

Sólidos fundamentales ensombrecidos por un panorama que se complica

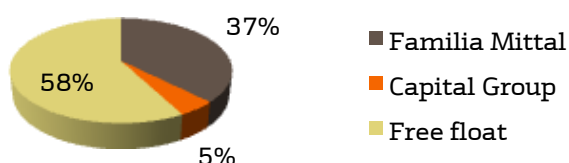
## ArcelorMittal

21,34 €  
Neutral

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 20.136 M/acc.  
Último 19,7 €/acc.  
Nº Acciones: 1.021 M acc.  
Max / Min (52 sem): 11,40 /26,51€/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: ISPA.AS / MTS.SM

### Accionariado



### Principales cifras y ratios

M\$	2016r.	2017e.	2018e.	2019e.	TAMI (1)
Ingresos	56.791	62.561	63.812	67.692	6,0%
EBITDA	6.255	7.820	7.849	8.123	9,1%
Mg EBITDA	11,0%	12,5%	12,3%	12,0%	
BNA	1.779	2.653	2.611	2.844	16,9%
BPA \$/acc.	0,62	2,60	2,56	2,79	
DPA \$/acc.	0,00	0,00	0,64	0,70	
Rentab. Div	0,0%	0,0%	2,8%	3,1%	
DFN	11.059	9.620	7.988	6.177	
DFN/EBITDA	1,77x	1,23x	1,02x	0,76x	
DFN/FFPP	0,34x	0,28x	0,22x	0,16x	
PER	11,3 x	7,6 x	7,7 x	7,1 x	

PER: 2016 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\$	1T'16 r	2T'16 r	3T'16 r	4T'16 r	1T'17 r
Envíos acero	21,47	22,10	20,30	20,05	21,10
Ingresos	13.399	14.743	14.523	14.126	16.086
EBITDA	927	1.770	1.897	1.661	2.231
BNA	-416	1.112	680	403	1.002
DFN	17.329	12.747	12.193	11.059	12.097

### Cotización Arcelor Mittal vs Ibex-35



Revisamos el Precio Objetivo desde 27,9€ (9,3€ antes del *contrasplit*) hasta 21,34€ tras realizar un ajuste en el modelo de valoración. Dicho objetivo supone un potencial de revalorización de +8%, por lo que cambiamos nuestra recomendación desde Comprar a Neutral. Los fundamentales de ArcelorMittal son sólidos pero los riesgos que emergen desde China y la pérdida de fuerza del escenario de reflación/inversión en infraestructuras de Trump enturbian el panorama.

La Compañía presentó sus cuentas 1T'17 el viernes 12 de mayo. Las principales cifras comparadas con el consenso de Reuters son: Ingresos 16.086M\$ (+20%) vs 16.679M\$ estimado; EBITDA 2.231M\$ (+141%) vs 2.097M\$ estimado, BNA 1.002M\$ vs -416M\$ en 1T'16, BPA 0,33\$ (+154%) vs 0,28\$ estimado.

Los resultados baten las expectativas a nivel de EBITDA y BNA. Reflejan un fuerte crecimiento gracias a la recuperación de los precios del acero (+25% a/a) y del hierro (+77%) así como al incremento de los envíos de hierro (+11%) mientras que los de acero retroceden (-1,9%) a 21,1 millones de toneladas, lastrados por Brasil, algo que debería mejorar durante el resto del año.

ArcelorMittal sigue centrada en su desapalancamiento para recuperar el grado de inversión. No obstante, la DFN sube 1.000M\$ en el trimestre hasta 12.100M\$. Dicho incremento responde a la inversión en circulante (2.181M\$) que debería suavizarse en el conjunto del año. La variación del fondo de maniobra refleja cambios estacionales en el nivel de inventarios y clientes así como la revalorización de las existencias, algo que también se ha visto en otras industriales. Por tanto, pensamos que la deuda continuará con su senda a la baja. El Capex del trimestre asciende a 598M\$ y está en línea con el objetivo de 2.900M\$ para el conjunto de 2017.

De cara al próximo trimestre, el negocio del acero seguirá fuerte, con volúmenes que deberían aumentar. Esto compensará el deterioro en el segmento de minería que sufrirá la caída del precio del hierro (-23% en lo que va de trimestre). En conjunto habrá estabilidad y el EBITDA del 2T rondará los 2.200M\$ registrados en el 1T.

