

CAP: Buenos Fundamentos del Mercado del Hierro se Suman a Atractiva Valuación

Juan Carlos Prieto Z.

Tesis de Inversión

Ratificamos nuestro precio objetivo en \$7.800 (*ver informe marzo 2018*). Si bien corregimos al alza los valores del hierro en 2018 y el largo plazo en general a US \$67,5/t. y US\$55/t. respectivamente (desde US\$63/t. y US\$50/t.) e incorporamos un mejor desempeño de los negocios de acero y procesamiento de acero, estos efectos se verían compensados por un mayor *cash cost* (incorporando US\$43/t. desde US\$37/t.).

El cierre de algunas minas y problemas a la producción han contrarrestado la oferta entrante. Es así como en 2017 y 2018 (a la fecha) el incremento de producción neto de hierro ha sido de -9 y 2 millones (para una producción total de 2.000 mt.). Considerando además una mayor concentración de los oferentes y que estos se encuentran maximizando el valor de sus activos por sobre una mayor producción, aumentamos el valor del hierro de largo plazo desde US\$50/t. a US\$55/t.

Las restricciones medioambientales y mayores márgenes han aumentado la demanda por hierro de calidad, estableciéndose un mayor premio por el mismo. Sin embargo, producto de que más del 60% del aumento de la producción de los próximos 5 años sería de hierro con ley 65% o incluso superior, este se vería presionado en los próximos años.

A pesar de que los inventarios de hierro en China se han duplicado en 2 años, estos corresponden en su mayoría a hierro de baja calidad. De esta manera, mientras los márgenes de las acereras se mantengan altos (lo que estaría determinado por el precio del acero), la acumulación de los inventarios no presionaría los precios del commodity.

Con todo, ratificamos nuestro P.O. para la compañía y dada su actual valorización, cambiamos nuestra recomendación desde Neutral a Sobreponderar. Creemos que pese a que se mantienen latentes algunos riesgos en el mercado del hierro, las restricciones chinas al acero, la mayor demanda por hierro de alta calidad y una concentración de los productores de hierro, nos permiten mejorar nuestra visión para este commodity y de CAP en específico, considerando que más de 70% de su Ebitda corresponde a hierro.

Riesgos

- ↑ Restricciones en China continúan impulsando fuerte alza en el precio del acero.
- ↑ Surgen nuevos problemas que limitan la oferta de hierro.
- ↑ Empresa ejecuta planes de expansiones adicionales, los que serían cercanos a US \$640 millones, sin afectar de sobre manera su endeudamiento.
- ↓ Desaceleración de las importaciones de hierro en China y/o altos inventarios perjudican el precio del hierro.
- ↓ Costos de envío continúan aumentando.

Recomendación: Sobreponderar
Precio Objetivo: \$7.800

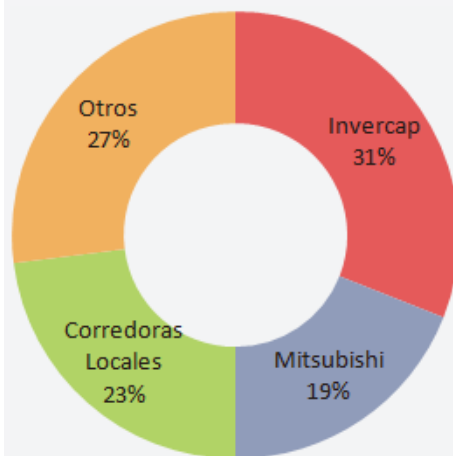
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CAP
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	9.200
Precio Actual (\$)	6.550
Precio Min/Max 12M (\$)	4.962 / 8.522
Market Cap (MMUS\$)	1.497
Volumen Promedio (MMS)	2.679
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	69%
Peso IPSA	1,4%
Dividend Yield	4,3%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Marzo 2018

Sector: Commodities | **Recomendación:** Sobreponderar | **Precio Actual (\$):** 6.550 | **Precio Objetivo (\$):** 7.800

