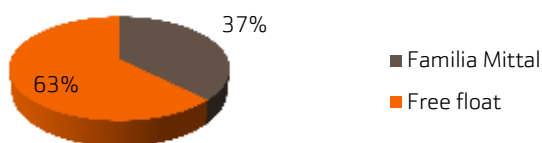


La disciplina del balance le permitirá disfrutar del actual ciclo alcista

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 27.683 M/acc.  
 Último 27,1 €/acc.  
 Nº Acciones: 1.022 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 17,715 /30,76€/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ISPA.AS / MTS.SM

### Accionariado



### Principales cifras y ratios

M\$	2016r.	2017r.	2018e.	2019e.	TAMI (1)
Ingresos	56.791	68.679	72.678	74.138	9,3%
EBITDA	6.255	8.408	9.012	9.193	13,7%
Mg EBITDA	11,0%	12,2%	12,4%	12,4%	
BNA	1.779	4.568	4.506	4.541	36,7%
BPA \$/acc.	0,62	4,48	4,42	4,45	
DPA \$/acc.	0,00	0,10	0,10	1,50	
Rentab. Div	0,0%	0,3%	0,3%	4,5%	
DFN	11.059	10.142	7.013	4.266	
DFN/EBITDA	1,77x	1,21x	0,78x	0,46x	
DFN/FFPP	0,34x	0,25x	0,15x	0,09x	
PER	11,3 x	7,3 x	7,6 x	7,5 x	

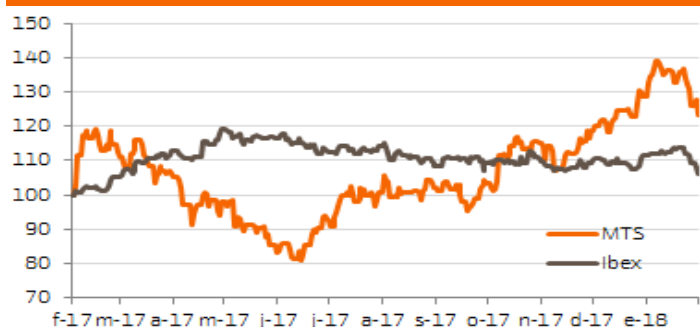
PER: 2016,2017 calculado con cierre de año, los demás con última cotización

(1)TAMI: Tasa anual media de incremento 2016/19.

### Evolución trimestral 2016/2017

MT, M\$	4T'16 r	1T'17 r	2T'17 r	3T'17 r	4T'17 r
Envíos acero	20,05	21,10	21,48	21,71	21,00
Ingresos	14.126	16.086	17.244	17.639	17.710
EBITDA	1.661	2.231	2.112	1.924	2.141
BNA	403	1.002	1.322	1.205	1.039
DFN	11.059	12.097	11.884	11.971	10.142

### Cotización ArcelorMittal vs Ibex-35



## ArcelorMittal

30,38 €

Comprar

Tras la publicación de sus cuentas de 2017 mejoramos el Precio Objetivo desde 26,34€ a 30,38€. Dicho objetivo supone un potencial de revalorización de +12%, que es algo justo para mejorar la recomendación. Aún así, la subimos desde Neutral hasta Comprar ya que pensamos que puede seguir sorprendiendo favorablemente. La Compañía encara 2018 con optimismo gracias a las buenas perspectivas de demanda, a la reducción de capacidad en China y en consecuencia, a unos precios del acero en niveles elevados. Dicho esto, sigue siendo una alternativa de inversión de notable volatilidad, con una importante dependencia del sector manufacturero chino.

ArcelorMittal presentó sus cuentas el 31 de enero (ver tabla inferior izquierda), batiendo ligeramente las expectativas. En el conjunto del año el EBITDA alcanza 8.408M\$ (+34%) ligeramente por encima del consenso de Reuters (8.315M\$) y de nuestras estimaciones (8.327M\$). La mejora se explica por una combinación de mayores envíos y precios superiores. Los envíos del conjunto del año alcanzan 85,2Tm (+1,6%, +2,3% en términos comparables) y el precio medio de venta del acero se incrementa +15%. Por tanto, los resultados son sólidos, con crecimiento en volúmenes y precios. Además, la compañía cumple su objetivo de reducción de deuda y lleva la ratio DFN/EBITDA a 1,2x desde 1,8x en 2016.

De cara a 2018, la compañía se muestra optimista si bien espera que el consumo aparente de acero se ralentice ligeramente en relación a 2017, hasta el rango +1,5/+2,5% (vs +3,2% en 2017), con expansión en todos los mercados salvo en China.

