

Informe Security: CAP

Martín García-Huidobro. (mgarciahuidobro@security.cl)

Febrero 2017

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR
Precio Objetivo a 12-18 meses: \$8.080
Precio de Mercado : \$7.300
MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE CAP

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Precio/Utilidad	21,0	6,5	5,3	8,9	12,2	18,6
Bolsa/Libro	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,1	5,1	3,7	4,5	4,9	5,2

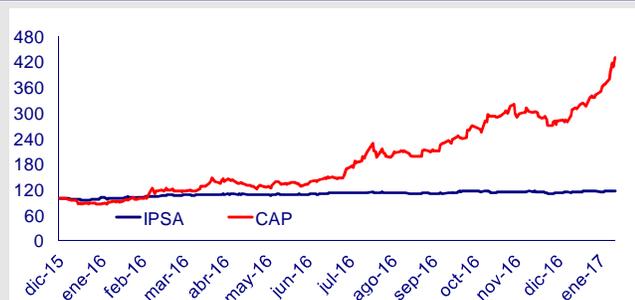
**VALORIZACIÓN CAP
(Miles de dólares)**

Valor Económico de Activos	3.518
Valor Presente Flujo de Caja	2.732
Caja	224
Inv. En Emp. Rel.	0,0
Valor de Deuda Financiera	-1.193
Interés Minoritario	-497
Valor del Patrimonio	1.828
Número de Acciones*	149
Precio Objetivo 12 Meses**	8.073

En millones de acciones *

**FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)**

FLUJO CAJA CAP	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Resultado Operacional	82,0	220,4	400,9	260,8	204,3
Impuestos	22,5%	24,0%	25,5%	27,0%	27,0%
Resultado después de impuesto	63,5	167,5	298,6	190,3	149,2
Royalty	-1,9	-8,9	-18,1	-11,5	-9,0
Depreciación	198,6	213,1	181,8	185,2	188,2
Inversión bruta	-60,2	-68,0	-120,0	-100,0	-70,0
Capital de Trabajo	-50,4	8,9	1,2	-0,8	-2,3
Flujo Caja Libre	149,7	312,5	343,5	263,3	256,1

EVOLUCIÓN CAP V/S IPSA


Hemos actualizado nuestra cobertura de CAP, estimando un precio objetivo de \$ 8.080 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación de Sobreponderar.

En 2016, el precio de hierro con 62% de contenido, cerró en un promedio de US\$ 58,4 por tonelada (con un mínimo de US\$ 39,5/ton y un máximo de US\$ 83,5/ton) dejando de manifiesto su alta volatilidad.

Una serie de factores estarán condicionando el precio de este mineral en el corto y mediano plazo. Por un lado, el precio del carbón se ha ajustado luego del alza de más de 200% que obtuvo en 2016, lo cual implicaría volver a premios por mayor grado de hierro de US\$ 1,5 por punto porcentual. En segundo lugar, se esperan buenas perspectivas para la elaboración de acero en China -principal motor de crecimiento para la demanda de hierro. Las exportaciones netas de acero en China han disminuido desde julio de 2016, mientras que las importaciones de hierro mostraron un alza de 33% en el 4Q16 a/a, indicándonos un aumento de la demanda interna de acero en el país. Pero también hay que recalcar que se espera un alza en la oferta de hierro con la entrada de 76 MM de toneladas en 2018 y 53 MM de toneladas para 2019 (alrededor de un 10% de la oferta actual), lo que será una presión a la baja en el precio del hierro a partir de 2018.

Dado lo anterior, para el corto plazo, esperamos estabilidad ante el impulso en el sector industrial chino; no obstante, en el largo plazo se situaría en torno a US\$ 50 /ton en términos reales.

En este sentido, cabe destacar la mayor eficiencia lograda por CAP, junto con la baja del precio del petróleo, que le ha permitido reducir su *cash cost* en más de un 39% desde 2014.

El principal riesgo para nuestra valorización vendría de las perspectivas de largo plazo para el precio del hierro. Lo anterior tiene relación con un dinamismo distinto a lo estimado en la industria acerera china, un menor crecimiento esperado por parte de su sector industrial y la nueva oferta entrante por parte de los "cuatro grandes" (Rio Tinto, Vale, BHP y Fortescue) lo cual afectaría directamente al mineral.

