

Expectativas de recuperación de márgenes

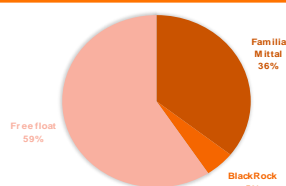
ArcelorMittal

P. Obj.: 20,5 €
 Recomendación: Comprar
 Potencial: 10,8%
 Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 19.826 M/acc.
 Último 18,48 €/acc.
 Evolución 2021 (%): -2,1%
 N° Acciones: 1.073 M acc.
 Max / Min (52 sem): 20,79 / 6,50 €/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	53.035	58.954	-8,6%
EBITDA	10.265	5.195	3.751	6.744	13,9%
Mg EBITDA	13,5%	7,4%	7,1%	11,4%	
BNA	5.149	-2.454	-1.348	2.040	-
BPA \$/acc.	5,04	-2,42	-1,32	2,00	
DPA \$/acc.	0,20	0,00	0,00	0,30	
DFN	10.196	9.345	6.824	5.443	
DFN/EBITD.	1,0x	1,8x	1,8x	0,8x	
EV/EBITDA	4,1x	7,7x	9,2x	5,0x	
PER	5,2 x	-	-	13,1 x	

Ratios sobre última cotización

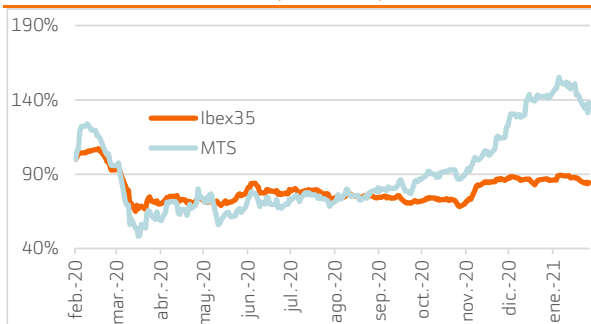
(1)TAMI: Tasa anual media de incremento 2019/21.

Evolución Trimestral

MT, M\$	3T19 r	3T20 r	Var. a/a (%)	3T20Est. Consen.*
Envíos acero	20.185	17.184	-14,9%	-
Ingresos	16.634	13.266	-20,2%	15.246
EBITDA	1.063	901	-15,2%	1.324
BNA	-539	-261	-	219
DFN	10.658	6.989	-34,4%	-

* Consenso Bloomberg

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV, 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

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar en ArcelorMittal, P. Obj. Revisado a 20,50€/acc (desde 15,60€/acc.).

Destacamos dos aspectos: (1) esperamos una progresiva mejora de los márgenes (estimamos un margen EBITDA del 8,4% en 4T20, desde 6,8% en 3T20 y 11,4% para 2021), apoyada en la recuperación de los precios del futuro del acero en los últimos trimestres de 2020 y en menor medida de materias primas como el Mineral de Hierro; y (2) la consecución del objetivo de reducción del endeudamiento neto a 7.000M\$ (desde 9.345M\$ en dic19), pone el foco de la compañía en la devolución de dinero a los accionistas.

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar, recordando que carácter cíclico de la compañía y la volatilidad del valor, la hace recomendable solo para los perfiles dinámicos.

:: Revisamos nuestras estimaciones, para reflejar la mejora en precios y márgenes esperados.

ArcelorMittal registraba un margen EBITDA del 6,8% en el 3T20 (+40pb t/t), que estimamos se elevará al 8,4% en el 4T20 (cuya publicación está prevista para el próximo 11 de febrero). Los precios del futuro acero comenzaron a dar síntomas de recuperación durante el 3T20, consolidando la mejora en 4T20 (+26% y 63% respectivamente). En el conjunto de 2020 el precio del futuro acero se ha recuperado un 70%, si bien el de la materia prima de Mineral de Hierro en USD, parcialmente integrada en el caso de ArcelorMittal también lo hacía en un 65%.

Revisamos al alza nuestras estimaciones 2021, muy ligeramente en Ingresos (+1,5%, que supondrá un incremento del 11,1% a/a) y fundamentalmente en la expectativa de recuperación de margen EBITDA al 11,4% (vs 9,3% estimado anteriormente), lo que supondría un incremento interanual del 79% en EBITDA (6.744M\$ desde 3.751M\$ en 2020).

:: Objetivos 2020 y estrategia

El foco de la compañía se dirigirá a la devolución de dinero a los accionistas a medida que aumente la generación de caja. ArcelorMittal alcanzó, ya en el 3T20 su principal objetivo a medio plazo de reducción del endeudamiento neto a 7.000M\$ (desde 9.345M\$ en dic19) en un ejercicio complejo como 2020. De hecho, ya se anunció el programa de recompra de acciones por 500M\$, tras la operación de reordenación de los activos en EE.UU. con Cleveland Cliff.

:: Reiteramos la recomendación Comprar, .P. Obj: 20,5€/acc. (desde 15,6€/acc.).

Nuestra valoración supone un EV/EBITDA 2021 implícito de 5,5x, ligeramente por debajo del múltiplo medio de los últimos 10 años. Nuestra valoración por descuento de flujos de caja recoge la revisión al alza del margen EBITDA esperado en los próximos dos años, un WACC del 8,5% (vs 9,3% ant.) y un crecimiento a largo plazo del 1,25% (vs 1% anterior).