Las condiciones del mercado siguen siendo favorables, con un escenario de recuperación de la demanda de acero en todos sus mercados salvo en China (Global +0,5/+1,5%, NAFTA +3/+4%, Europa +0,5/1,5%, Brasil +3/+4%, China -1/+0%). El sector autos e industrial se están recuperando con fuerza en Europa, se mantienen sólidos en EEUU y la construcción mejora en ambas regiones. Con todo, la caída de los precios del hierro y del acero en China son una fuente de incertidumbre. ArcelorMittal reconoce que en las áreas cercanas a China sí ha habido ajuste de precios a la baja pero que otras regiones como Europa no se han contagiado. De momento no hay compresión de *spreads*, de hecho éstos se mantienen por encima de su media histórica, pero el riesgo está ahí. Por eso la compañía exige un mayor esfuerzo de protección del mercado europeo ante importaciones "desleales" (podría haber avances en este sentido ya que hay varias investigaciones en curso sobre las importaciones chinas de HRC). El año pasado las importaciones desde China se redujeron -10% y sería deseable que continuasen en esa tendencia.

**En definitiva**, los fundamentales de ArcelorMittal son sólidos y cotiza a unos múltiplos de valoración atractivos. Dicho esto, los riesgos que emergen desde China y la pérdida de fuerza del escenario de reflación/inversión en infraestructuras de Trump ensombrecen el horizonte.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* 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	TAMI'16/21
<b>Ingresos</b>	<b>79.282</b>	<b>63.578</b>	<b>56.791</b>	<b>62.561</b>	<b>63.812</b>	<b>67.692</b>	<b>69.736</b>	<b>71.842</b>	4,8%
Costes	-72.045	-58.347	-50.536	-54.741	-55.963	-59.569	-61.542	-63.760	
<b>EBITDA</b>	<b>7.237</b>	<b>5.231</b>	<b>6.255</b>	<b>7.820</b>	<b>7.849</b>	<b>8.123</b>	<b>8.194</b>	<b>8.082</b>	5,3%
<i>Margen Ebitda</i>	9,1%	8,2%	11,0%	12,5%	12,3%	12,0%	11,8%	11,3%	
<b>EBIT</b>	<b>3.034</b>	<b>-4.161</b>	<b>4.161</b>	<b>5.068</b>	<b>5.051</b>	<b>5.309</b>	<b>5.365</b>	<b>5.239</b>	4,7%
<i>Margen Ebit</i>	3,8%	-6,5%	7,3%	8,1%	7,9%	7,8%	7,7%	7,3%	
BAI	-520	-7.521	2.720	3.549	3.493	3.804	4.005	4.030	8,2%
<b>BNA</b>	<b>-1.086</b>	<b>-7.946</b>	<b>1.779</b>	<b>2.653</b>	<b>2.611</b>	<b>2.844</b>	<b>2.995</b>	<b>3.014</b>	11,1%
BPA	-1,83	-13,29	1,86	2,60	2,56	2,79	2,94	2,96	9,7%

Balance (M\$)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'16/21
Caja	4.016	4.102	2.615	2.737	2.798	2.978	3.077	3.188	4,0%
Clientes	6.323	4.539	4.639	5.488	5.622	5.938	6.117	6.302	6,3%
Inventarios	17.304	13.424	14.734	14.895	15.193	16.117	16.604	17.105	3,0%
Inmovilizado	46.593	35.780	34.831	34.979	35.181	35.367	35.537	35.694	0,5%
Otros	24.944	19.001	18.323	18.714	18.953	19.115	19.278	19.442	1,2%
<b>Total Activo</b>	<b>99.179</b>	<b>76.846</b>	<b>75.142</b>	<b>76.814</b>	<b>77.747</b>	<b>79.515</b>	<b>80.613</b>	<b>81.732</b>	<b>1,7%</b>
Proveedores	18.444	15.514	16.135	16.341	16.755	17.889	18.537	19.216	3,6%
Deuda Financiera	19.797	19.786	13.674	12.357	10.787	9.155	7.375	5.568	-16,4%
Otros	15.778	13.977	13.008	13.138	13.269	13.402	13.536	13.672	1,0%
Patrimonio neto	45.160	27.570	32.325	34.978	36.936	39.069	41.166	43.275	6,0%
<b>Total Pasivo</b>	<b>99.179</b>	<b>76.846</b>	<b>75.142</b>	<b>76.814</b>	<b>77.747</b>	<b>79.515</b>	<b>80.613</b>	<b>81.732</b>	<b>1,7%</b>