VALORIZACIÓN CAP

La valorización económica de CAP se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$ 8.080 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Ingreso por Ventas	1.475	1.636	1.907	1.735	1.679	1.625
Crecimiento (%)		11%	17%	-9%	-3%	-3%
Costo de Ventas	1.285	1.314	1.351	1.328	1.331	1.331
Gastos de Adm. Y Ventas	82	76	82	79	79	78
Resultado Operacional	82	220	401	261	204	153
Crecimiento (%)		169%	82%	-35%	-22%	-25%
% Sobre Ingresos	6%	13%	21%	15%	12%	9%
EBITDA	287	443	639	495	439	387
% Sobre Ingresos	19%	27%	33%	29%	26%	24%
Crecimiento (%)		54%	44%	-22%	-11%	-12%
Utilidad Neta	2,1	148,2	227,2	135,6	98,7	65,0

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

FLUJO CAJA CAP	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Resultado Operacional	82,0	220,4	400,9	260,8	204,3
Impuestos	22,5%	24,0%	25,5%	27,0%	27,0%
Resultado después de impuesto	63,5	167,5	298,6	190,3	149,2
Royalty	-1,9	-8,9	-18,1	-11,5	-9,0
Depreciación	198,6	213,1	181,8	185,2	188,2
Inversión bruta	-60,2	-68,0	-120,0	-100,0	-70,0
Capital de Trabajo	-50,4	8,9	1,2	-0,8	-2,3
Flujo Caja Libre	149,7	312,5	343,5	263,3	256,1

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Dólares)

Valor Económico de Activos	3.518
Valor Presente Flujo de Caja	2.732
Caja	224
Inv. En Emp. Rel.	0,0
Flujo Residual	0
Valor de Deuda Financiera	-1.193
Interés Minoritario	-497
Valor del Patrimonio	1.828
Número de Acciones*	149
Precio Objetivo 12 Meses**	8.073

En millones de acciones *

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Precio/Utilidad	21,0	6,5	5,3	8,9	12,2	18,6
Bolsa/Libro	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,1	5,1	3,7	4,5	4,9	5,2

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

	Tasa de descuento relevante (US\$)					
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	
Tasa de crecimiento a perpetuidad (US\$)	2,0%	7.930	7.451	7.030	6.658	6.326
	3,0%	8.576	7.986	7.478	7.036	6.648
	4,0%	9.474	8.712	8.073	7.529	7.061
	5,0%	10.811	9.753	8.900	8.198	7.609
	6,0%	13.008	11.372	10.131	9.157	8.372

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

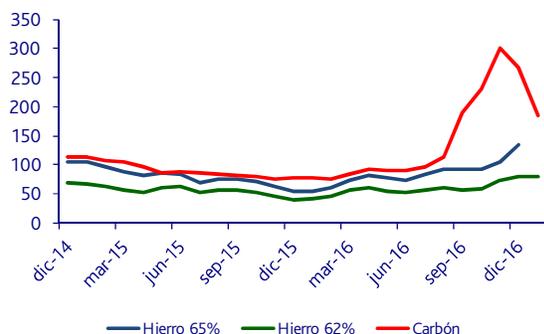
¿Qué pasó en 2016?

Luego que el precio del hierro tocara fondo en diciembre de 2015 (US\$38/t), China realizó un estímulo de RMB 14 trillones aproximadamente, el cual dio un empuje a la economía para alcanzar su crecimiento objetivo. Sólo en los diez primeros meses de 2016, la venta de propiedades subió un 10% a/a y la venta de automóviles tuvo un alza de 14%, siendo ambos sectores intensivos en uso del acero. Junto con lo anterior, el país asiático clausuró las plantas poco seguras, contaminantes e ineficientes de carbón, en el marco de un plan de reducción de 1 billón de toneladas en la producción de los próximos 3 a 5 años (con un valor estimado de clausuras de 250 millones de toneladas en 2016). Además se redujeron los días laborales para las plantas de 360 días a 276 días por año.

Por su parte, en Australia se produjeron problemas en las exportaciones de carbón debido a mantenencias de rieles de tren en Queensland y problemas de producción en algunas plantas. Por otro lado, Indonesia tuvo retrasos en la entrega de sus exportaciones y EE.UU. ha seguido disminuyendo la producción de este mineral.