En este entorno, la compañía cifra sus necesidades de caja (inversiones, pago intereses deuda, impuestos, pensiones y otros costes) en 5.600M\$ vs 4.400M\$ en 2017. El aumento se explica principalmente por el incremento del capex, que sube de 2.800M\$ a 3.800M\$, y por el pago de impuestos y otros gastos dado que el pago de intereses va a seguir reduciéndose (600M\$ vs 800M\$ en 2017).

Un aspecto reseñable es el hecho de que la compañía retome el pago del dividendo. Lo suspendió en los ejercicios 2015 y 2016 y pensábamos que lo recuperaría en 2018 aunque parte del mercado sí adelantaba un posible pago con cargo a los resultados de 2017. Dicho esto, se trata de un dividendo simbólico (0,10\$) ya que sólo supone un *payout* del 2%. Lo entendemos como una señal de normalidad de la empresa aunque prefiera destinar los recursos a otros fines, dado que este año tiene que realizar las inversiones de I+D y el proyecto de México, y seguirá centrada en reducir la deuda. En este sentido, el objetivo es situar la DFN en 6.000M\$, algo que pensamos logrará durante el ejercicio 2019. Entonces ya incrementará la remuneración al accionista.

Esta gestión prudente del balance ha merecido una mejora del *rating* por parte de la agencia S&P que lo ha subido de BB+ a BBB- con perspectiva estable. Seguramente otras agencias realizarán el mismo movimiento por lo que su deuda ya recobrará el estatus de grado de inversión.

Nuestro Precio Objetivo implica un ratio EV/EBITDA'18e de 5,6x, "barato" desde una perspectiva histórica dado que la media de los últimos diez años se sitúa en 6,4x.

En definitiva, la compañía está viendo recompensados sus esfuerzos por sanear el balance y encara 2018 con optimismo gracias a las buenas perspectivas de demanda, a la reducción de capacidad en China y en consecuencia, a unos precios del acero en niveles elevados.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Trapiella

Jesús Amador 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](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.

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M\$)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'16/22
Ingresos	79.282	63.578	56.791	68.679	72.678	74.138	74.880	75.629	76.385	5,1%
Costes	-72.045	-58.347	-50.536	-60.271	-63.666	-64.945	-65.595	-66.251	-66.913	
<b>EBITDA</b>	<b>7.237</b>	<b>5.231</b>	<b>6.255</b>	<b>8.408</b>	<b>9.012</b>	<b>9.193</b>	<b>9.285</b>	<b>9.378</b>	<b>9.472</b>	<b>7,2%</b>
<i>Margen Ebitda</i>	9,1%	8,2%	11,0%	12,2%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	
<b>EBIT</b>	<b>3.034</b>	<b>-4.161</b>	<b>4.161</b>	<b>5.434</b>	<b>6.054</b>	<b>6.168</b>	<b>6.238</b>	<b>6.311</b>	<b>6.386</b>	<b>7,4%</b>
<i>Margen Ebit</i>	3,8%	-6,5%	7,3%	7,9%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	
BAI	-520	-7.521	2.720	5.007	5.644	5.833	6.068	6.274	6.488	15,6%
<b>BNA</b>	<b>-1.086</b>	<b>-7.946</b>	<b>1.779</b>	<b>4.568</b>	<b>4.506</b>	<b>4.541</b>	<b>4.542</b>	<b>4.696</b>	<b>4.857</b>	<b>18,2%</b>
BPA	-1,83	-13,29	1,86	4,48	4,42	4,45	4,45	4,60	4,76	17,0%

