

Debilidad en el 4T18. Inflación en costes, parcialmente compensada

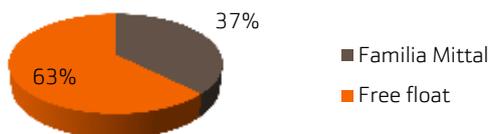
ArcelorMittal

20,33 €
Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 20.362 M/acc.
Último 19,93 €/acc.
Nº Acciones: 1.022 M acc.
Max / Min (52 sem): 30,60 /17,32 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: MT.AS / MTS SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

M\$	2017r.	2018r.	2019e.	2020e	TAMI ⁽¹⁾
Ingresos	68.679	76.033	75.063	74.234	-1,2%
EBITDA	8.408	10.265	9.002	8.860	-7,1%
Mg EBITDA	12,2%	13,5%	12,0%	11,9%	
BNA	4.569	5.149	3.899	4.052	-
BPA \$/acc.	4,46	5,04	3,83	3,98	
DPA \$/acc.	0,00	0,20	0,20	0,50	
Rentab. Div	0,0%	0,9%	0,9%	2,2%	
DFN	10.142	10.196	9.210	7.407	
DFN/EBITDA	1,2x	1,0x	1,0x	0,8x	
EV/EBITDA	4,7x	4,0x	4,4x	4,3x	
PER	5,0x	4,5x	6,0x	5,7x	

Ratios sobre última cotización

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

Evolución trimestral 2017/2018

MT, M\$	4T17 r	1T18 r	2T18 r	3T18 r	4T18 r
Envíos acer	20.996	21.349	21.731	20.538	20.236
Ingresos	17.710	19.186	19.998	18.522	18.327
EBITDA	2.141	2.512	3.073	2.729	1.951
BNA	1.039	1.192	1.865	899	1.193
DFN	10.142	11.133	10.478	10.516	10.196

Cotización ArcelorMittal vs Ibex-35



Mantenemos nuestra recomendación en Neutral y revisamos a la baja nuestra valoración a 20,33€/acc. (desde 23,39€/acc.), ante la desaceleración del ciclo económico e incremento de los costes del mineral de hierro. ArcelorMittal cuenta con factores mitigantes, fundamentalmente: la integración vertical parcial de sus actividades (presencia en minería), la diversificación geográfica y una estructura de balance saneada (1x DF/EBITDA dic18). Revisamos a la baja de nuestras estimaciones (EBITDA -8,1% para 2019 E y -3,6% 2020E) lo que supondría márgenes de 12% y 11,9% en 2019E y 2020E. Podríamos revisar al alza la valoración en caso de un desenlace constructivo de las relaciones comerciales entre EE.UU. y China, actualmente en negociación, que mejore las expectativas para el sector. En este sentido, una reducción de la prima de riesgo de 50pb elevaría la valoración en 2,10€/acc, hasta 22,40€/acc. (ver tabla sensibilidad).

Resultados del año 2018, el mayor EBITDA desde 2011 (10.265M\$ +22% a/a), pero debilidad e inflación de costes en el 4T18. Los principales datos del 4T18 mostraron: Ingresos 18.327M€ (+3,5%) vs 18.099M€ estimado (Bloomberg); EBITDA 1.951M€ (-8,9%) vs 2.010M€ estimado. El margen EBITDA del conjunto del año ascendió al 13,5%, sin embargo se observa la inflación de costes en un descenso del margen EBITDA del 4T18 del 10,6%, frente al 12,1% del mismo trimestre el año anterior y del 14,7% del 3T18.

La deuda neta a final de año se mantuvo bastante estable respecto a dic-17 (10.200M\$ en dic-18 vs 10.100M\$ dic-17 y nuestra estimación de 9.790M\$). La falta de reducción en términos absolutos se explica por la mayor inversión en circulante frente a la esperada (a 4.400M\$ vs *guidance* entre 3.000-3.500M\$). En cualquier caso, el nivel de apalancamiento se redujo a 1x DFN/EBITDA, frente a 1,2x del dic 2017 (en 2018 recuperaba el *Investment Grade* por tres agencias de calificación). La compañía mantiene su objetivo de reducir la deuda neta por debajo de 6.000M\$. Por el momento, ha propuesto un incremento del dividendo a 0,20\$/acc.

