

15 de Marzo de 2018

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

TESIS DE INVERSIÓN

El crecimiento global, en particular de China, seguiría apoyando a los commodities. Pese al menor ritmo de crecimiento de la manufactura en este país, las materias primas continuarían con su positivo ciclo, apoyados en la menor producción local de las mismas (lo que se compensa mediante importaciones), así como la migración campo-ciudad serían los principales factores de mediano y largo plazo para la demanda.

Estimamos como un *shock* negativo a la oferta de 1%-2% el reciente arancel al acero adoptado por EE.UU. Si bien creemos que sus efectos ya estarían incorporados en los precios, nuevos focos de proteccionismo podría perjudicar al comercio internacional, lo que surge como factor de riesgo.

El precio del hierro continúa mostrando su habitual volatilidad. Si bien hasta hace unas semanas las perspectivas para este mineral habían mejorado, lo que se tradujo en precios que alcanzaron hasta US\$78/t., creemos que el fin de las restricciones invernales a la producción de acero y hierro en China, sumado a sus altos inventarios de hierro y la desaceleración de las importaciones del mismo, pondría algo de presión a la baja sobre su precio a corto plazo. Es así como estimamos un valor promedio de US\$63/t. para 2018.

El fin de la sobreproducción china comienza a favorecer los precios del acero, los que en algunas variedades alcanza un alza por sobre los dos dígitos en comparación al cierre de 2017, lo que se suma al alza de 18% a/a que ya experimentó el precio promedio de venta de acero de CAP entre 2016 y 2017. En nuestro escenario base el precio del acero de CAP aumentaría 12% a/a en 2018. Esto representa un importante riesgo al alza si el alza es mayor.

Con todo, mantenemos nuestro escenario de precio del largo plazo para el hierro en US\$50/t., mientras ajustamos al alza el precio del acero en torno a 10% al alza para igual plazo, lo que compensa en parte los menores precios estimados para el corto plazo. Así, modificamos nuestra recomendación a Neutral desde sobreponderar.

RIESGOS

- ↑ Restricciones en China impulsen fuerte alza en el precio del acero.
- ↑ Problemas en la producción de hierro y/o crecimiento de la demanda del mismo impulsan al alza el precio del hierro.
- ↓ Desaceleración de la importaciones de hierro China y/o altos inventarios perjudican el precio del hierro.
- ↓ Nuevas alzas en los costos de envío.

CAP

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$7.800

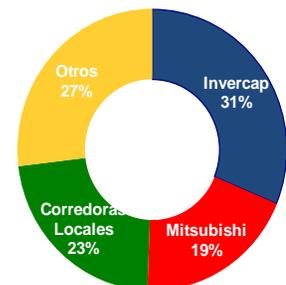
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker Bloomberg	CAP CI
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	7.800
Precio Actual (\$)	7.630
Precio Min/Max 12M (\$)	4.721 / 8.736
Market Cap (MMUS\$)	1.999
Volumen Promedio (MM\$)*	3.435
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	47%
Peso IPSA	1%
Dividend Yield	3,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD



Fuente: SVS y Departamento de Estudios Security

15 de Marzo de 2018

CAP: Precio Objetivo de \$7.800, Incorporando Restricciones Al Acero

Juan Carlos Prieto Z.

Desarrollo de China Sigue Apoyando a los Commodities

La economía China continúa mostrando un crecimiento robusto y buenas perspectivas hacia adelante en comparación a las dudas que rodeaba a este país en 2015. En cuanto a los próximos años, nuestro escenario base es similar al actual objetivo de las autoridades chinas, enfocado en lograr un crecimiento más sustentable en el mediano plazo y evitando una desaceleración brusca ([Correo Security 26 de Febrero 2018](#)), siendo la principal fuente de lo anterior su demanda interna. A la vez, esperamos que el sector manufacturero continúe desacelerándose, afectando principalmente sus exportaciones y siendo los servicios el principal impulso (ver gráfico 1).

Pese a lo anterior, los *commodities* han experimentado en general un favorable ciclo durante los últimos años (ver gráfico 2) lo que, entre otras razones, se debe a la migración campo ciudad y a las políticas públicas adoptadas con el fin de reducir la contaminación, favoreciendo las importaciones de materias primas en desmedro de la producción local, factores que se mantendrían durante los próximos años.