Estados de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	1.635,6	1.931,6	2.019,8	1.864,7	1.812,8
Variación (%)	10,9	18,1	4,6	-7,7	-2,8
Resultado Operacional	220,4	360,2	299,9	165,6	194,1
Variación (%)	168,8	63,4	-16,7	-44,8	17,2
Margen Operacional (%)	13,5	18,6	14,9	8,9	10,7
EBITDA	442,6	576,0	502,1	345,2	355,8
Variación (%)	54,5	30,1	-12,8	-31,2	3,1
Margen EBITDAR (%)	27,1	29,8	24,9	18,5	19,6
Utilidad Neta	60,0	130,8	107,7	45,2	59,7
Variación (%)	26,9	118,0	-17,6	-58,0	32,1
Margen Neto (%)	3,7	6,8	5,3	2,4	3,3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	24,1%	19,4%	19,5%	18,4%	17,8%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	5,5	6,3	6,1	4,2	4,6
Liquidez Corriente (x)	1,8	1,3	1,4	1,5	1,6
Deuda Neta/EBITDA (x)	1,3	0,7	0,5	0,3	0,1
Deuda Financiera (MMUSD)	1.357	1.078	1.127	1.041	1.012

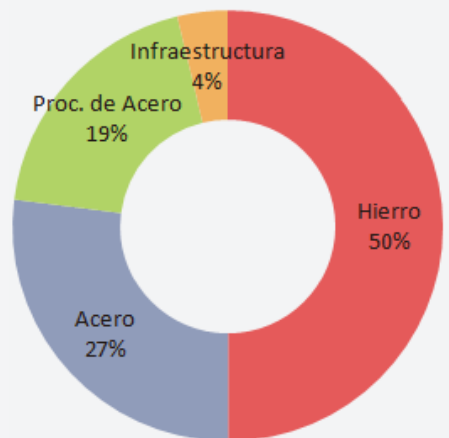
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	4.668	8.140	6.550	-	-
Precio Utilidad (x)	17,2	14,3	14,1	33,5	25,4
EV/EBITDA (x)	6,5	6,2	6,1	8,4	7,8
Bolsa Libro (x)	0,5	1,0	0,7	0,7	0,7
Precio Ventas (x)	0,6	1,0	0,8	0,8	0,8
ROA (%)	1,1%	2,4%	1,9%	0,8%	1,1%
ROE (%)	1,9%	4,0%	3,2%	1,3%	1,7%

Fuente: Económica

Descripción de la Compañía

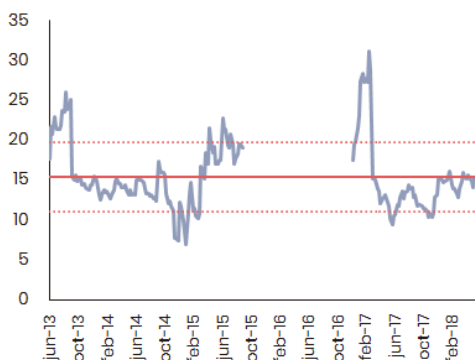
Es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del Pacífico, el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante procesador de acero del país.

Distribución Ingresos

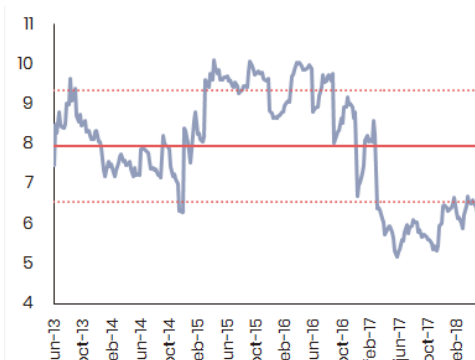


Fuente: Estados Financieros IT18.

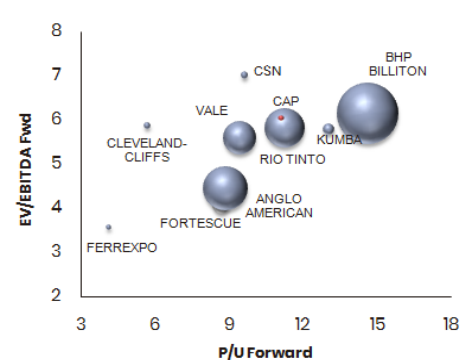
P/U TRAILING



EV/EBITDA TRAILING



COMPARABLES



Fuente: Económica

Menor Capacidad Acerera en China se Traduce en Mayores Precios y Búsqueda de Eficiencias de la Industria

Las políticas medioambientales chinas ya han significado la reducción de un 25% de su capacidad total de producción de acero en 3 años. Esto, en conjunto con una demanda por acero que se ha mantenido robusta, ha permitido una recuperación en los precios del acero (ver gráfico 1), lo que sumado a la mayor utilización de las plantas que se mantienen operativas, han permitido mayores márgenes a la industria.