ArcelorMittal es un valor expuesto al ciclo económico y, por tanto, el rebrote de la pandemia y el menor ritmo de difusión de la vacuna moderarán el ritmo de recuperación esperado en el 1T21. A pesar de ello, reiteramos nuestra recomendación de Comprar, ya que por un lado las actividades Manufactureras están teniendo un impacto menor a las de Servicios y, por otro, ArcelorMittal ha mostrado una elevada capacidad de gestión de producción, recortando producción en los momentos de menor demanda, y de balance durante 2020, incluyendo la operación con Cleveland Cliff que supuso una reducción de los pasivos financieros.

Nota Compañía

28/01/2021 19:11

Cifras en millones de USD

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M\$)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	ΔMI'19/25e
Ingresos	68.679	76.033	70.615	53.035	58.954	61.407	61.869	62.287	62.257	-2,1%
Costes	-60.271	-65.768	-65.420	-49.284	-52.210	-54.085	-54.565	-55.803	-55.831	
EBITDA	8.408	10.265	5.195	3.751	6.744	7.322	7.305	6.485	6.427	3,6%
Margen Ebitda	12,2%	13,5%	7,4%	7,1%	11,4%	11,9%	11,8%	10,4%	10,3%	
EBIT	5.435	6.538	-627	537	3.704	4.322	4.405	3.585	3.377	n.s.
Margen Ebit	7,9%	8,6%	-0,9%	1,0%	6,3%	7,0%	7,1%	5,8%	5,4%	
BAI	5.008	4.981	-1.932	-864	2.553	3.211	3.387	2.578	2.364	n.s.
BNA	4.569	5.149	-2.454	-1.348	2.040	2.544	2.677	2.058	1.894	n.s.
BPA	4,46	5,04	-2,42	-1,32	2,00	2,50	2,63	2,02	1,86	n.s.

Balance (M\$)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	ΔMI'19/25e
Caja	2.786	2.354	4.995	7.306	8.517	10.423	11.027	11.339	12.822	17,0%
Clientes	3.863	4.432	3.569	3.182	3.537	3.070	3.279	3.301	3.300	-1,3%
Inventarios	17.986	20.744	17.296	13.748	14.626	15.125	15.631	15.972	16.012	-1,3%
Otros act. Corr.	2.110	4.945	2.755	7.996	7.996	7.996	7.996	7.996	7.996	
Inmovilizado	36.971	35.638	36.231	31.361	31.671	31.821	31.971	32.121	32.121	-2,0%
Otros	21.581	23.135	23.061	21.015	21.161	21.310	21.459	21.609	21.759	-1,0%
Total Activo	85.297	91.247	87.907	84.608	87.507	89.745	91.363	92.338	94.009	1,1%
Proveedores	13.428	13.981	12.614	9.499	10.647	11.010	11.078	11.405	11.433	-1,6%
Otros Pas. Corr.	5.197	6.307	5.804	10.079	10.079	10.079	10.079	10.079	10.079	
Deuda Financ.	12.928	12.483	14.340	14.130	13.960	13.790	13.659	13.527	14.561	0,3%
Otros	12.889	14.370	14.667	10.392	10.642	10.792	10.842	10.892	10.942	
Patrimonio	40.855	44.108	40.483	40.509	42.181	44.076	45.706	46.436	46.995	2,5%
Total Pasivo	85.297	91.247	87.907	84.608	87.507	89.745	91.363	92.338	94.009	1,1%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
+EBIT	3.704	4.322	4.405	3.585	3.377	
- Impuestos s/ B° Operativo	-741	-864	-881	-717	-675	
+NOPAT	2.963	3.458	3.524	2.868	2.701	
+Amortizaciones	2.790	2.850	2.850	2.850	3.000	
- Inversión en circulante	-85	331	-646	-38	-10	
- Inversión en activo fijo	-3.100	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	
Flujo de Caja Libre	2.568	3.639	2.728	2.680	2.692	37.718

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

EV	36.951 M\$	WACC 8,5%
-DFN	-5.443 M\$	g 1,25%
- Minoritarios, compr. Pensiones y otros	-10.864 M\$	
+ Asociadas	8.863 M\$	

EqV	29.506 M\$	PER'21e implícito	EV/EBITDA'21 implícito
Precio objetivo (x Acc.)⁽¹⁾	20,5 €/acción	14,5 x	5,5 x

(1) tipo de cambio aplicado, promedio 3M

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

Pº 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%
Coste medio de los Recursos (WACC)	6,5%	26,1	27,0	27,9	28,9	30,0	31,2	32,5	33,9	35,4
	7,0%	23,7	24,5	25,3	26,1	27,0	28,0	29,0	30,1	31,3
	7,5%	21,7	22,4	23,0	23,7	24,5	25,3	26,1	27,1	28,0
	8,0%	20,0	20,5	21,1	21,7	22,3	23,0	23,7	24,5	25,3
	8,5%	18,5	18,9	19,4	19,9	20,5	21,0	21,7	22,3	23,0
	9,0%	17,1	17,5	17,9	18,4	18,9	19,4	19,9	20,4	21,0
	9,5%	15,9	16,3	16,6	17,0	17,4	17,9	18,3	18,8	19,3
	10,0%	14,8	15,1	15,5	15,8	16,2	16,6	17,0	17,4	17,8
	10,5%	13,9	14,1	14,4	14,7	15,1	15,4	15,7	16,1	16,5

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia 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

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

NOTAS DE COMPANIAS

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-Trapiella - Consumo/Lujo	Rafael Diogo - Portugal
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