Balance (M\$)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'16/22
Caja	4.016	4.102	2.615	2.786	3.183	3.897	3.936	3.975	4.015	7,4%
Clientes	6.323	4.539	4.639	5.794	6.320	6.503	6.568	6.634	6.700	6,3%
Inventarios	17.304	13.424	14.734	17.986	17.304	17.652	17.829	17.964	18.101	3,5%
Inmovilizado	46.593	35.780	34.831	36.971	37.813	38.088	38.341	38.574	38.788	1,8%
Otros	24.944	19.001	18.323	21.760	22.093	22.316	22.540	22.764	22.990	3,9%
<b>Total Activo</b>	<b>99.179</b>	<b>76.846</b>	<b>75.142</b>	<b>85.297</b>	<b>86.714</b>	<b>88.456</b>	<b>89.213</b>	<b>89.911</b>	<b>90.594</b>	<b>3,2%</b>
Proveedores	18.444	15.514	16.135	18.575	18.190	18.825	19.124	19.315	19.508	3,2%
Deuda Fra	19.797	19.786	13.674	12.928	10.196	8.162	5.986	3.704	1.241	-33,0%
Otros	15.778	13.977	13.008	12.939	13.068	13.199	13.331	13.464	13.599	0,7%
PN	45.160	27.570	32.325	40.855	45.259	48.270	50.772	53.428	56.245	9,7%
<b>Total Pasivo</b>	<b>99.179</b>	<b>76.846</b>	<b>75.142</b>	<b>85.297</b>	<b>86.714</b>	<b>88.456</b>	<b>89.213</b>	<b>89.911</b>	<b>90.594</b>	<b>3,2%</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor R
+BNA	4.506	4.541	4.542	4.696	4.857	El VR se calcula partiendo de un CFL normalizado estimando su media de ciclo completo (fase expansiva y contractiva).
+Amortizaciones	2.958	3.025	3.047	3.067	3.086	
=CF Operativo	7.464	7.566	7.589	7.764	7.943	
+Gtos Financieros *(1-T)	487	328	192	92	-12	
- Inversión en activo fijo	-3.800	-3.300	-3.300	-3.300	-3.300	
- Inversión en circulante	-229	103	58	-10	-10	
<b>=CFL Operativo</b>	<b>3.922</b>	<b>4.697</b>	<b>4.539</b>	<b>4.546</b>	<b>4.621</b>	<b>52.083</b>
EV	50.081 M\$					WACC 9,4%
- Deuda Neta	-10.142 M\$					g 2,0%
- Minoritarios	-2.066 M\$					
EqV	37.873 M\$					
Nº acciones	1.022 M					
<b>Precio objetivo</b>	<b>30,4 €/acción</b>					PER'18e implícito 6,8 x
						EV/EBITDA'18 implícito 5,6 x

Tabla sensibilidad Pº Objetivo		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
Coste	7,4%	38,8	39,9	41,1	42,4	43,8	45,3	47,0	48,7	50,7
medio	7,9%	35,4	36,4	37,4	38,5	39,6	40,9	42,2	43,6	45,2
de los	8,4%	32,5	33,3	34,2	35,1	36,1	37,1	38,2	39,4	40,6
Recursos	8,9%	30,0	30,7	31,4	32,2	33,0	33,9	34,8	35,8	36,8
(WACC)	9,4%	27,8	28,4	29,0	29,7	30,4	31,1	31,9	32,7	33,6
	9,9%	25,8	26,3	26,9	27,5	28,1	28,7	29,4	30,1	30,8
	10,4%	24,0	24,5	25,0	25,5	26,0	26,6	27,1	27,7	28,4
	10,9%	22,4	22,8	23,3	23,7	24,2	24,7	25,2	25,7	26,2
	11,4%	21,0	21,4	21,7	22,1	22,5	23,0	23,4	23,9	24,3

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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Página 2/3

<http://broker.bankinter.com/>

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Trapiella

Avda. Bruselas 12

Jesús Amador Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_lega](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_lega)

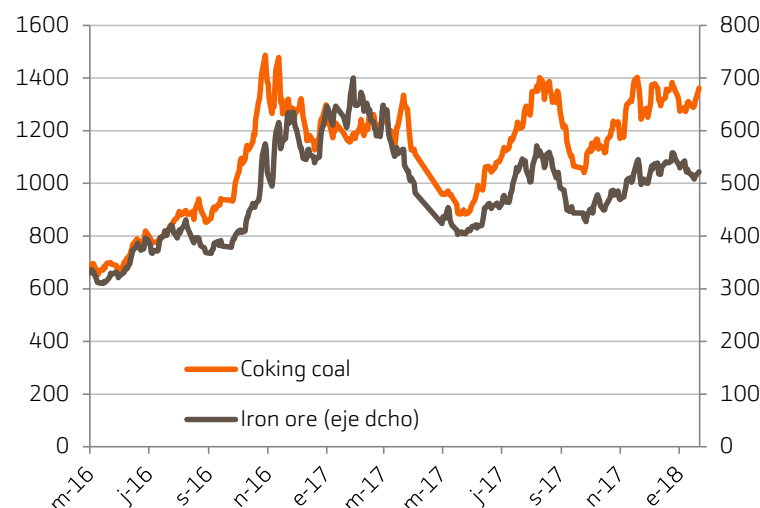
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

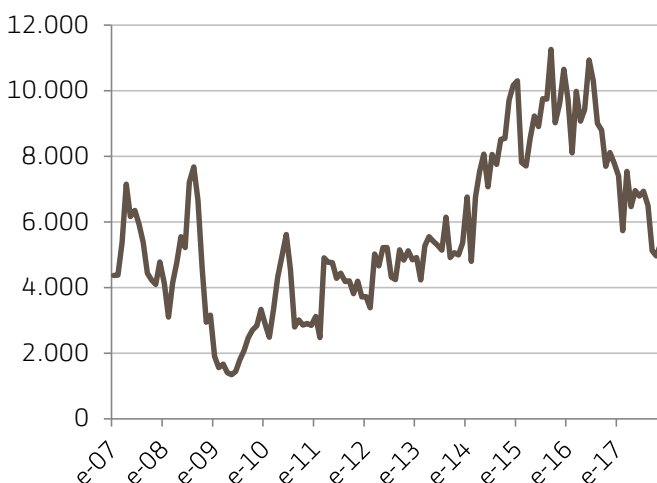
## ArcelorMittal frente a sus comparables

