

El 2T20 superó las expectativas, a pesar del débil entorno económico

ArcelorMittal

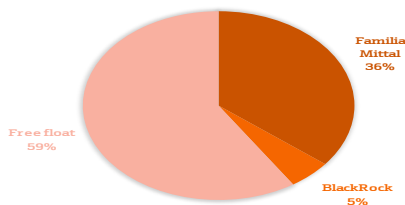
11,0 €

Recomendación: Neutral
Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 11.690 M/acc.
Último 10,60 €/acc.
Nº Acciones: 1.103 M acc.
Max / Min (52 sem): 16,674 /6,443 €/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	54.632	60.805	-7,2%
EBITDA	10.265	5.195	3.485	5.462	2,5%
Mg EBITDA	13,5%	7,4%	6,4%	9,0%	
BNA	5.149	-2.454	-2.286	1.253	-
BPA \$/acc.	5,04	-2,42	-2,25	1,23	
DPA \$/acc.	0,20	0,00	0,00	0,30	
Rentab. Div	1,7%	0,0%	0,0%	2,6%	
DFN	10.196	9.345	7.848	6.346	
DFN/EBITDA	1,0x	1,8x	2,3x	1,2x	
EV/EBITDA	3,1x	5,8x	8,1x	4,9x	
PER	2,8 x	-	-	11,7 x	

Ratios sobre última cotización

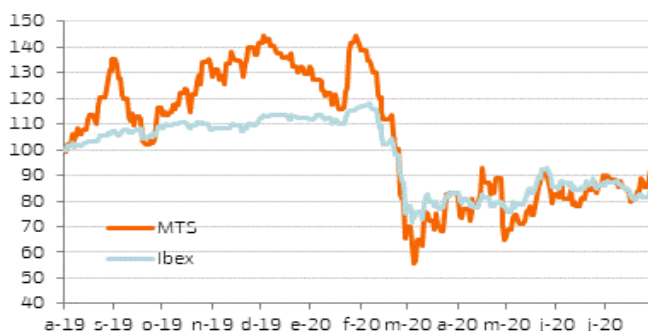
(1)TAMI: Tasa anual media de incremento 2019/21.

Evolución Trimestral

MT, M\$	2T'19 r	2T'20 r	Var. a/a (%)	2T20Est. Consen.*
Envíos acero	22.773	14.865	-34,7%	-
Ingresos	19.279	10.976	-43,1%	10.872
EBITDA	1.555	707	-54,5%	426
BNA	-447	-559	-	-632
DFN	10.174	7.846	-22,9%	-

* Consenso Bloomberg

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

ArcelorMittal está siendo capaz de **limitar la salida de caja** en un período marcado por la caída de la demanda, **adaptando la producción y conteniendo costes**. Esto ha permitido un EBITDA en el 2T20 de 707M\$, que si bien refleja un descenso -54% a/a, superó las expectativas del mercado y el rango alto de las guías de la compañía.

A pesar del descenso en EBITDA, **el apalancamiento financiero se mantiene estable** (~2,14xDFN/EBITDA), con una deuda financiera neta de 7.800M\$, que se ha recudido desde 9.499M\$ en 1T20 (13.500M\$ deuda bruta) y un buen nivel de liquidez en 11.200M\$ (5.700M\$ en caja y 5.500M\$ en líneas de crédito disponibles).

Hemos revisado al alza nuestras estimaciones de EBITDA al 8,6% 2020E y 3,2% 2021E y nuestra **valoración a 11,00€/acc (vs 9€/acc. ant.)**. Aunque comienzan a verse signos de recuperación, la principal incertidumbre en este perfil cíclico sigue siendo el riesgo de rebrotes que ralenticen la recuperación. **Neutral**.