Perspectivas de ArcelorMittal para 2019: (1) Incremento del consumo aparente de acero entre +0,5% / +1% en el año (vs +2,8% en 2018, el principal descenso se debe a China, -0,5% / -1,5% esperado vs +3,5% en 2018). El ligero incremento en la demanda junto a la ausencia de las interrupciones operativas, como las ocurridas en 2018 (p.e. en la zona ACIS), permitiría un incremento de los envíos en el año. (2) Esperan unas necesidades de caja (ex circulante) superiores 6.400M\$ vs 5.000M\$ en 2018; mientras que esperan que se reduzcan las necesidades de circulante respecto al incremento imprevisto en 2018 (unos 1.000M\$). (3) Estratégicamente, pendientes de la autorización final para la compra de ESIL-India (impacto en balance limitado, ya que se realiza en JV con Nippon Steel).

Entorno sectorial: en los últimos meses la tendencia de los precios del acero se ha mantenido a la baja (futuro -14,3% en 4T18 y -5% en el año), mientras que se ha producido un incremento del coste de las materias primas, fundamentalmente mineral de hierro (futuro en \$+15% desde comienzos de año, en parte influido por la parada de producción de una mina de la brasileña Vale, tras el accidente en el Estado de Minas Gerais). El impacto de este efecto negativo en precios y costes se verá más a partir del próximo trimestre, aunque cabe recordar que la actividad de minería de Arcelor le permite estar parcialmente integrado en la producción de mineral de hierro.

Revisión de estimaciones: hemos revisado a la baja nuestras estimaciones, con el objeto de reflejar la evolución de precios y márgenes reciente (-8,1% en el EBITDA 2019E y alrededor del -3% para 2020E y 2021E). Esta revisión supone retrasar un año nuestra expectativa de alcanzar el nivel de deuda en torno a 6.000M\$, hacia el 2021E. Nuestra valoración, revisada a 20,33€/acc., supondría un PER objetivo de 6,1x 2019E y EV/EBITDA de 4,7x.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Cortina (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Trapiella
Juan Tuesta Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón. La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Descripción

ArcelorMittal es la compañía líder en la producción de acero mundial, con 97 M Tn en 2017, seguido de la China Baowu y la Japonesa Nippon Steel. El desglose del EBITDA acumulado en los primeros 9M18 muestra que el 37% proviene de Europa, el 24% de NAFTA, 15% Brasil y 15% Asia&CIS.

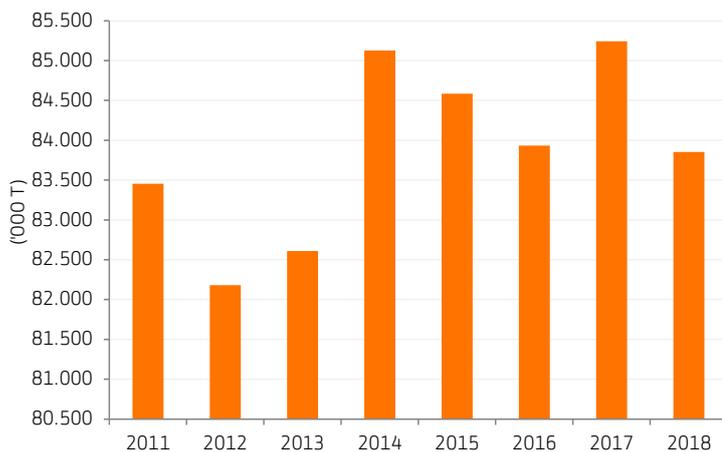
Riesgos

- Exposición al ciclo económico. Particularmente al descenso de la demanda en China (China produjo cerca del 53% de la producción mundial de acero bruto en Sep18 según Worldsteel)
- Riesgo de sobrecapacidad en el sector
- Evolución de las medidas proteccionistas sobre el acero
- Potencial presión en márgenes, derivados de incrementos de costes o repunte de los precios de las principales materias primas (como carbón de coque o mineral de hierro)