Compañía	Capitalización (M€)	PER'17	PER'18e	EV/Ventas' 17	EV/Ventas' 18e	EV/EBITDA' 17	EV/EBITDA' 18e	ROE'18e	Rentab. Div.'18e
Hesteel	5.487	35,5 x	14,5 x	1,3 x	1,3 x	10,8 x	10,2 x	6,5%	1,9%
Nippon Steel	18.690	65,2 x	11,5 x	0,9 x	0,9 x	8,0 x	7,5 x	7,6%	2,4%
POSCO	23.662	n.d.	9,5 x	0,8 x	0,7 x	5,7 x	5,5 x	7,1%	2,3%
Baoshan	30.636	33,6 x	13,0 x	1,1 x	0,9 x	7,9 x	7,3 x	12,3%	3,8%
United St. Steel	5.004	n.d.	9,9 x	0,6 x	0,6 x	5,1 x	4,8 x	13,2%	0,7%
NUCOR	16.375	24,5 x	12,7 x	1,2 x	1,1 x	7,6 x	7,5 x	15,7%	2,4%
Thyssenkrupp	14.804	41,4 x	14,6 x	0,4 x	0,4 x	5,9 x	5,5 x	25,2%	1,1%
SSAB	4.236	n.d.	14,5 x	0,8 x	0,8 x	6,5 x	6,4 x	6,3%	2,8%
Salzgitter	2.774	n.d.	15,5 x	0,3 x	0,3 x	4,6 x	4,4 x	6,5%	0,9%
Voestalpine	8.729	16,0 x	11,8 x	1,0 x	1,0 x	6,6 x	6,4 x	12,2%	2,7%
<b>MEDIA SECTOR</b>	<b>13.040</b>	<b>36,0 x</b>	<b>12,8 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>6,9 x</b>	<b>6,5 x</b>	<b>11,2%</b>	<b>2,1%</b>
<b>ArcelorMittal</b>	<b>27.683</b>	<b>7,3 x</b>	<b>7,6 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>0,7 x</b>	<b>5,4 x</b>	<b>5,5 x</b>	<b>8,4%</b>	<b>0,3%</b>

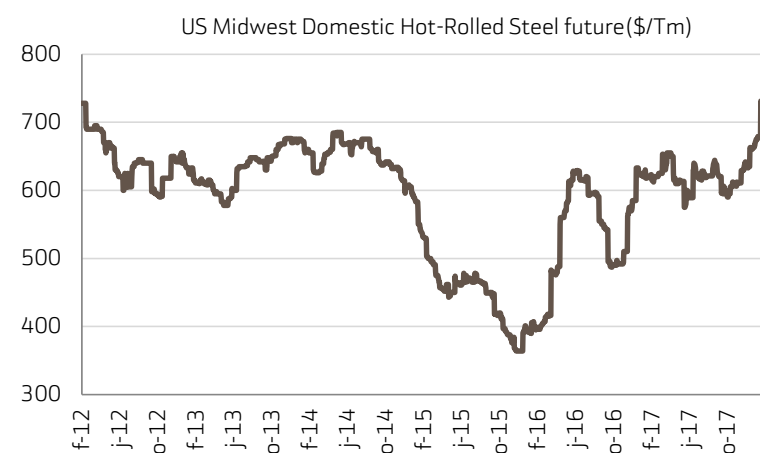
### Evolución precio Hierro y Carbón (CNY/Tm)



### Exportaciones chinas de acero (Miles Tm)



### Evolución precio Acero (USD/Tm)



### Desglose Envíos acero y EBITDA 2017

Segmento	Envíos acero (MilesTm)	% total	EBITDA (M\$)	%a/a
Europa	40.941	48%	3.560	42,3%
NAFTA	21.834	26%	1.703	-0,9%
Brasil	10.840	13%	990	13,5%
ACIS	13.094	15%	1.027	51,4%
Mining	n.a.		1.407	84,7%
Otros	-1.467		-279	
<b>Total</b>	<b>85.242</b>		<b>8.408</b>	<b>34,4%</b>

Fuentes: Bloomberg, la propia compañía y Worldsteel Association. Datos elaborados por Análisis Bankinter.

**Equipo de Análisis de Bankinter:**  
**Eva del Barrio (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther Gutiérrez de la Torre Elena Fernández-Trapiella  
 Jesús Amador 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](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.