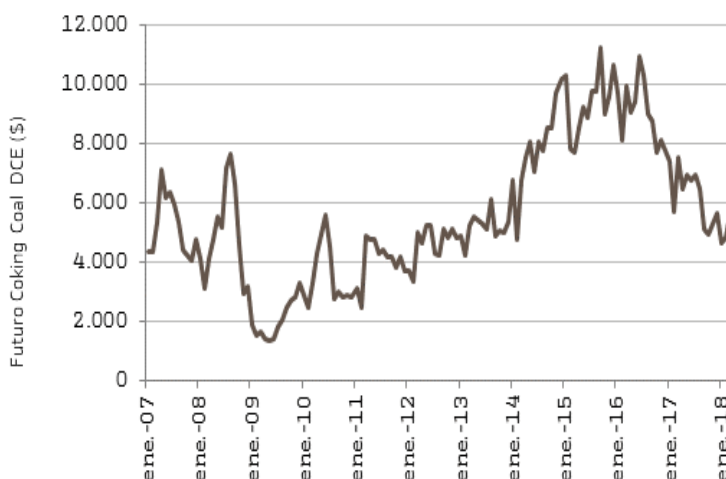
ArcelorMittal frente a sus comparables*

Compañía	Capitaliz. (M€)	EV/Venta s'19e	EV/Ventas' 20e	EV/EBITDA' 19e	EV/EBITDA' 20e	DFN/EBITDA '19e	DFN/EBITDA' A' 20e	ROE'19e	Rentab. Div.'19e
Nippol Steel	11.577	0,6 x	0,6 x	6,5 x	6,2 x	2,9 x	2,7 x	8,6%	4,0%
POSCO	14.137	0,5 x	0,5 x	4,0 x	3,8 x	1,2 x	1,1 x	3,2%	4,8%
TATA STEEL	5.434	0,9 x	0,9 x	5,3 x	5,2 x	3,7 x	3,6 x	10,6%	2,9%
NUCOR CORP	13.691	0,8 x	0,8 x	6,4 x	6,9 x	1,0 x	1,0 x	22,4%	3,2%
US STEEL CORP	1.833	0,3 x	0,3 x	4,5 x	4,3 x	2,2 x	3,0 x	25,4%	1,6%
THYSSENKRUPP	6.543	0,3 x	0,3 x	6,9 x	5,2 x	2,1 x	1,9 x	-10,2%	1,5%
VOESTALPINE	3.871	0,6 x	0,6 x	5,6 x	5,1 x	2,5 x	2,2 x	4,5%	5,1%
SSAB AB-A SHARES	2.275	0,5 x	0,5 x	4,4 x	4,4 x	1,1 x	0,7 x	6,4%	5,7%
BAOSHAN IRON & STEEL	17.069	0,6 x	0,6 x	4,5 x	4,3 x	0,9 x	0,6 x	11,1%	5,6%
MEDIA SECTOR		0,6 x	0,6 x	5,3 x	5,0 x	1,9 x	1,9 x	9,1%	3,8%
ArcelorMittal	12.672	0,4 x	0,4 x	5,2 x	4,2 x	1,6 x	1,2 x	0,9%	1,4%

* Datos al 7 de agosto 2019

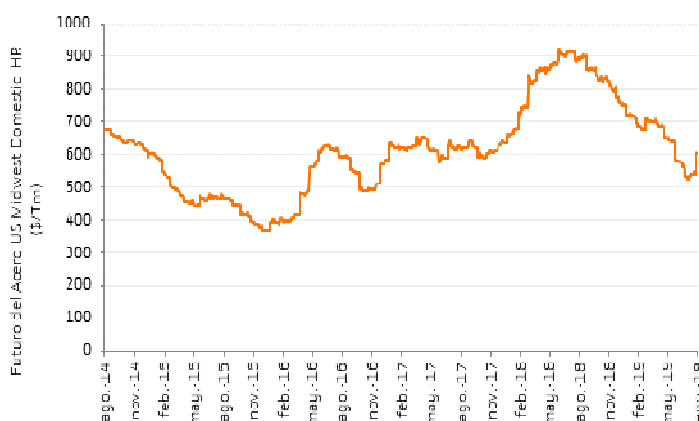
Evolución precio Fut. Min.Hierro y Carbón (\$/Tm)

Exportaciones chinas de acero (Miles Tm)



Evolución precio Futuro Acero (\$/Tm)

Desglose Envíos acero y EBITDA 2018



Segmento	Envíos acero (MilesTm)	% total	EBITDA (M\$)	%a/a
Europa	41.020	49%	3.810	7,0%
NAFTA	22.047	26%	2.471	45,1%
Brasil	11.464	14%	1.538	55,4%
ACIS	11.741	14%	1.405	36,9%
Mining	n.a.		1.278	-9,2%
Otros	-2.418		-238	
Total	83.854		10.265	22,1%

Fuentes: Bloomberg, la propia compañía y datos elaborados por Análisis Bankinter.

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 COMPAÑÍAS

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

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos
Javier Hombría - Telecom	Ana de Castro - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo
Marisa Mazo - Bancos	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Elena Fernández-Tripiella - Consumo

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