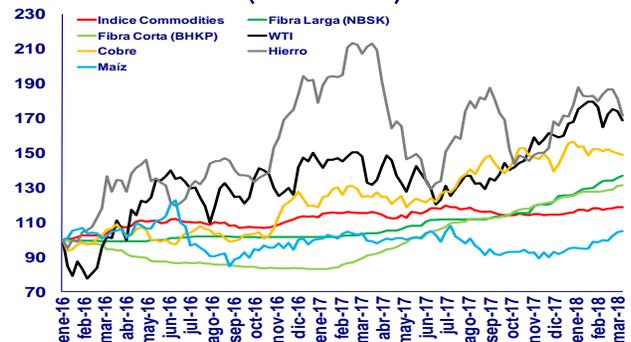
A esto se suma el fuerte repunte del comercio internacional durante los últimos años, el que enfrenta riesgos a raíz de los focos de proteccionismo que han surgido recientemente. Si bien el impacto económico directo de los recientes aranceles aplicados al acero y al aluminio sería acotado ([Correo Security 13 de Marzo 2018](#)), nuevas políticas similares podrían causar una desaceleración del comercio global.

GRÁFICO 1: INDICADORES DE ACTIVIDAD (VAR. % 12M)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN PRECIOS COMMODITIES (VAR. % 12M)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Riesgos de Corto Plazo

El mineral de hierro continúa mostrando una alta volatilidad y por segundo año consecutivo los precios de este mineral han alcanzado sus máximos de los últimos meses durante el período invernal chino (ver gráfico 3), producto de los recortes que aplica este país sobre su propia producción de hierro y acero con el fin de disminuir la contaminación. En conjunto con esto, las acereras chinas aprovechan de aumentar sus inventarios para utilizarlo una vez que reanudan su operación. Esto ha ido acompañado de una demanda por hierro de mayor calidad, dada la menor contaminación que genera utilizar un hierro de mayor ley, y lo que ha beneficiado directamente a CAP durante los últimos meses dado su *mix* de producto enfocado en mineral de mayor valor agregado. De esta manera, el fin del invierno chino podría continuar presionando a la baja el precio del hierro, así como el premio por pellets (el término del período invernal trae reducción en las restricciones para bajar la contaminación, por lo que las acereras se enfocan en sus márgenes, y por ende, utilizan hierro de menor calidad).

15 de Marzo de 2018

Cierre de Plantas de Acero Chino Presionarían Precio del Hierro, Pero Mejora Perspectivas Para el Acero.

Esperamos que durante los próximos años el precio del hierro continúe disminuyendo: En primer lugar, los cierres de algunas plantas acereras chinas han generado una menor demanda por esta materia prima, lo que justamente se ha traducido en que las importaciones de hierro en ese país comiencen a desacelerar (ver gráfico 4). Sumado a lo anterior, los inventarios de hierro en China continúan aumentando (ver gráfico 5), con lo que no descartamos un importante ajuste en el precio del hierro. Es así como mantenemos el hierro de largo plazo en US\$50/t (para escenarios alternativos ver cuadro 1). Por último Vale está incrementando su producción de pellets, a la vez que comienzan a circular rumores en relación a una reapertura de Samarco, con lo que asumimos que el premio del pellets 65% sobre el hierro 62% iría disminuyendo hasta los US\$35/t en 2021.

CUADRO 1: SENSIBILIZACIÓN VALORIZACIÓN CAP DE ACUERDO AL VALOR DEL HIERRO DE LARGO PLAZO

Precio Hierro LP	45,0	47,5	50,0	52,5	55,0	57,5	60,0
Precio Objetivo CAP	6.671	7.235	7.800	8.364	8.929	9.494	10.060

Por otro lado los aranceles a las importaciones de acero en EE.UU. también perjudicarían a la acerera chilena. Pese a que este mercado no es un destino relevante de sus exportaciones, estimamos que las medidas de Trump podrían afectar en el peor escenario entre 20-30 millones de toneladas de acero, generando un *shock* a la oferta de hierro por 1%-2% aproximadamente. Eso sí, entendemos que esto ya estaría incorporado en los precios. Es así como mantenemos el precio promedio para 2018 en US\$63/t. (ver [Informe CAP: 21 de agosto 2018](#)), en comparación a los US\$71 que promedió en 2017 y los US\$72 a los que transa actualmente.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN PRECIO HIERRO 62%



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: IMPORTACIONES CHINAS DE HIERRO



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Por último, el cierre de plantas acereras chinas beneficiaría el negocio de producción de acero de CAP: Cabe mencionar que China representa el 50% de la producción global de acero y comúnmente se le ha acusado de sobreproducción y *dumping*. Los precios del acero se han mantenido bajos y el escenario ha sido complejo para las acereras a nivel global. CAP por ejemplo, acumula pérdidas para este segmento desde 2009. No obstante, la menor producción de acero china ha afectado principalmente sus exportaciones (ver gráfico 6), lo que hasta antes de los anuncios de Trump había generado importantes alzas en los precios del acero y sus derivados. Es así como esperamos que este segmento obtenga una ganancia operacional leve por MMUS\$2 durante 2018 dado que los recortes sobre la producción de acero en China debieran continuar. Es así como en comparación a nuestra última recomendación, aumentamos en un 10% el precio de largo plazo de este negocio. Si las sorpresas en precio son mayores, esto puede suponer un importante riesgo al alza.