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor R
+BNA	2.653	2.611	2.844	2.995	3.014	El VR se calcula partiendo de un CFL normalizado estimando su media de ciclo completo (fase expansiva y contractiva).
+Amortizaciones	2.752	2.798	2.814	2.829	2.843	
=CF Operativo	5.405	5.409	5.659	5.824	5.857	
+Gtos Financieros *(1-T)	664	577	479	371	258	
- Inversión en activo fijo	-2.900	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	
- Inversión en circulante	-805	-17	-106	-18	-7	
<b>=CFL Operativo</b>	<b>2.363</b>	<b>2.969</b>	<b>3.032</b>	<b>3.177</b>	<b>3.108</b>	<b>41.052</b>
EV	37.228 M\$					WACC 9,4%
- Deuda Neta	-11.059 M\$					g 2,0%
- Minoritarios	-2.190 M\$					
EqV	23.979 M\$					
Nº acciones	1.021 M					
<b>Precio objetivo</b>	<b>21,3 €/acción</b>					PER implícito 9,0 x
						EV/EBITDA'17 implícito 4,8 x

Tabla sensibilidad	Tasa de crecimiento sostenido									
Pº Objetivo	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%	
Coste	7,4%	28,6	29,6	30,7	31,8	33,1	34,4	35,8	37,4	39,1
medio	7,9%	25,7	26,5	27,4	28,4	29,4	30,5	31,7	32,9	34,3
de los	8,4%	23,2	23,9	24,6	25,4	26,3	27,2	28,2	29,2	30,3
Recurso	8,9%	21,0	21,6	22,2	22,9	23,6	24,4	25,2	26,1	27,0
(WACC)	9,4%	19,1	19,6	20,1	20,7	21,3	22,0	22,7	23,4	24,2
	9,9%	17,3	17,8	18,3	18,8	19,3	19,9	20,5	21,1	21,8
	10,4%	15,8	16,2	16,6	17,1	17,6	18,0	18,5	19,1	19,6
	10,9%	14,4	14,8	15,2	15,6	16,0	16,4	16,8	17,3	17,8
	11,4%	13,2	13,5	13,8	14,2	14,5	14,9	15,3	15,7	16,1

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

Equipo de Análisis de Bankinter: Página 2/3  
 Eva del Barrio (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>  
<http://www.bankinter.com/>

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento) Avda. Bruselas 12  
 Jesús Amador Ana de Castro Belén San José Joao Pisco Aránzazu Bueno Susana André (Support) 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

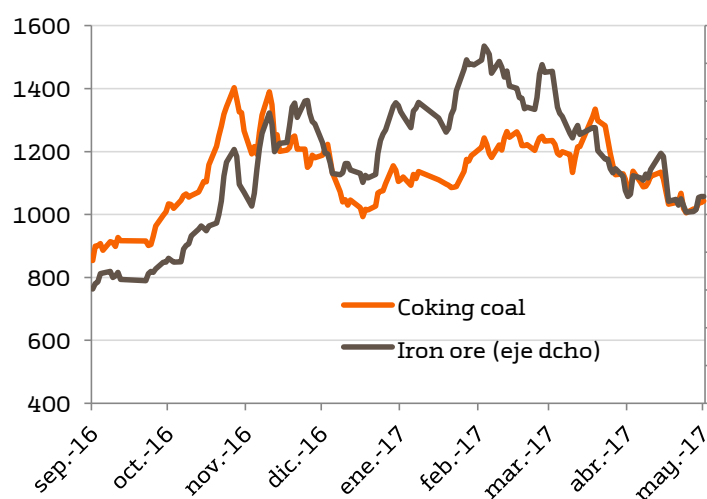
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

