

Sector Industrial

Mantenemos recomendación en Vender, puesto que la valoración está cuestionada por contexto de mercado y negocio.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 5.950 M/acc.  
 Último 3,3 €/acc.  
 Nº Acciones: 1.803 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 10,6 / 3,001€/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: MTS.MC / MTS.SM

Principales cifras y ratios

M\$	2016e.	2017e.	2018e.	2019e.	TAMI (1)
Ingresos	64.227	70.810	74.393	81.238	8,1%
Ebitda	5.780	6.585	6.770	7.393	8,5%
Mg Ebitda	9,0%	9,3%	9,1%	9,1%	
BNA	-795	197	384	946	n.r.
BPA €/acc.	-0,44x	0,11x	0,21x	0,52x	n.r.
Yield (2)	0,0%	6,1%	6,1%	15,2%	
DFN	12.668	11.826	7.839	7.289	-16,8%
DFN/Ebitda	2,19x	1,80x	1,16x	0,99x	

(1) Incremento 2015/2018. (2) Rentabilidad dividendo, asumiendo que no abonará con cargo a 2015 y 2016.

Evolución trimestral y 9M'15

M\$	3T'15	a/a	9M'15	a/a
Ingresos	15.589	-22%	49.597	-18%
Ebitda	1.351	-29%	4.128	-23%
BNA	-711	vs. 22	-1260	vs. -131
BPA \$/acc.	-0,40	0,01	-0,70	-0,08
DFN	16.800	-5,6%	16.800	-5,6%
P. Neto	36.059	-22%	36.059	-22%
P. Acero	21,1	-1,8%	64,8	1,4%

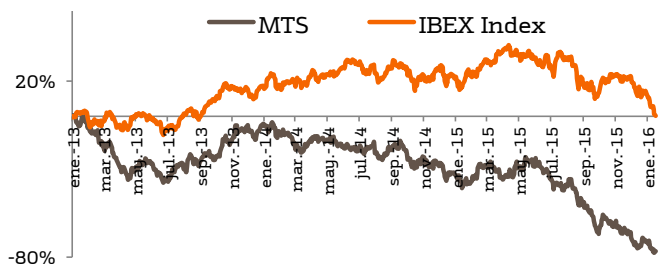
Guidance 2015

M\$	Compañía	Análisis Bkt
EBITDA	5.200-5.400	5.050
DFN	15.800	15.762
Capex	2.800	2.800

Valoración, resumen

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	23,2%
Coste de la deuda (Kd)	7,5%
Prima de riesgo (Rp)	13,7%
Tasa libre de riesgo (RFR)	2,2%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	18,5%
Beta (5 años)	1,54
Precio objetivo (€/acc.)	4,4
Cotización (€/acc.)	3,3
Potencial de revalorización	34%

Comparativa ARCELORMITTAL VS IBEX-35



Fuentes: Análisis Bankinter y Bloomberg

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso  
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

ArcelorMittal

Precio Objetivo: 4,4 €  
 Recomendación: Vender

Atractiva por valoración, pero el riesgo no compensa (MM.PP. y Brasil).- Seguimos recomendando Vender, debido a que los resultados de la compañía no empezarán a mejorar hasta 2017, demasiado tiempo en un contexto de mercado tan convulso como el actual.-

ArcelorMittal (MTS) se ha visto afectada por varios factores, entre ellos la caída del precio de las *commodities* y el debilitamiento a nivel global, particularmente China y Brasil. Todo ello en un contexto de mercado adverso, lo que no favorece a las empresas altamente cíclicas. ¿Ha cambiado algo? ¿Es momento de Comprar el valor? Nuestra opinión es NO. Nuestra valoración indica - incluso bajo unas hipótesis conservadoras (coste de los recursos o WACC superior a 18%) - que la compañía está infravalorada (obtenemos un potencial superior al 30%, Precio Objetivo 4,4€/acc.), pero consideramos que el riesgo de desviación sobre estimaciones es muy elevado en un contexto tan incierto como el actual.-

:: Resultados 3T'15 débiles.-

Cifras principales: Ingresos: 15.600M\$ (-22%); Ebitda 1.350M\$ (-29%); Resultado Neto -711M\$ como consecuencia del deterioro de valor de sus inventarios de acero. Además recortó la inversión prevista desde 3.000M\$ hasta 2.800M\$ y suspendió el pago de dividendo 2015. Estimamos que tampoco abonará en 2016.