Todo lo anterior trajo como consecuencia un alza de más de 200% en el precio del carbón, provocando un aumento de la demanda de hierro de alta calidad (ante el alto valor del carbón, se reduce la cantidad usada en la producción de acero y se incrementa la cantidad de hierro de alto porcentaje). Esto, junto a otros factores a mencionar por el lado de la oferta, impulsaron la demanda del mineral influyendo en el alza del precio desde sus mínimos hasta US\$80/t a fines de 2016.

**Gráfico 1: HIERRO V/S CARBÓN
(US\$/TON)**



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

**Gráfico 2: PRECIO HIERRO 62%
(US\$/TON)**



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

Como mencionamos, la oferta de hierro también se vio afectada. El desastre de Samarco en Brasil a fines de 2015 sacó 28 MM de toneladas del mercado (un 2% de la oferta mundial), y aún no hay fecha establecida para la reapertura de ésta. Junto con esto, el proyecto de Vale (S11D), que tiene una capacidad total de 90 MM de toneladas, ha tomado más tiempo del considerado para que funcione a plena capacidad. Lo anterior fue parte de las causas que explicaron el alza de precios del hierro durante el 2016.

Dado que se espera que las presiones de oferta del carbón se vayan aminorando en el transcurso del año y se vuelva a premios por mayor ley de mineral en torno a US\$1,5 por punto porcentual y en la medida que se internalice el ingreso de nueva capacidad, esperamos un ajuste en el precio del hierro que se sentiría con mayor fuerza a partir de 2018.

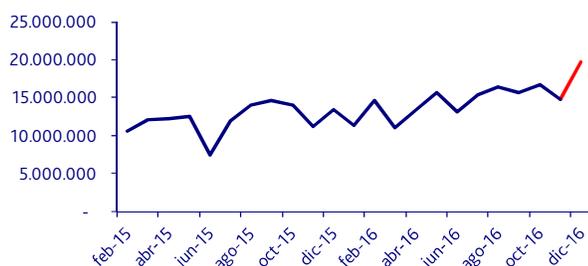
Hierro en 2017

La demanda de hierro para este año dependerá del sector de construcción e infraestructura en China (responsable del 50% del consumo de acero en ese país), el cual seguirá absorbiendo la mayor producción de hierro proveniente de Australia y Brasil. Las importaciones del mineral marcaron su récord subiendo 33% en el 4Q16 a/a. Junto con esto, el índice PMI de acero en China de noviembre fue de 55,6 puntos, marcando una tendencia alcista desde los 49,5 puntos alcanzados en enero del año pasado.

Se espera un primer semestre positivo para el sector de infraestructura en China, lo cual se ve reflejado positivamente en la demanda por hierro para la producción de acero.

Las exportaciones de acero en China, las cuales nos indican el exceso no consumido por el país, disminuyeron a fines de 2016 al mismo tiempo que la producción de acero se mantuvo estable. En 2016 se produjeron 808 MM de toneladas y se esperan 800MM de toneladas para el 2017. Con esto, las exportaciones netas fueron 100 MM de toneladas durante el año pasado y se espera sean 90 MM de toneladas para este año, lo cual implicaría un aumento de 10% de la demanda interna. Esto podría ser un factor de presión al alza tanto en el precio del acero como del hierro.

Gráfico 3: IMPORTACIONES DE HIERRO EN CHINA (TONELADAS)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Gráfico 4: EXPORTACIONES DE ACERO EN CHINA (Toneladas)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Para el 2018 se espera un alza en la oferta de hierro proveniente principalmente de los "Cuatro grandes" (Vale, Rio Tinto, BHP y Fortescue), los cuales han priorizado mayores volúmenes para ganar participación de mercado, lo que ha reemplazado envíos desde otras latitudes cuya producción es menos competitiva, como por ejemplo India. Esta dinámica continuará con la ampliación y entrada de nuevos proyectos en las regiones de Carajas en Brasil y Pilbara en Australia, con costos por tonelada que se encuentran por debajo de US\$ 30 /ton. El principal entrante es el proyecto de Vale (S11D), el cual tiene una capacidad de 90 MM. Con todo, la oferta aumentaría en torno a 76 MM toneladas en 2018 y 53 millones en 2019 (alrededor de un 10% de la oferta actual).

