

Informe Security: CAP

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

Agosto 2017

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$7.600

Precio de Mercado : \$6.825

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE CAP

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Precio/Utilidad	31,5	10,7	9,6	12,5	21,7
Bolsa/Libro	0,2	0,6	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	7,6	6,5	5,3	6,1	7,8

VALORIZACIÓN CAP
(Miles de dólares)

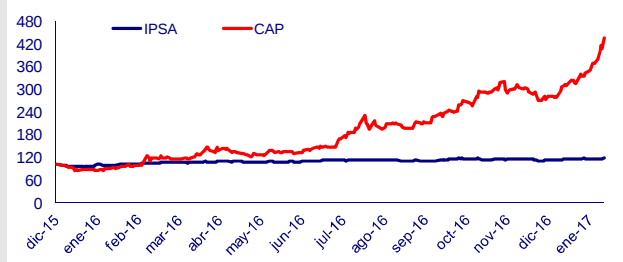
Valor Económico de Activos	3.530
Valor Presente Flujo de Caja	2.813
Caja	239
Inv. En Emp. Rel.	717,2
Valor de Deuda Financiera	-1.157
Interés Minoritario	-570
Valor del Patrimonio	1.803
Número de Acciones*	149
Precio Objetivo 12 Meses**	7.602

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	348,5	292,7	191,6
Impuestos	22,5%	24,0%	25,5%	27,0%	27,0%
Resultado después de impuesto	63,5	167,5	259,6	213,7	139,9
Royalty	-1,9	-8,9	-15,0	-11,9	-6,6
Depreciación	198,6	213,1	193,9	178,0	162,8
Inversión bruta	-60,2	-68,0	-120,0	-120,0	-100,0
Capital de Trabajo	-50,4	8,9	-22,9	9,9	21,6
Flujo Caja Libre	149,7	312,5	295,6	269,6	217,7

EVOLUCIÓN CAP V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de CAP, estimando un precio objetivo de \$ 7.600 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación de Sobreponderar.

En 2017, el precio de mineral ferroso con 62% de contenido, ha promediado los US\$ 73,4 /ton. Mostrando una alta volatilidad con un máximo de US\$94,8/ton y un mínimo de US\$ 53,3/ton a la fecha actual. Así, ajustamos a la baja la proyección del precio del hierro para 2017 a US\$ 70/ton, mientras que mantenemos el precio de largo plazo en US\$ 50/ton en términos reales.

En términos de costos, el precio del carbón se ha ajustado parcialmente luego del alza de más de 200% en 2016, lo cual implicaría volver a premios por mayor grado de hierro de US\$ 1,5/ton por grado aproximadamente. Por el lado de la demanda, se esperan buenas perspectivas para la economía China, la que ha impulsado el precio de metales básicos dado su rol como principal motor de crecimiento de estas demandas.

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 en total), lo que será una presión a la baja en el precio del hierro a partir de 2018. 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 cerca de 40% desde 2014. La empresa ha sabido aprovechar el alza de precios, aumentando la venta de pellets en el mix de producción (los cuales tienen un mayor valor agregado).

Los riesgos al alza para nuestra valorización vendría de: i) perspectivas de largo plazo para el precio del hierro, considerando el promedio de los contratos futuros a 3 años de US\$ 55 /ton en el último mes, ii) posible demora en la oferta entrante de hierro. El riesgo a la baja es una creciente reutilización del acero reciclado, producto de medidas medioambientales en China, lo cual afectaría directamente al precio del mineral por un menor crecimiento del mercado acerero chino.