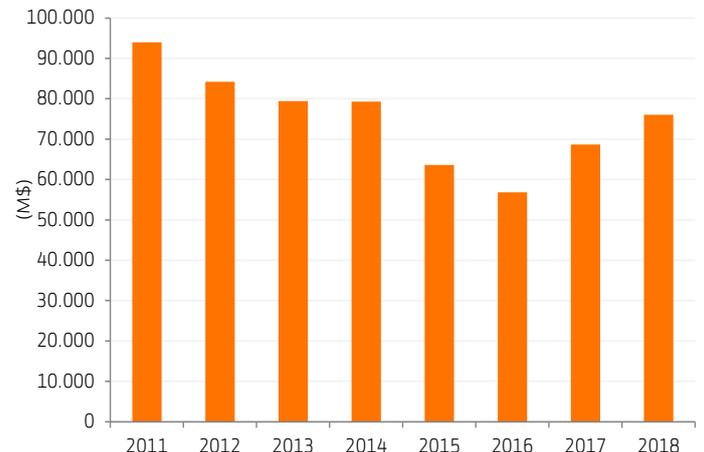
Oportunidades

- En los últimos años se han producido mejoras estructurales en el sector (p.ej. cierres en China).
- Mejora de balance (actualmente *Investment Grade* por 3 agencias de calificación) y diversificación geográfica.
- Clarificación en las relaciones comerciales EE.UU.-China.
- Medidas programa "Action 2020", orientado a mejorar la rentabilidad estructural del Grupo

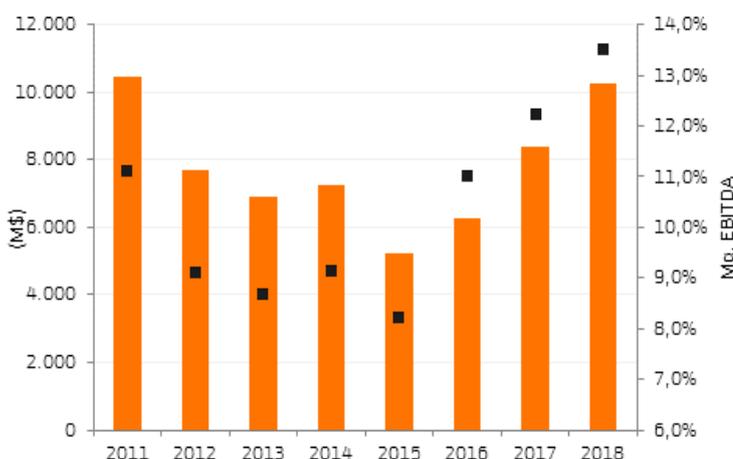
Evolución Envíos de Acero ('000 Tn)



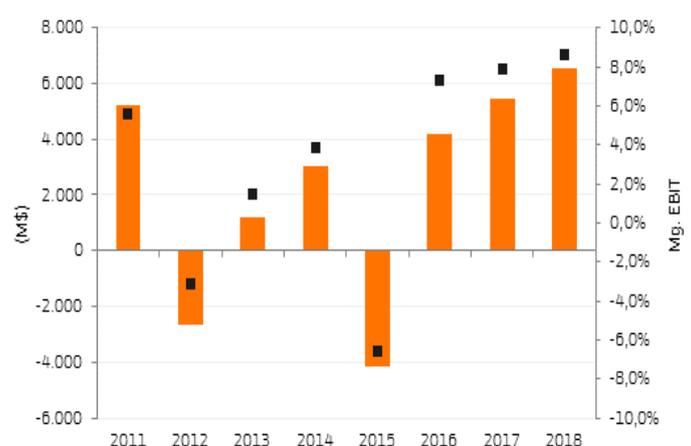
Ventas (M\$)



Evolución EBITDA (M\$) y Mg. EBITDA (%)



Evolución EBIT (M\$) y Mrg. EBIT (%)



Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Cortina (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Trapiella
 Juan Tuesta Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_lega