Cuadro 6: PRICIPALES PROYECTOS DE HIERRO

País	Compañía	Proyecto	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Australia	Río Tinto	Pilbara Integrated Production System	330	340	350	360	360
Australia	BHP Billiton	Rapid Growth Project 6	270	280	290	290	290
Brazil	Vale	Carajas - Northern System	160	170	170	170	170
Brazil	Vale	S11D	15	30	70	90	90
Australia	Hancock Prospecting	Roy Hill	35	45	55	55	55
Brazil	BHP/Vale	Samarco	0	5	15	30	30
Brazil	Anglo American	Minas Rio	17	20	23	23	23

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

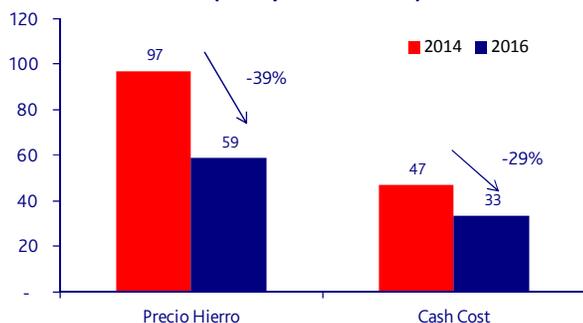
Mejoras en eficiencia muestran sus resultados

En el caso particular de CAP, por el lado de los ingresos, la compañía vende un mineral con una ley promedio de 68%, lo que se traduce en un premio en relación al precio internacional del hierro al 62% (entre US\$ 1,5-2 por punto porcentual adicional). Sin embargo, el precio implícito en los ingresos de la compañía está denominado en términos FOB (*Freight on Board*), por lo que para hacerlo comparable con el índice internacional, se le debe restar el envío hacia China (actualmente en US\$ 12-13 /ton).

En los últimos dos años, la compañía ha tenido una importante caída en su costo por tonelada (gráfico 6), lo que ha ayudado en parte a mejorar sus márgenes Ebitda en 5,8 pp en dicho período (cerrando 2016 en 27,1%). CMP logró manejar la crisis durante la baja en el precio del hierro, haciendo más eficientes sus líneas de producción. No obstante, el espacio para nuevas mejoras estaría más acotado.

En adelante, estimamos que el *cash cost* promedio por tonelada (calculado como costo de venta menos depreciación y amortizaciones, dividido por el total de toneladas) esté en torno a US\$ 33-35 /ton en promedio para 2017-2019.

Gráfico 5: CAÍDAS EN PRECIOS Y EN COSTP POR TONELADA (US\$ por tonelada)



Fuente: Bloomberg, Cap y Departamento de Estudios Security.

Gráfico 6: CASH COST EFECTIVO Y PROYECTADO CAP (US\$ por Tonelada)



Fuente: Reportes Cap y Departamento de Estudios Security.

Sensibilidad Precio Objetivo vs Precio del Hierro

En el siguiente cuadro mostramos la variación en el precio objetivo de CAP de acuerdo a distintos escenarios de largo plazo en el precio del hierro (efectivo desde 2021 en adelante).

Cuadro 7: SENSIBILIZACIÓN PRECIO OBEJTIVO CAP

Precio Hierro	45	50	55	60	65	70	80
Precio Objetivo CAP	6.664	8.073	9.481	10.890	12.299	13707	16525

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Nuevo escenario de precios del hierro mejoró perfil financiero

Luego que a fines de 2015 el precio del hierro alcanzara mínimos por debajo de los US\$40/ton, la compañía enfrentó un importante ajuste en su perfil financiero al ver elevar su ratio Deuda Neta/Ebitda desde bajo 1,0x en 2013 a 2,8x en 2015, situación que se mantuvo durante el 1T16. De la misma forma, el ratio de cobertura de gastos financieros pasó de 17,5x en 2013 a 4,7x en 2015. En 2016, las condiciones mejoraron gracias a la recuperación del precio del mineral, volviendo a dejar a la compañía en una situación financiera más fortalecida.

Ante la alta dependencia de los resultados de la compañía al precio del hierro, sensibilizamos estos ratios en función de distintos escenarios de Ebitda esperado para 2018 (ver cuadro 8).