:: Incertidumbre en el Precio de las Materias Primas.-

La caída de las *commodities* se ha debido en gran parte a la desaceleración de China. El principal problema es la falta de visibilidad en su recuperación. Además existe una sobrecapacidad de acero en Europa, lo que también lastra al precio. Por eso, es probable que se aprueben medidas *antidumping* en Europa.

:: La desaceleración de Brasil impacta directamente.-

Continuará presionando al valor por dos vías. (i) La propia desaceleración del país que sufre una importante contracción de su PIB (-4,5% en 3T'15) y de donde procede el 14% de sus ventas (a 3T'15). (ii) Su desaceleración afecta al precio de las *commodities*.

:: Caída de la demanda final de acero.-

Se está produciendo una caída de la demanda final de acero, la propia MTS redujo a la baja su estimación para 2015 hasta 0% desde +1,5%.

:: Endeudamiento muy elevado.-

Según nuestras estimaciones la deuda financiera neta cerrará 2015 en torno a 15.762M€, lo que supondrá 3,1x Ebitda y Patrimonio Neto/DFN en torno a 2,75x. Este elevado endeudamiento hace que tenga que afrontar unos fuertes costes financieros. A cierre de 9M'15 en torno a 966M\$, 70% del Ebitda.

A pesar ello, identificamos algunos aspectos positivos: (i) Desarrolla su negocio en países desarrollados, el 86% de sus ventas provienen de Europa y EE.UU. El único emergente destacado es Brasil. (ii) Medidas *antidumping* en EE.UU. y Europa.

En coherencia, situamos nuestra recomendación en Vender, a pesar de que el Precio Objetivo ofrece un potencial generoso (4,4€/acc. +34%), esperado si la situación mejora. Pensamos que los riesgos aludidos no compensan la posible rentabilidad. Esto es razonable para una compañía cíclica: en momentos de ralentización económica sufren mucho y en un contexto alcista registran fuertes ganancias, momento que pensamos todavía no ha llegado.

Cuando el ciclo se vuelva más benigno, con reducción de costes de financiación e incremento de la demanda final, se introduzcan medidas *antidumping* y se reduzca la incertidumbre en cuanto a las materias primas, revisaremos al alza nuestra recomendación.

:: Síntesis de Valoración:

Hemos valorado MTS mediante el método de descuento de flujos de caja. Estimamos que los ingresos aumentarán (TAMI o Tasa Media Anual de Incremento) +8% en los próximos cuatro años y el Ebitda +10%. El WACC (coste ponderado de capital) es 18,5% y la Prima de Riesgo 13,7%, exigente pero que recoge su presencia en Brasil y la incertidumbre sobre MM.PP.

Ramón Carrasco

Ana Achau (Asesoramiento)