VALORIZACIÓN CAP

La valorización económica de CAP se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$ 7.600 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	1.799	1.728	1.567	1.494
Crecimiento (%)		11%	10%	-4%	-9%	-5%
Costo de Ventas	1.285	1.314	1.324	1.315	1.268	1.212
Gastos de Adm. Y Ventas	82	76	92	90	84	81
Resultado Operacional	82	220	348	293	192	180
Crecimiento (%)		169%	58%	-16%	-35%	-6%
% Sobre Ingresos	6%	13%	19%	17%	12%	12%
EBITDA	287	446	559	484	360	332
% Sobre Ingresos	19%	27%	31%	28%	23%	22%
Crecimiento (%)		56%	25%	-14%	-25%	-8%
Utilidad Neta	2,1	60,0	110,3	88,1	49,0	43,1

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	348,5	292,7	191,6
Impuestos	22,5%	24,0%	25,5%	27,0%	27,0%
Resultado después de impuesto	63,5	167,5	259,6	213,7	139,9
Royalty	-1,9	-8,9	-15,0	-11,9	-6,6
Depreciación	198,6	213,1	193,9	178,0	162,8
Inversión bruta	-60,2	-68,0	-120,0	-120,0	-100,0
Capital de Trabajo	-50,4	8,9	-22,9	9,9	21,6
Flujo Caja Libre	149,7	312,5	295,6	269,6	217,7

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	3.530
Valor Presente Flujo de Caja	2.813
Caja	239
Inv. En Emp. Rel.	717,2
Valor de Deuda Financiera	-1.157
Interés Minoritario	-570
Valor del Patrimonio	1.803
Número de Acciones*	149
Precio Objetivo 12 Meses**	7.602

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Precio/Utilidad	31,5	10,7	9,6	12,5	21,7	24,7
Bolsa/Libro	0,2	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	7,6	6,5	5,3	6,1	7,8	8,2

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

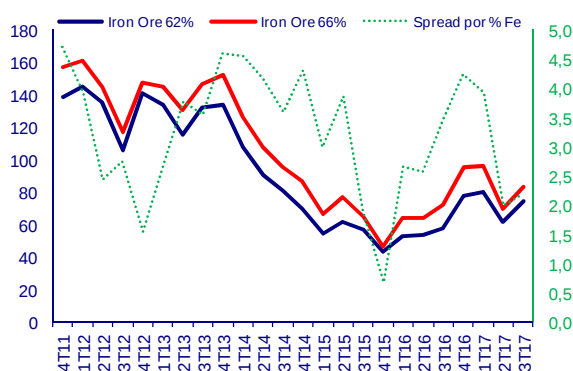
Tasa de crecimiento a perpetuidad (US\$)	Precio Mineral de Hierro (US\$)					
		8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
	3,0%	8.103	7.469	6.926	6.457	6.047
	3,5%	8.571	7.848	7.237	6.716	6.264
	4,0%	9.135	8.297	7.602	7.015	6.513
	4,5%	9.827	8.839	8.035	7.366	6.801
	5,0%	10.700	9.506	8.556	7.782	7.139

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

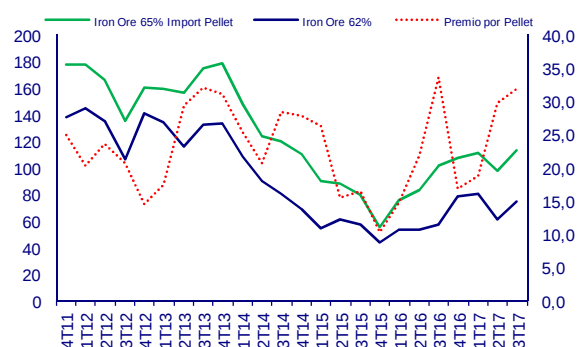
Los mejores resultados de CAP en el primer semestre del año fueron gracias al alto precio del Hierro, el cual ha promediado US\$ 73,4/ton, mostrando un máximo de US\$94,8/ton y un mínimo de US\$ 53,3/ton a la fecha actual. La empresa ha sabido aprovechar esta alza, aumentando la venta de *pellets* en el *mix* de producción (24% del *mix*), permitiéndoles obtener un mejor margen Ebitda a/a (8,7 pp) (gráfico 1). Junto con lo anterior, el premio por *pellets* ha aumentado 36% a/a si miramos el segundo trimestre de 2017 (gráfico 2).

