

## Recuperación con bajos inventarios y expectativas de ampliación de márgenes

# ArcelorMittal

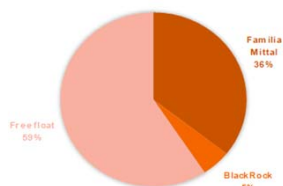
P. Obj.: 27,5 €  
 Recomendación: Comprar  
 Potencial: 11,1%  
 Analista: Aránzazu Cortina

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 27.317 M/acc.  
 Último 24,77 €/acc.  
 Evolución 2021 (%): 31,2%  
 N° Acciones: 1.103 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 25,23 / 7,50 €/acc.

Cód. Reuters / Bloomberg: MT.AS / MTS SM

### Accionariado



Mantenemos la recomendación de Comprar, P. Obj: 27,5€/acc. Revisamos al alza nuestras estimaciones y valoración ante: **(1) una recuperación de la demanda en un entorno de bajos inventarios** (la compañía estima un consumo aparente de acero +4,5% / +5,5% en 2021) y; **(2) una ampliación estimada en márgenes** hacia los máximos de 2018 (en el 1T21 los precios del futuro acero +34,1% vs +8,8% en mineral de hierro). Tras alcanzar una DFN/EBITDA de 1,5x dic-20 la compañía se ha centrado en la retribución al accionista (vía recompras de acciones y dividendo propuesto de 0,30\$/acc.).

El carácter cíclico del negocio y la volatilidad del valor, le hace recomendable solo **para los perfiles dinámicos**.

### Ppales cifras y ratios

M\$	2019r	2020r	2021e	2022e	TAMI (1)
Ingresos	70.615	53.270	63.603	61.224	7,2%
EBITDA	5.195	4.301	10.000	7.660	33,5%
Mg EBITDA	7,4%	8,1%	15,7%	12,5%	
BNA	-2.454	-733	4.985	2.836	-
BPA \$/acc.	-2,42	-0,64	4,90	2,79	-
DPA \$/acc.	0,20	0,00	0,30	0,60	-
DFN	9.345	6.380	4.580	2.030	
DFN/EBITD	1,8x	1,5x	0,5x	0,3x	
EV/EBITDA	8,7x	7,6x	3,1x	3,7x	
PER	-	-	6,9 x	12,2 x	

Ratios sobre última cotización

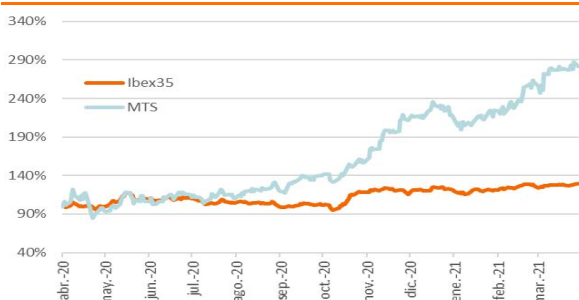
(1)TAMI: Tasa anual media de incremento 2019/21.

### Evolución Trimestral

MT, M\$	4T'19 r	4T'20r	Var. a/a (%)	4T20Est. Consen.*
Envíos acero	19.727	18.831	-4,5%	-
Ingresos	15.514	14.184	-8,6%	15.410
EBITDA	925	1.726	86,6%	1.494
BNA	-1.882	1.207	-	200
DFN	9.345	6.380	-31,7%	-

\* Consenso Bloomberg

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



**Recuperación de la demanda, en un entorno de bajos inventarios**, impulsada tanto por la evolución de la vacunación como por los nuevos estímulos fiscales (el nuevo plan de 1,9Bn\$ en EE:UU. y el esperado inicio de los Fondos NGEU en Europa). De hecho, los indicadores adelantados (PMIs Manufacturas) han continuado ampliándose en zona de expansión (tanto en Zona Euro 62,5, como EE.UU. 59,1 a marzo). La compañía estima un incremento del Consumo Aparente de acero para el 2021 entre el +4,5% y +5,5% (vs -1% de 2020); en particular entre +7,5% / +9,5% en Europa y entre +10% / +12% en EE.UU.

**Expectativas de ampliación de márgenes en próximos trimestres**, ante la evolución de los precios del acero y las materias primas (los precios en USD del futuro del acero mejoraron un +34,1% en el 1T21 vs subida del mineral de hierro se moderó al +8,8% en este mismo período, tras un comportamiento en 2020 del +70,9% y +55,3% respectivamente).