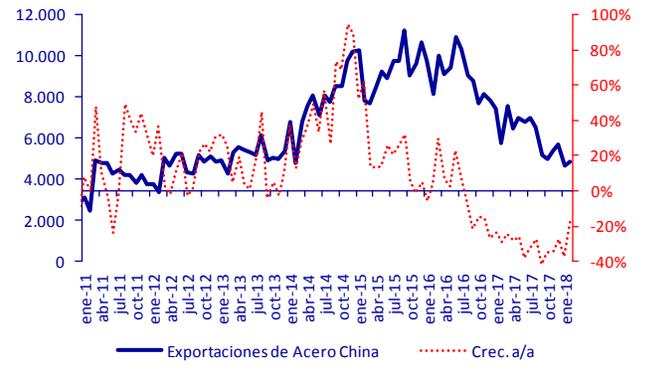
15 de Marzo de 2018

GRÁFICO 5: INVENTARIOS DE HIERRO EN CHINA



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: EXPORTACIONES DE ACERO CHINA



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

CORREO SECURITY

RENDA VARIABLE LOCAL

15 de Marzo de 2018

Sector:	Commodities	Recomendación:	Neutral
Precio Actual (\$):	7.630	Precio Objetivo (\$):	7.800

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de USD	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	1.635,6	1.931,6	1.916,5	1.783,8	1.743,7
Variación (%)	10,9	18,1	-0,8	-6,9	-2,2
Resultado Operacional	220,4	360,2	301,4	253,1	241,3
Variación (%)	168,8	63,4	-16,3	-16,0	-4,7
Margen Operacional (%)	13,5	18,6	15,7	14,2	13,8
EBITDA	433,5	567,0	496,6	426,0	395,5
Variación (%)	54,5	30,8	-12,4	-14,2	-7,2
Margen EBITDA (%)	26,5	29,4	25,9	23,9	22,7
Utilidad Neta	60,3	130,8	109,1	87,0	83,6
Variación (%)	2705,5	116,9	-16,6	-20,3	-3,8
Margen Neto (%)	3,7	6,8	5,7	4,9	4,8

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del Pacífico, el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante procesador de acero del país.

INDICADORES DE CRÉDITO

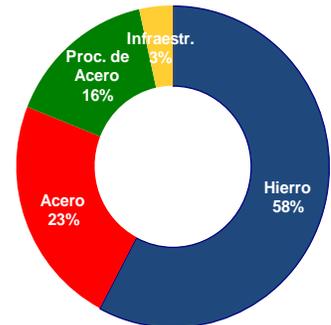
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	23,8%	19,1%	18,8%	17,7%	17,1%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	5,5	6,3	6,1	5,5	5,3
Liquidez Corriente (x)	1,8	1,3	1,4	1,6	1,8
Deuda Neta/EBITDA (x)	2,6	1,3	1,2	1,0	0,5
Deuda Financiera (MMUSD)	1.342,4	1.058,0	1.067,5	987,8	965,2

VALORIZACIONES

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	4.593,9	8.140,0	7.630,0	7.630,0	7.630,0
Precio Utilidad (x)	17,6	14,6	17,4	21,8	22,7
EV/EBITDA (x)	6,5	6,2	6,9	7,6	7,8
Bolsa Libro (x)	0,6	1,0	0,9	0,9	0,8
Precio Ventas (x)	0,6	1,1	1,0	1,1	1,1
ROA (%)	1,1%	2,4%	1,8%	1,5%	1,5%
ROE (%)	3,2%	4,0%	3,0%	2,4%	2,3%

Fuente: Bloomberg

DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS



Fuente: EE.FF. y Departamento de Estudios Security

P/U TRAILING

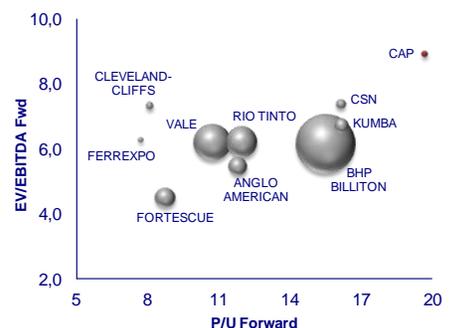


Fuente: Bloomberg

EV/EBITDA TRAILING



COMPARABLES



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
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
Nicolás Libuy I.	Analista de Inversiones	nicolas.libuy@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Augusto Leguía Sur 70,
Piso 7.

INVERSIONES | security

Santiago de Chile

Teléfono (562) 5844700

Fax (562) 5844807

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security