CAP no ha sido la excepción y ha venido mejorando sus resultados en los negocios y procesamiento de acero durante los últimos trimestres. Como esta tendencia se mantendría, incorporamos un mejor desempeño en estas líneas de negocio, incrementando el Ebitda para 2018 de ambas líneas de negocios desde US\$56 millones a US\$79 millones en relación a nuestra última estimación. Reiteramos que si los precios del acero continúan aumentando, esto puede ser un importante riesgo al alza.

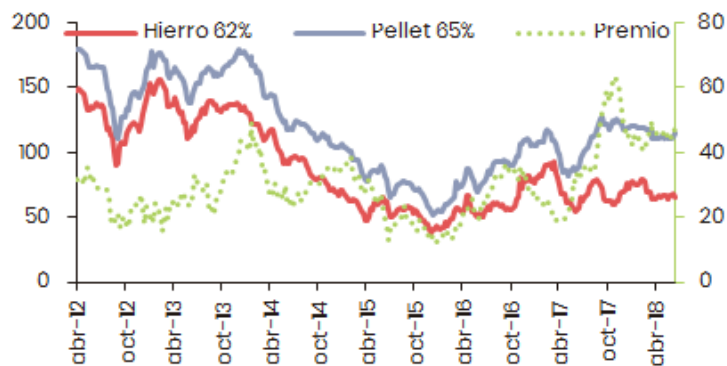
Las restricciones chinas han incidido también sobre el mercado del hierro, en donde la búsqueda de una producción de acero más eficiente y menos contaminante ha impulsado la demanda de las acereras por mineral de hierro de mayor calidad, aumentando el premio de estos últimos con respecto a su contraparte de menor ley (ver gráfico 2). Hacia delante, este premio se vería presionado por la entrada en operación de nuevos proyectos, considerando que poco más del 60% del hierro que estos producirían durante los próximos 5 años correspondería a hierro de ley 65% o superior. Reafirmamos entonces que este no sería sostenible durante los próximos años, por lo que incorporamos una reducción del sobreprecio del pellet de ley 65% por sobre el hierro 62% desde los actuales US\$45 que promedia a la fecha a US\$35 en el largo plazo.

GRÁFICO 1: PRECIOS SUBPRODUCTOS ACERO



Fuente: Bolsa de Nueva York y Estudios Security

GRAFICO 2: HIERRO 62% Y PREMIO PELLET 65%



Fuente: MetalBulletin y Estudios Security

Producción de Hierro se Concentraría en los Grandes Productores, Disminuyendo la Volatilidad de su Precio

Ha variado nuestra visión respecto a algunos de los riesgos para el hierro en relación a nuestra última recomendación. En específico, el término del invierno chino no generó impacto en el precio del hierro como sí ocurrió en 2017 (ver gráfico 3). Además, creemos que los altos inventarios de hierro y la estabilización de las importaciones en China perjudicarían principalmente al hierro de menor calidad, producto de que mientras los márgenes de las acereras se mantengan altos (dictaminado principalmente por el precio de sus productos), estas seguirán prefiriendo el de mayor calidad. Por último, el plan de recorte de producción de acero en China ha sido sumamente exitoso y las metas pronosticadas para 2020 se alcanzarían este año, por lo que no descartamos nuevos recortes.

En conjunto con los cambios en la demanda que ya mencionamos anteriormente (la que se ha concentrado en productos de mayor calidad), la oferta de hierro también se encuentra en proceso de transición. Específicamente, se han cerrado algunos depósitos durante los últimos años, producto de las regulaciones en China, el agotamiento de los mismos y/o la baja rentabilidad de extracción a los actuales precios. Por otro lado, los nuevos proyectos se han concentrado en los grandes productores. Es así como por ejemplo, durante el año 2017 los líderes de mercado aumentaron su producción en 42 millones de toneladas, pero dado los cierres (principalmente de productores de menor envergadura), el efecto neto fue de -9 millones de toneladas. Durante el presente año, la situación es relativamente similar, en donde estos mismos han aumentado su producción en 39 millones de toneladas, pero entre cierres y diversos problemas en la producción (como en Minas Río), el efecto neto de la oferta ha sido de tan sólo 2 millones de toneladas. Esto se repetiría hacia adelante, concentrándose la oferta en los grandes productores.