**Revisamos nuestras estimaciones** para reflejar una recuperación **más rápida de Ingresos** (hemos actualizado +7,9% en 2021, hasta +19,4% a/a) **y, sobre todo, una mejora de márgenes EBITDA al 15,7% en 2021** (vs 11,4% est. anterior y el 12,2% alcanzado en el 4T20, lo que supone un nivel en torno a los máximos de 2018), 12,5% 2022e (vs 11,9% ant.) y entre 11,8% y 10,8% para los siguientes tres ejercicios (vs un rango 11,8% y 10,3% ant.). La compañía tiene previsto presentar resultados del 1T21 el 6 de mayo, en el que estimamos un EBITDA de 2.385M\$, con un margen del 15%.

**Retorno a los accionistas, tras alcanzar su objetivo de Deuda Financiera Neta (<7.000M\$)**. La DFN cerró 2020 en 6.380M€ (1,5x EBITDA vs nuestra estimación de 1,8x). Para 2021 se ha propuesto un dividendo (0,30\$/acc.) y un programa de recompra de acciones de 570M\$. Adicionalmente, tras la venta parcial de acciones de Cleveland Cliffs en febrero, destinarán 650M\$ a recompra de acciones. Por otra parte, la compañía espera completar un programa de recorte de costes de 1.000M\$ en 2022. Tras la revisión de estimaciones y considerando las guías de capex y gastos financieros (2.800 y 300M\$ respectivamente), nuestras proyecciones para 2021 apuntan a un nuevo descenso de la DFN hasta 4.517M\$ (0,5x EBITDA).

**Reiteramos la recomendación de Comprar, .P. Obj: 27,5€/acc. (desde 20,5€/acc.)**, tras la mejor evolución de las variables financieras (reducción de deuda y pasivos financieros) y, sobre todo, ante la revisión al alza en márgenes estimados. Nuestras hipótesis se basan en un WACC del 8,2% (vs 8,5% ant.) y un crecimiento a medio plazo del 1,25%. Nuestra valoración **supone un EV/EBITDA 2022 implícito de 4,1x**, por debajo del múltiplo medio de los últimos. A pesar de las buenas perspectivas de demanda y márgenes, recordar que ArcelorMittal sigue siendo un valor cíclico (acumula una revalorización del 113% desde nov-20, +59,5% desde dic-19), recomendable solo para perfiles de inversor dinámicos.

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

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

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

## Nota Compañía

19/04/2021 17:56

Cifras en millones de USD

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PuG (M\$)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	M/19/25e
Ingresos	68.679	76.033	70.615	53.270	63.603	61.224	59.575	59.690	59.682	-2,8%
Costes	-60.271	-65.768	-65.420	-48.969	-53.603	-53.564	-52.518	-53.097	-53.231	
<b>EBITDA</b>	<b>8.408</b>	<b>10.265</b>	<b>5.195</b>	<b>4.301</b>	<b>10.000</b>	<b>7.660</b>	<b>7.057</b>	<b>6.594</b>	<b>6.451</b>	3,7%
Margen Ebitda	12,2%	13,5%	7,4%	8,1%	15,7%	12,5%	11,8%	11,0%	10,8%	
<b>EBIT</b>	<b>5.435</b>	<b>6.538</b>	<b>-627</b>	<b>2.110</b>	<b>7.480</b>	<b>4.707</b>	<b>4.157</b>	<b>3.694</b>	<b>3.551</b>	n.s.
Margen Ebit	7,9%	8,6%	-0,9%	4,0%	11,8%	7,7%	7,0%	6,2%	6,0%	
BAI	5.008	4.981	-1.932	1.088	6.264	3.535	3.087	2.644	2.515	n.s.
<b>BNA</b>	<b>4.569</b>	<b>5.149</b>	<b>-2.454</b>	<b>-733</b>	<b>4.985</b>	<b>2.836</b>	<b>2.482</b>	<b>2.132</b>	<b>2.030</b>	n.s.
BPA	4,46	5,04	-2,42	-0,64	4,90	2,79	2,44	2,09	1,99	n.s.