Cuadro 8: PERFIL FINANCIERO

Multiplos a 2018

	45	50	55	60	65	70
Precio Hierro	45	50	55	60	65	70
EBITDA/Gto Fin	4,3	5,2	6,1	7,0	7,9	8,8
Deuda Neta/EBITDA	2,1	1,8	1,5	1,3	1,2	1,0

*Covenants: Ebitda/Gto Fin \geq 2,5 y Deuda Neta/Ebitda \leq 4,75

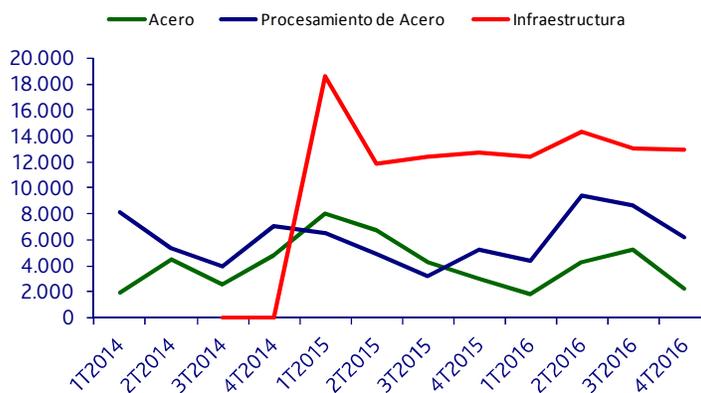
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Aporte de CAP Infraestructura supera al del negocio de acero

A partir de 2015, la compañía comenzó a reportar los datos de CAP Infraestructura, filial que a diciembre de 2016 ha agregado US\$ 42 millones en ingresos y US\$ 52,7 millones al Ebitda consolidado (como comparación, es superior al aporte al Ebitda de acero y procesamiento de acero combinados). Este negocio considera la operación de una planta desalinizadora (Cleanairtech), una línea de transmisión eléctrica (Tecnocap) y la operación de Puerto Las Losas, en la III Región.

En particular, la planta desalinizadora posee una capacidad actual de 400 litros por segundo (lt/s) y podría ser ampliada hasta 600 lt/s. Según estimaciones de la administración, esta operación generaría anualmente un Margen Ebitda en torno al 70%, y sus flujos no presentarían mucha volatilidad, debido a que los ingresos por litro fueron pactados bajo contratos de largo plazo. La planta abastece principalmente las operaciones de Cerro Negro Norte. En tanto, la línea de transmisión eléctrica entrega servicios al área minera y a Sunedison.

Gráfico 7: EBITDA POR LÍNEA DE NEGOCIO



Fuente: Departamento de Estudios Security

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (diciembre 2016). Consideramos como caja la cuenta efectivo y equivalentes a efectivo, junto con los depósitos a plazo y las inversiones financieras (detalle en la cuenta otros activos financieros).
- En materia tributaria, se asumió que la tasa de impuestos en Chile alcanza paulatinamente 27% el año 2018. La tasa de royalty minero se estableció en 5% sobre el resultado operacional del área minera.
- A partir de 2027 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 4%.
- El tipo de cambio utilizado para el cálculo del precio de la acción corresponde a \$660.
- Los precios estimados para el hierro se resumen en el siguiente cuadro:

**Cuadro 8: PRECIOS EFECTIVOS Y ESTIMADOS PARA HIERRO 62%
(Dólares por Tonelada)**

	2016	2017E	2018E	2019E	LP REAL
Hierro	58	75	65	60	50

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°9.

Cuadro 9: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE CAP EN DÓLARES

Tasa libre de Riesgo	4,1%
Premio por Riesgo Accionario	6,0%
Tasa de Mercado	10,1%
Beta	1,3
Deuda Financiera sobre Activos	30%
Patrimonio sobre Activos	70%
Costo Deuda	8,1%
Costo Patrimonio	11,9%
Wacc Nominal	10,10%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cguzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jcariola@security.cl	(562) 25842392
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rodelrio@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerenta de Estudios Renta Variable	cperezs@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Renta Fija Corporativa	jayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista de Inversiones	pabarahona@security.cl	(562) 25842049
Sebastian Hartmann E.	Analista de Inversiones	shartmann@security.cl	(562) 25844985
Martín García-Huidobro	Analista de Inversiones	mgarciahuidobro@security.cl	(562) 25842391
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl	(562) 25815533
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yegonzalez@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	alema@security.cl	(562) 25844540

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: hv_Security