:: 2T20 mejor de lo esperado, en términos operativos. En resumen, las **principales cifras** comparadas con el consenso de Bloomberg para el 2T20: Ingresos 10.976M€ (-43% a/a) vs. 10.871,7M\$ estimado; EBITDA 707M\$ (-54,5% a/a) vs. 426,9M\$ estimado (482M\$ según consenso de compañía), BNA -559M€ (-447M\$ 2T19) vs -631,6M\$ estimado. El descenso en ventas se debió tanto a volúmenes (14,8MTn de acero, -24% vs 1T20 y -35% a/a) como al descenso en precios medios del acero (-16,6% a/a). La nota positiva vino del Mineral de Hierro (+7,5% t/t en ventas), que también está parcialmente integrado verticalmente.

A pesar de la debilidad del entorno, los resultados del 2T20 superaron las expectativas en términos de EBITDA, (707M\$ en 2T20) tanto frente al consenso, como al rango alto indicado por la propia compañía, que apuntaba entre 400-600M\$.

:: El apalancamiento se mantiene en 2,14x DFN/EBITDA últimos 12M (vs 2,11x 1T20). La deuda neta se redujo a **7.846M\$** (desde los 9.499M\$ del 1T20). Esto supone mantener una **ratio de apalancamiento estable**, a pesar del descenso del EBITDA, en torno a 2,14x DFN/EBITDA de los últimos 12 meses, desde 2,11x en el 1T20. Teniendo en cuenta que tras el cierre del 1T20 la compañía realizó una ampliación de capital y emisión de convertibles por un total de 2.000M\$, esto supone que la salida del caja en el trimestre se ha limitado a unos 400M\$. Por otra parte, **la disponibilidad de liquidez sigue siendo elevada, asciende a 11.200M\$** (vs 9.800M\$, más la línea de crédito de 3.000M\$ al cierre del 1T20).

:: Mantienen objetivos de necesidades de caja y de reducir necesidades de circulante. La compañía mantuvo las expectativas de necesidades de caja para el año en **3.500M\$** (de los que 2.400M\$ corresponden al capex) y sigue centrado en reducir sus necesidades de circulante que esperar **podría liberar hasta 1.000M\$**. Además, la compañía tiene un programa de venta de activos de 2.000M\$ que espera completar hasta mitad 2021E. **Reducir a medio plazo la deuda neta a 7.000M\$ sigue siendo una prioridad** para la compañía.

Revisamos al alza EBITDA estimado 2020E y 2021E. Mantenemos estimaciones de Ventas si bien la contención de costes nos ha llevado a mejorar el EBITDA estimado en +8,6% para 2020E y +3,2% para 2021E, lo que supondría márgenes del 6,4% y 9% respectivamente (desde 5,9%y 8,7% ant.).

Recomendación Neutral. P. Obj. 11€/acc. (revisado desde 9,0€/acc). Reiteramos la recomendación Neutral y revisamos al alza nuestra valoración para reflejar la gestión de costes, que nos ha conducido a **mejorar las proyecciones de márgenes EBITDA esperados**. A pesar de ello, el entorno operativo sigue siendo incierto, especialmente el **riesgo de rebrotes** que ralenticen el ritmo de recuperación.

lodos nuestros informes disponibles en <https://broker.bankinter.com/www/2/broker/es/analisis>

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

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Nota Compañía

12/08/2020 19:14

Cifras en millones de USD

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M\$)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25e
Ingresos	68.679	76.033	70.615	54.632	60.805	63.554	63.953	64.349	64.321	-1,5%
Costes	-60.271	-65.768	-65.420	-51.147	-55.343	-56.963	-57.042	-57.847	-57.817	
EBITDA	8.408	10.265	5.195	3.485	5.462	6.591	6.912	6.503	6.504	3,8%
<i>Margen Ebitda</i>	12,2%	13,5%	7,4%	6,4%	9,0%	10,4%	10,8%	10,1%	10,1%	
EBIT	5.435	6.538	-627	-285	2.802	3.931	3.912	3.503	3.504	n.s.
<i>Margen Ebit</i>	7,9%	8,6%	-0,9%	-0,5%	4,6%	6,2%	6,1%	5,4%	5,4%	
BAI	5.008	4.981	-1.932	-1.836	1.571	2.738	2.805	2.407	2.401	n.s.
BNA	4.569	5.149	-2.454	-2.286	1.253	2.115	2.163	1.870	1.864	n.s.
BPA	4,46	5,04	-2,42	-2,25	1,23	2,08	2,13	1,84	1,83	n.s.