GRÁFICO 1: PRECIO HIERRO Y SPREAD



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

GRÁFICO 2: PREMIO POR PELLETS

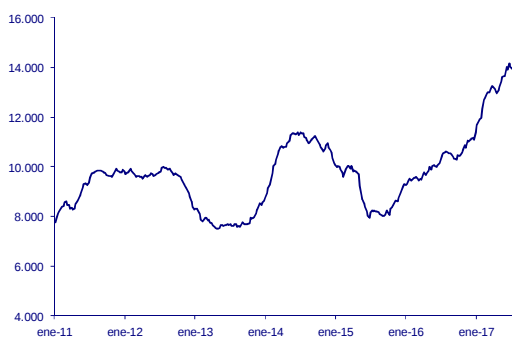


Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

Ajustamos la proyección del precio del hierro, en donde vemos el promedio del 2017 en US\$ 70/ton, mientras que mantenemos el precio del largo plazo en US\$ 50 la tonelada en términos reales. Esto debido al aumento de la oferta por parte de Brasil y Australia y por un menor dinamismo en la economía acerera China. Junto con la descontaminación del país, está la amenaza del acero reciclado, en donde el empuje por una economía más limpia, los menores costos de este material y una menor volatilidad en sus precios lo hacen una amenaza latente. Lo anterior, va de la mano con la mayor utilización de hornos eléctricos para la producción de acero, en donde China utiliza 10%, mientras que EE.UU. y Europa producen 63% y 39%, respectivamente.

Otro punto a considerar es que el inventario de hierro de baja calidad en los puertos chinos sigue en sus máximos históricos (gráfico 3), lo cual perjudicaría al precio del hierro en el momento en que el del acero se ajuste y las plantas acereras chinas tiendan a preferir un mineral con menor contenido para poder disminuir sus costos y mantener sus márgenes. Esto lo hace un riesgo en el mediano plazo. Así, vemos los premios por *pellets* disminuyendo -5,4% a 2020, debido una menor demanda por hierro de mayor calidad. Dado lo anterior disminuimos nuestra curva de precios hacia el 2020, cerrando en US\$ 50/ton en términos reales.

GRÁFICO 3: INVENTARIO EN PUERTOS CHINOS



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

En el corto plazo se esperan mejores resultados para el resto del año, debido al desfase en algunos embarques en el trimestre anterior y por el repunte del precio en los contratos de despacho de la empresa (en donde se toma un promedio del precio entre la carga y la fecha final según el contrato a firmar).

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.

CUADRO 6: SENSIBILIZACIÓN PRECIO OBJETIVO CAP

Tasa de crecimiento a perpetuidad (US\$)	Precio Mineral de Hierro (US\$)					
	48		49	50	51	52
	3,0%	6.278	6.603	6.926	7.248	7.570
	3,5%	6.560	6.899	7.237	7.574	7.910
	4,0%	6.890	7.247	7.602	7.956	8.309
	4,5%	7.281	7.659	8.035	8.409	8.782
	5,0%	7.754	8.156	8.556	8.955	9.353

Fuente: Bloomberg y 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 (junio 2017). 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 \$630.
- Los precios estimados para el hierro se resumen en el siguiente cuadro:

**CUADRO 7: PRECIOS EFECTIVOS Y ESTIMADOS PARA HIERRO 62%
(Dólares por Tonelada)**

	2016	2017E	2018E	2019E	LP REAL
Hierro	58	70	63	53	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 8: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE CAP EN DÓLARES

Datos WACC

Tasa libre de Riesgo	4,3%
Premio por Riesgo Accionario	5,5%
Tasa de Mercado	9,8%
Beta	1,3
Deuda Financiera sobre Activos	30%
Patrimonio sobre Activos	70%
Costo Deuda	8,3%
Costo Patrimonio	11,5%

Wacc Nominal	9,86%
---------------------	--------------

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	Juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security