Balance (M\$)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	M/19/25e
Caja	2.786	2.354	4.995	5.963	7.491	9.946	11.060	11.313	11.325	14,6%
Clientes	3.863	4.432	3.569	3.072	3.816	3.061	2.979	2.985	2.984	-2,9%
Inventarios	17.986	20.744	17.296	12.328	15.005	15.105	14.792	14.944	14.972	-2,4%
Otros act. Corr.	2.110	4.945	2.755	6.610	5.510	5.510	5.510	5.510	5.510	
Inmovilizado	36.971	35.638	36.231	30.622	30.902	31.050	31.200	31.200	31.200	-2,5%
Otros	21.581	23.135	23.061	23.456	23.504	23.552	23.600	23.648	23.697	0,5%
<b>Total Activo</b>	<b>85.297</b>	<b>91.247</b>	<b>87.907</b>	<b>82.051</b>	<b>86.228</b>	<b>88.224</b>	<b>89.140</b>	<b>89.599</b>	<b>89.687</b>	<b>0,3%</b>
Proveedores	13.428	13.981	12.614	11.525	12.436	12.248	11.993	12.116	12.139	-0,6%
Otros Pas. Corr.	5.197	6.307	5.804	8.635	8.635	8.635	8.635	8.635	8.635	
Deuda Financ.	12.928	12.483	14.340	12.322	12.071	11.976	11.730	11.511	11.377	-3,8%
Otros	12.889	14.370	14.667	9.333	8.233	8.383	8.433	8.483	8.533	
Patrimonio	40.855	44.108	40.483	40.237	44.853	46.983	48.349	48.854	49.003	3,2%
<b>Total Pasivo</b>	<b>85.297</b>	<b>91.247</b>	<b>87.907</b>	<b>82.051</b>	<b>86.228</b>	<b>88.224</b>	<b>89.140</b>	<b>89.599</b>	<b>89.687</b>	<b>0,3%</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
<b>+EBIT</b>	7.480	4.707	4.157	3.694	3.551	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas
- Impuestos s/ B° Operativo	-1.496	-941	-831	-739	-710	
<b>+NOPAT</b>	5.984	3.766	3.326	2.955	2.841	
+Amortizaciones	2.520	2.803	2.850	2.850	2.850	
- Inversión en circulante	-2.509	466	142	-34	-5	
- Inversión en activo fijo	-2.800	-2.950	-3.000	-2.850	-2.850	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>3.194</b>	<b>4.084</b>	<b>3.318</b>	<b>2.920</b>	<b>2.836</b>	<b>41.585</b>

<b>EV</b>	41.377 M\$					WACC 8,2%
-DFN	-4.580 M\$					g 1,25%
- Minoritarios, compr. Pensiones y otros	-7.286 M\$					
+ Asociadas	8.852 M\$					

EqV **38.363 M\$** PER'21e implícito EV/EBITDA'21 implícitoPrecio objetivo (x Acc.)<sup>(1)</sup> **27,5 €/acción** 7,7 x 4,1 x

(1) tipo de cambio aplicado, promedio 3M

## Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

P° Objetivo	Tasa de crecimiento sostenido	Tasa de crecimiento sostenido								
		0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,25%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%
<b>Coste</b>	6,2%	34,3	35,3	36,5	37,8	39,1	40,6	42,2	43,9	45,9
<b>medio</b>	6,7%	31,4	32,3	33,3	34,3	35,4	36,6	37,9	39,3	40,8
<b>de los</b>	7,2%	29,0	29,8	30,6	31,4	32,3	33,3	34,4	35,5	36,7
<b>Recursos</b>	7,7%	26,9	27,6	28,2	29,0	29,7	30,6	31,4	32,4	33,4
<b>(WACC)</b>	8,2%	25,1	25,7	26,2	26,9	27,5	28,2	28,9	29,7	30,6
	8,7%	23,5	24,0	24,5	25,0	25,6	26,2	26,8	27,5	28,2
	9,2%	22,1	22,5	23,0	23,4	23,9	24,4	25,0	25,5	26,1
	9,7%	20,8	21,2	21,6	22,0	22,4	22,9	23,3	23,8	24,4
	10,2%	19,7	20,0	20,4	20,7	21,1	21,5	21,9	22,3	22,8

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](http://www.bankinter.com)Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en <https://broker.bankinter.com/www2/broker/e>
- 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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles e [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	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo	Eduardo Cabero - Seguros
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