Balance (M\$)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25e
Caja	2.786	2.354	4.995	6.282	7.614	8.715	9.070	9.386	10.865	13,8%
Clientes	3.863	4.432	3.569	3.333	3.344	3.178	3.390	3.411	3.409	-0,8%
Inventarios	17.986	20.744	17.296	16.641	15.529	15.972	16.365	16.583	16.563	-0,7%
Otros act. Corr.	2.110	4.945	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	
Inmovilizado	36.971	35.638	36.231	33.861	34.001	34.141	34.141	34.141	34.141	-1,0%
Otros	21.581	23.135	23.061	23.200	23.346	23.495	23.644	23.794	23.944	0,6%
Total Activo	85.297	91.247	87.907	86.070	86.589	88.255	89.365	90.069	91.678	0,7%
Proveedores	13.428	13.981	12.614	11.399	11.203	11.522	11.599	11.841	11.827	-1,1%
Otros Pas. Corr.	5.197	6.307	5.804	5.804	5.804	5.804	5.804	5.804	5.804	
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	14.667	14.667	14.667	14.667	14.667	14.667	
Patrimonio	40.855	44.108	40.483	40.071	40.956	42.472	43.637	44.231	44.820	1,7%
Total Pasivo	85.297	91.247	87.907	86.070	86.589	88.255	89.365	90.069	91.678	0,7%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R	
+EBIT	2.802	3.931	3.912	3.503	3.504	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre , bajo las	
- Impuestos s/ B° Operativo	-560	-786	-782	-701	-701		
+NOPAT	2.241	3.145	3.129	2.802	2.803		
+Amortizaciones	2.660	2.660	3.000	3.000	3.000		
- Inversión en circulante	904	43	-529	3	7		
- Inversión en activo fijo	-2.800	-2.800	-3.000	-3.000	-3.000		
Flujo de Caja Libre	3.005	3.048	2.601	2.805	2.810		30.316
EV	29.644 M\$						WACC 10,0%
-DFN	-7.848 M\$						g 0,70%
- Minoritarios, compr. Pensiones y otros	-13.350 M\$						
+ Asociadas	6.668 M\$						
EqV	15.113 M\$					PER'21e implícito	
Precio objetivo (x Acc.)⁽¹⁾	11,0 €/acción					EV/EBITDA'21 implícito	
(1) tipo de cambio aplicado, promedio 3M						12,1 x	
						5,4 x	

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

P° Objetivo	Tasa de crecimiento sostenido	Tasa de crecimiento sostenido								
		-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,70%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%
Coste	8,0%	14,8	15,2	15,7	16,2	16,8	17,3	17,9	18,6	19,3
medio	8,5%	13,3	13,7	14,1	14,6	15,0	15,5	16,0	16,6	17,2
de los	9,0%	12,0	12,4	12,7	13,1	13,5	13,9	14,4	14,9	15,3
Recursos	9,5%	10,8	11,1	11,5	11,8	12,2	12,5	12,9	13,3	13,8
(WACC)	10,0%	9,8	10,1	10,3	10,6	11,0	11,3	11,6	12,0	12,4
	10,5%	8,8	9,1	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	11,1
	11,0%	8,0	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2	9,4	9,7	10,0
	11,5%	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	9,0
	12,0%	6,5	6,6	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,1

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisi>
- 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 COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [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	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	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