Esther Gutierrez de la Torre

PYG Resumida (M€)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 15/20
<b>Ingresos</b>	<b>62.344</b>	<b>64.227</b>	<b>70.810</b>	<b>74.393</b>	<b>81.238</b>	<b>90.401</b>	<b>7,7%</b>
Costes	57.294	58.447	64.225	67.624	73.845	82.175	7,5%
<b>EBITDA</b>	<b>5.050</b>	<b>5.780</b>	<b>6.585</b>	<b>6.770</b>	<b>7.393</b>	<b>8.227</b>	<b>10,3%</b>
<i>Margen Ebitda</i>	8,1%	9,0%	9,3%	9,1%	9,1%	9,1%	
<b>EBIT</b>	<b>-365</b>	<b>543</b>	<b>1.470</b>	<b>1.713</b>	<b>2.326</b>	<b>2.279</b>	<b>n.r.</b>
Margen Ebit	-0,6%	0,8%	2,1%	2,3%	2,9%	2,5%	
<b>BAI</b>	<b>-1.748</b>	<b>-795</b>	<b>157</b>	<b>512</b>	<b>1.261</b>	<b>1.190</b>	<b>n.r.</b>
Impuesto de Sociedades	0	0	39	-128	-315	-298	n.r.
<b>BNA</b>	<b>-1.748</b>	<b>-795</b>	<b>197</b>	<b>384</b>	<b>946</b>	<b>893</b>	<b>n.r.</b>
<b>BPA</b>	<b>-0,97</b>	<b>-0,44</b>	<b>0,11</b>	<b>0,21</b>	<b>0,52</b>	<b>0,50</b>	
<b>Balance resumido (M€)</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>TAMI 15/20</b>
<b>Inmovilizado</b>	<b>68.507</b>	<b>66.545</b>	<b>65.361</b>	<b>65.022</b>	<b>65.616</b>	<b>66.463</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Activo Circulante</b>	<b>26.843</b>	<b>28.199</b>	<b>31.178</b>	<b>32.021</b>	<b>33.570</b>	<b>36.052</b>	<b>6,1%</b>
<i>Existencias</i>	15.909	15.133	15.908	16.305	17.360	18.823	3,4%
<i>Deudores</i>	4.609	4.681	4.995	4.973	4.690	4.702	0,4%
<i>Tesorería</i>	3.194	5.158	6.953	7.321	7.994	8.896	22,7%
<i>Otros activos corrientes</i>	3.132	3.226	3.323	3.423	3.525	3.631	3,0%
<b>Total Activo</b>	<b>95.350</b>	<b>94.744</b>	<b>96.539</b>	<b>97.043</b>	<b>99.186</b>	<b>102.515</b>	<b>1,5%</b>
Patrimonio Neto	43.412	42.617	42.453	42.476	42.520	42.511	-0,4%
<b>Pasivo Circulante</b>	<b>10.099</b>	<b>8.720</b>	<b>9.242</b>	<b>10.295</b>	<b>11.628</b>	<b>13.251</b>	<b>5,6%</b>
Deuda Financiera	18.955	17.826	18.778	15.159	15.283	15.998	-3,3%
<i>Deuda Financiera Neta</i>	<i>15.762</i>	<i>12.668</i>	<i>11.826</i>	<i>7.839</i>	<i>7.289</i>	<i>7.102</i>	<i>-14,7%</i>
Otros Pasivos	22.884	25.581	26.066	29.113	29.756	30.755	6,1%
<b>Total Pasivo</b>	<b>95.350</b>	<b>94.744</b>	<b>96.539</b>	<b>97.043</b>	<b>99.186</b>	<b>102.515</b>	<b>1,5%</b>
<b>Valoración Descuento Flujos de Caja Libre</b>		<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	
<b>BNA</b>		<b>-795</b>	<b>197</b>	<b>384</b>	<b>946</b>	<b>893</b>	V.Residual: 9.393 €
Amortiz. & Prov.		-5.238	-5.116	-5.056	-5.066	-5.947	
<b>CFN</b>		<b>4.443</b>	<b>5.312</b>	<b>5.440</b>	<b>6.012</b>	<b>6.840</b>	
Financieros (1-T)		1.003	984	901	799	817	
<b>CFO</b>		<b>5.446</b>	<b>6.297</b>	<b>6.341</b>	<b>6.811</b>	<b>7.657</b>	
(-)Inversiones		-3.276	-3.931	-4.717	-5.661	-6.793	
+/- Var. (AC-PC)		-676	-566	677	560	148	
<b>CFLO</b>		<b>1.494</b>	<b>1.799</b>	<b>2.301</b>	<b>1.710</b>	<b>1.012</b>	

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Equity Value

WACC	g	g				
		0,15%	0,45%	0,75%	1,05%	1,35%
17,86%	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7	
18,16%	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	
18,46%	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	
18,76%	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	
19,06%	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	

Potencial

WACC	g	g				
		0,15%	0,45%	0,75%	1,05%	1,35%
17,9%	37%	38%	39%	40%	41%	
18,2%	35%	36%	37%	38%	39%	
18,5%	33%	33%	34%	35%	36%	
18,8%	30%	31%	32%	33%	34%	
19,1%	28%	29%	30%	31%	31%	

Las tablas de la derecha muestran una matriz de sensibilidad que recoge nuestro Precio Objetivo bajo una hipótesis en escenario central de 4,4€/acc., aplicando una tasa WACC (coste de los recursos) de 18,5% y una tasa de crecimiento (g) de 0,75%. Bajo esta hipótesis, el potencial ascendería a +34%.

En cambio, si la tasa WACC se eleva y el crecimiento cae, el peor escenario posible, el Precio Objetivo se situaría en 4,2€/acc. y potencial +28%.

Finalmente, en el mejor escenario posible, la combinación entre un WACC de 17,9% y g de 1,35%, ofrecería un potencial de +41% y el Precio Objetivo ascendería a 4,7€/acc.

Hipótesis	
g	0,75%
Beta	1,54
RP	13,7%
RFR	2,2%
Kd	7,5%
Ke	23,2%
Wd	30,2%
We	69,8%
WACC	18,5%

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.