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón. La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M\$)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Ingresos	63.578	56.791	68.679	76.033	75.063	74.234	74.324	74.026	74.041	-0,5%
Costes	-58.347	-50.536	-60.271	-65.768	-66.060	-65.374	-66.053	-66.056	-66.076	
EBITDA	5.231	6.255	8.408	10.265	9.002	8.860	8.270	7.970	7.965	-4,9%
<i>Margen Ebitda</i>	8,2%	11,0%	12,2%	13,5%	12,0%	11,9%	11,1%	10,8%	10,8%	
EBIT	-4.161	4.161	5.435	6.538	5.992	6.060	5.383	5.045	4.965	-5,4%
<i>Margen Ebit</i>	-6,5%	7,3%	7,9%	8,6%	8,0%	8,2%	7,2%	6,8%	6,7%	
BAI	-7.521	2.720	5.008	4.981	4.865	5.045	4.459	4.176	4.137	-3,6%
BNA	-7.946	1.779	4.569	5.149	3.899	4.052	3.609	3.395	3.364	-8,2%
BPA	-10,29	1,86	4,46	5,04	3,83	3,98	3,55	3,34	3,30	-8,1%

Balance (M\$)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Caja	4.102	2.615	2.786	2.354	3.053	4.646	5.628	6.776	8.100	28,0%
Clientes	2.679	2.974	3.863	4.432	4.279	4.231	4.236	4.219	4.220	-1,0%
Inventarios	13.424	14.734	17.986	20.744	20.988	21.023	21.589	21.921	22.273	1,4%
Otros act. Corr.	2.121	1.924	2.110	4.945	4.945	4.945	4.945	4.945	4.945	
Inmovilizado	35.780	34.831	36.971	35.638	36.928	38.128	38.741	39.066	39.066	1,9%
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	94.058	97.202	99.749	101.929	103.996	2,6%
Proveedores	10.416	11.633	13.428	13.981	13.326	13.139	13.285	13.286	13.297	-1,0%
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	11.450	-1,7%
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	47.793	51.333	53.905	56.254	58.572	5,8%
Total Pasivo	76.846	75.142	85.297	91.248	94.058	97.202	99.749	101.929	103.996	2,6%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor R
+EBIT	5.992	6.060	5.383	5.045	4.965	<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	-1.198	-1.212	-1.077	-1.009	-993	
+NOPAT	4.794	4.848	4.306	4.036	3.972	
+Amortizaciones	3.010	2.800	2.888	2.925	3.000	
- Inversión en circulante	-747	-174	-425	-315	-341	
- Inversión en activo fijo	-4.300	-4.000	-3.500	-3.250	-3.000	
Flujo de Caja Libre	2.757	3.474	3.269	3.396	3.631	42.044

EV	42.015 M\$	WACC 10,3%
-DFN	-10.196 M\$	g 1,50%
- Minoritarios, compr. Pensiones y otros	-13.054 M\$	
+ Asociadas	4.906 M\$	

EqV	23.671 M\$	PER'19e implícito	EV/EBITDA'19 implícito
Precio objetivo (x Acc.)⁽¹⁾	20,33 €/acción	6,1 x	4,7 x

(1) tipo de cambio aplicado, promedio 3M

Tabla sensibilidad	Tasa de crecimiento sostenido									
	P° Objetivo	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,50%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%
Coste	8,3%	26,5	27,4	28,3	29,3	30,4	31,5	32,6	33,9	35,2
medio	8,8%	24,0	24,8	25,6	26,4	27,3	28,3	29,3	30,3	31,5
de los	9,3%	21,8	22,5	23,2	23,9	24,7	25,5	26,4	27,3	28,2
Recursos	9,8%	19,9	20,5	21,1	21,7	22,4	23,1	23,8	24,6	25,4
(WACC)	10,3%	18,1	18,6	19,2	19,7	20,3	20,9	21,6	22,3	23,0
	10,8%	16,5	17,0	17,5	18,0	18,5	19,0	19,6	20,2	20,8
	11,3%	15,1	15,5	15,9	16,4	16,9	17,3	17,8	18,4	18,9
	11,8%	13,8	14,2	14,6	15,0	15,4	15,8	16,2	16,7	17,2
	12,3%	12,6	12,9	13,3	13,6	14,0	14,4	14,8	15,2	15,7

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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Cortina (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Tрпиella
Juan Tuesta Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_lega