En este mercado que comienza a concentrar sus principales oferentes en un número reducido de empresas, los grandes productores han limitado en parte su producción, buscando maximizar el valor de sus activos. Siguiendo esta línea, ajustamos nuestro precio del hierro para este año, incrementando el valor promedio para 2018 desde US\$62/t. a US\$67,5/t. Por otro lado, también ajustamos el valor de largo plazo desde US\$50/t. a US\$55/t, precio que se situaría entre el 75% y el 90% de la curva de costos y por debajo del precio implícito en los contratos de hierro a 3 años plazo, los que alcanzan a US\$60,5/t a la fecha. Para escenarios alternativos ver cuadro 1:

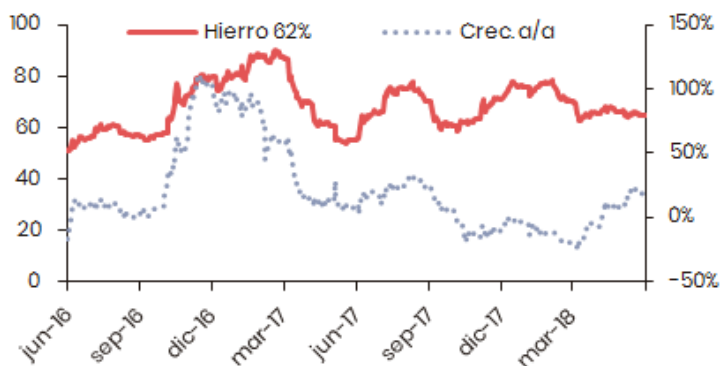
CUADRO 1: SENSIBILIZACIÓN CAP DE ACUERDO AL VALOR PROMEDIO DEL HIERRO EN 2021

Precio Hierro 62% (US\$/t.)	45	50	55	60	65
Precio Objetivo Cap	5.422	6.450	7.800	8.407	9.392

Cash Cost de la Compañía Aumentaría hasta US\$45/t. en 2019, Afectado por la Apreciación del Peso

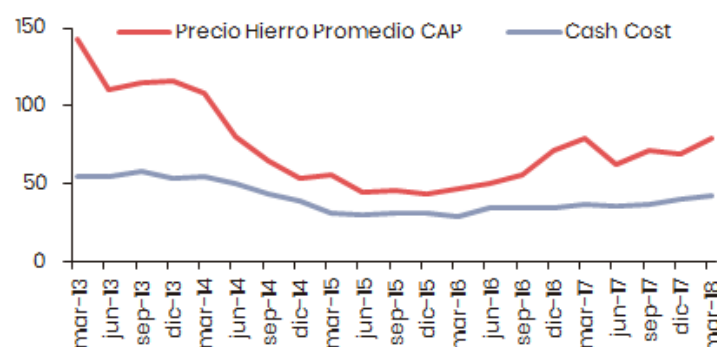
Desde el 2015, en línea con una recuperación del precio del hierro, el *cash cost* del negocio de hierro de la compañía ha ido aumentando constantemente (ver gráfico 4), explicado por una producción que se ha enfocado en productos de mayor calidad, alzas en los costos de producción (reflejado por ejemplo en el mayor Índice de Precios al Producto de la Minería) y la apreciación del peso chileno (dado que aproximadamente un 30%-40% de los costos de la compañía son en moneda local). Creemos que esta tendencia se mantendría durante este y el próximo año, alcanzando un valor cercano a los US\$45/t. impulsado por una apreciación de la moneda local.

GRÁFICO 3: EVOLUCIÓN HISTÓRICA PRECIO DEL HIERRO



Fuente: SGX Asiaclear y Estudios Security

GRÁFICO 4: PRECIO VENTA HIERRO Y CASH COST CAP



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Estudios
Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Juan José Ayestarán N.
Subgerente de Estudios
Renta Fija
juanjose.ayesteran@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia
Global
jorge.cariola@security.cl

Rosario del Río D.
Analista Renta Fija
Internacional
rosario.delrio@security.cl

Rodrigo Gardella B. Analista
de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z. Analista
de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y
Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://twitter.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.