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

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

## Análisis por Comparables. ¿Cómo es la situación de Arcelor vs. principales competidores?

Compañía	Capitalización (M€)	Per15e	Per16e	EV/Ventas 2015e.	EV/Ventas 2016e.	EV/Ebitda 2015e.	EV/Ebitda 2016e.	ROE 2016e	Rent. Divid. 2016e.
<b>ArcelorMittal</b>	<b>5.662</b>	<b>n.p.</b>	<b>n.p.</b>	<b>0,40</b>	<b>0,40</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>0,16%</b>	<b>0,0%</b>
TENARIS	10.660	23,90	23,3	1,40	1,50	7,61	7,30	3,8%	4,4%
VOESTALPINE	4.199	8,02	8,72	0,70	0,70	5,04	5,06	11,2%	4,4%
ALLEGHENY	828	n.p.	51,90	0,60	0,60	18,16	6,36	0,2%	5,8%
UNIT. ST.STEEL	925	n.p.	n.p.	0,30	0,30	14,23	8,62	n.p.	2,9%
SALZGITTER	1.125	50,57	11,59	0,10	0,10	2,69	2,28	3,3%	2,0%
<b>MEDIA SECTOR</b>	<b>3.900</b>	<b>27,50</b>	<b>23,87</b>	<b>0,58</b>	<b>0,60</b>	<b>8,77</b>	<b>5,72</b>	<b>0,04</b>	<b>3,3%</b>

**Análisis por Comparables:**

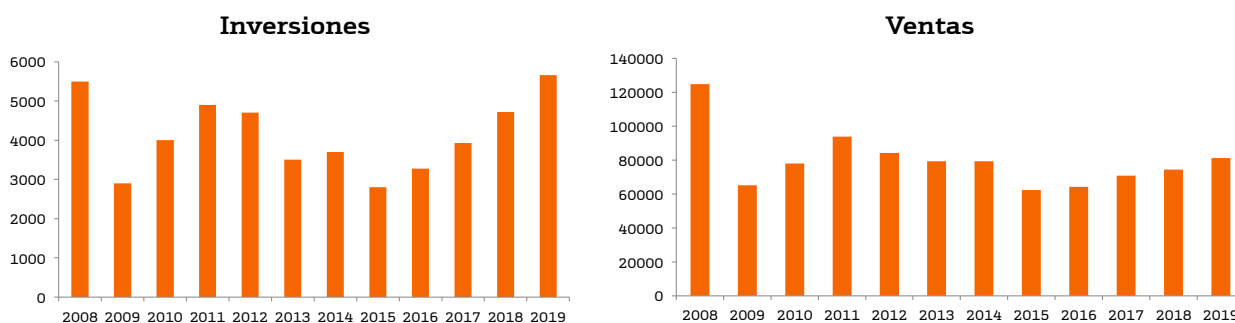
La tabla anterior ofrece una comparativa por multiplicadores de ArcelorMittal con respecto a sus principales competidores, compañías lo más similares posibles según nuestro criterio.

Se aprecia cómo el PER no es un ratio interesante puesto que estimamos que la Compañía incurrirá en pérdidas tanto en 2015 como en 2016. En cambio, sí proporciona información el ratio Enterprise Value/Ventas tanto para 2015 como para 2016, ya que refleja que ArcelorMittal cotiza a un nivel inferior a la media (0,40 tanto en 2015 como en 2016 vs 0,58 y 0,60 de media respectivamente). Si se realiza el mismo cálculo para 2015 y 2016 con respecto al nivel de Ebitda, el resultado es similar: se obtiene un resultado de 4,9x y 4,7x, niveles considerablemente inferiores a 8,8x y 5,7x respectivamente.

A pesar de que en términos de valoración puede parecer atractiva, se puede observar en la tabla que el ROE es 0,16%, nivel que compara con 3,75% de la media del resto de compañías. Estos niveles tan reducidos de ROE responden a un momento de ciclo que pierde tracción, para una compañía muy cíclica. En un contexto alcista los niveles de ROE deberían ser considerablemente superiores.

Finalmente, asumimos que ArcelorMittal no abonará dividendo ni en 2015 ni en 2016, periodo durante el cual el resto de competidoras sí ofrecerán una rentabilidad atractiva, de media 3,3% (2016).

## Estimaciones conservadoras de MTS, tanto en inversiones como en Ventas.



Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

## Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso

Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José

Ramón Carrasco

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.