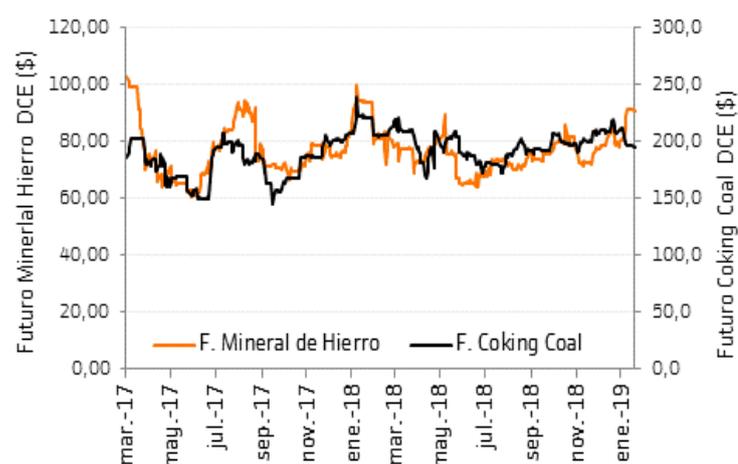
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

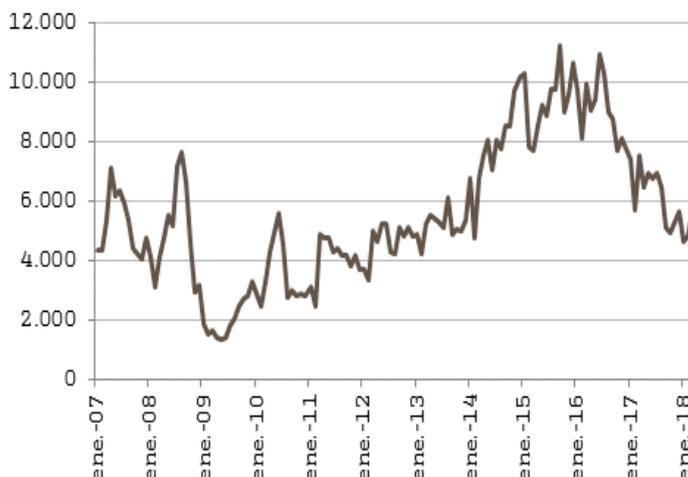
ArcelorMittal frente a sus comparables

Compañía	Capitaliz. (M€)	EV/Venta s'19e	EV/Ventas'20e	EV/EBITDA'19e	EV/EBITDA'20e	DFN/EBITDA'19e	DFN/EBITDA'20e	ROE'19e	Rentab. Div.'19e
Nippol Steel	15.559	0,7 x	0,7 x	7,2 x	7,2 x	2,7 x	2,8 x	8,6%	3,9%
POSCO	18.368	0,6 x	0,6 x	4,5 x	4,3 x	1,2 x	1,0 x	7,0%	3,6%
TATA STEEL	6.874	1,0 x	1,0 x	5,4 x	5,7 x	3,6 x	3,4 x	14,6%	2,1%
NUCOR CORP	16.902	0,9 x	0,9 x	6,5 x	7,0 x	0,6 x	0,5 x	25,4%	2,6%
US STEEL CORP	3.547	0,4 x	0,4 x	4,1 x	4,1 x	1,1 x	1,1 x	20,2%	0,9%
THYSSENKRUPP	8.522	0,4 x	0,4 x	7,4 x	6,4 x	2,1 x	1,8 x	2,3%	1,5%
VOESTALPINE	4.516	0,7 x	0,7 x	5,8 x	5,2 x	2,2 x	1,9 x	8,8%	4,8%
SSAB AB-A SHARES	2.952	0,5 x	0,5 x	4,3 x	4,5 x	0,7 x	0,3 x	6,3%	4,8%
BAOSHAN IRON & STEEL	20.884	0,7 x	0,8 x	4,6 x	5,0 x	1,0 x	0,8 x	14,2%	6,7%
MEDIA SECTOR		0,7 x	0,7 x	5,5 x	5,5 x	1,7 x	1,5 x	11,9%	3,4%
ArcelorMittal	20.362	0,5 x	0,5 x	4,4 x	4,3 x	1,0 x	0,8 x	8,5%	0,9%

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.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Cortina (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Traipiella
 Juan Tuesta Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón. La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.