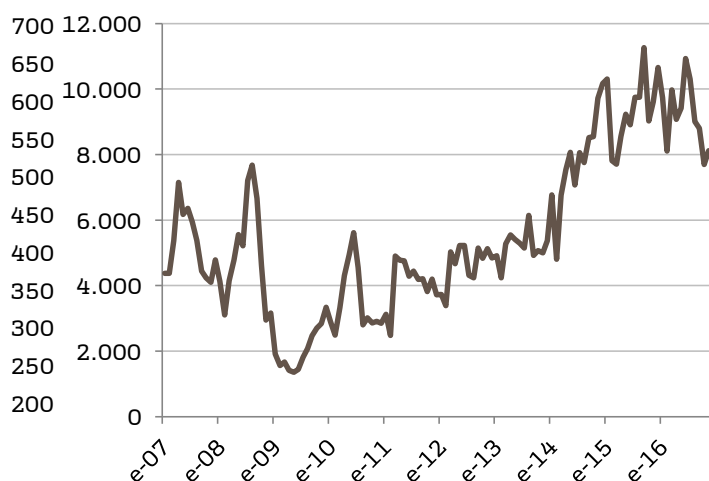
## ArcelorMittal frente a sus comparables

Compañía	Capitalización (M€)	PER'16	PER'17e	EV/Venta s'16	EV/Venta s'17e	EV/EBITD A'16	EV/EBITD A'17e	ROE'17e	Rentab. Div.'17e
Hesteel	6.325	22,2 x	19,0 x	1,6 x	1,5 x	12,2 x	11,5 x	4,9%	1,2%
Nippol Steel	18.534	29,7 x	9,7 x	1,0 x	0,9 x	10,8 x	7,3 x	7,3%	2,4%
POSCO	18.928	9,2 x	8,6 x	0,7 x	0,7 x	5,3 x	5,2 x	5,9%	3,0%
Baoshan	17.181	10,1 x	8,6 x	1,0 x	0,7 x	7,3 x	5,8 x	9,0%	4,5%
United St. Steel	2.993	n.d.	9,2 x	0,5 x	0,4 x	5,0 x	4,0 x	13,1%	1,0%
NUCOR	15.938	12,5 x	12,1 x	1,2 x	1,1 x	6,5 x	6,5 x	16,4%	2,7%
Thyssenkrupp	13.045	22,4 x	13,5 x	0,5 x	0,5 x	7,2 x	6,3 x	35,0%	0,9%
<b>MEDIA SECTOR</b>	<b>13.278</b>	<b>17,7 x</b>	<b>11,5 x</b>	<b>0,9 x</b>	<b>0,8 x</b>	<b>7,8 x</b>	<b>6,7 x</b>	<b>13,1%</b>	<b>2,3%</b>
<b>ArcelorMittal</b>	<b>20.136</b>	<b>11,3 x</b>	<b>7,6 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>0,6 x</b>	<b>6,4 x</b>	<b>4,7 x</b>	<b>7,2%</b>	<b>0,0%</b>

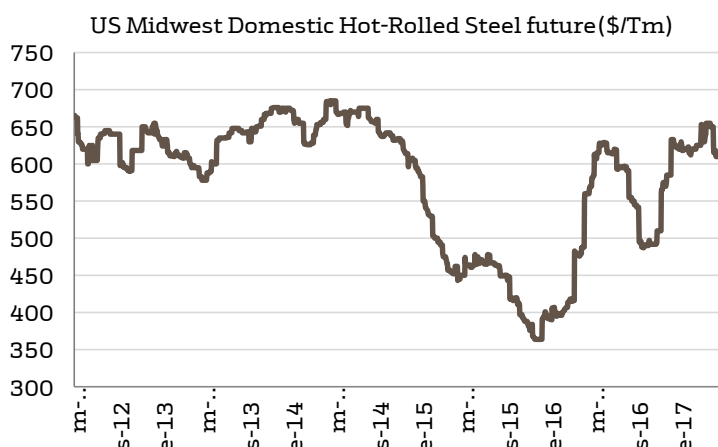
## Evolución precio Hierro y Carbón (CNY/Tm)



## Exportaciones chinas de acero (Miles Tm)



## Evolución precio Acero (USD/Tm)



## Desglose Envíos acero y EBITDA 1T'17

Segmento	Envíos		EBITDA (M\$)	%a/a
	acero (Mill Tm)	%a/a		
Europa	10,21	-2%	909,1	150%
NAFTA	5,61	3%	524,0	55%
Brasil	2,23	-10%	246,0	69%
ACIS	3,22	-3%	191,1	212%
Mining	n.a.		480,4	391%
Otros	-0,16		-119,6	
<b>Total</b>	<b>21,10</b>	<b>-2%</b>	<b>2.231,0</b>	<b>141%</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 G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* 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.