

Tesis de Inversión

Actualizamos nuestro precio objetivo a \$8.300 (desde \$7.800), en un plazo de 12 a 18 meses, recomendando sobreponderar.

Entre los principales cambios, actualizamos al alza el precio promedio del hierro para 2019 (US\$61/t. a US\$94/t.), 2020 (US\$58/t a US\$80/t.) y a partir de 2022 (US\$55/t. a US\$60/t., por debajo de los contratos a 3 años, que transan en US\$67/t.), a raíz del fuerte crecimiento de la demanda por hierro y interrupciones de la oferta. Por otro lado, ajustamos a la baja las proyecciones del negocio de acero, disminuyendo los flujos a valor presente en US\$246 millones.

Destacamos el desempeño del sector siderúrgico chino, con tasas de crecimiento promedio de 6,9% a/a desde 2016, acelerándose incluso durante 2019 (+9,4% a la fecha). Creemos que estas tasas se mantendrían durante los próximos años, dados buenos indicadores de infraestructura y nuevos planes de estímulos.

En cuanto a la oferta, esta ha venido desacelerándose desde 2017. Si bien algunas interrupciones temporales acrecentaron esta tendencia en 2019, viéndose afectada cerca del 5% de la producción, el déficit se prolongaría durante 2020 y a pesar de la mayor oferta. La menor producción de hierro local en China también ha contribuido a lo anterior, la que ha disminuido a la mitad desde 2014 por restricciones medioambientales.

Creemos que se normalizarían los volúmenes de Cap, debido al uso de la grúa provisoria, los altos inventarios y una mayor producción en su planta de *pellets*. Es así como proyectamos despachos por 12 mT y 16,2 mT para 2019 y 2020 respectivamente.

Pese a la volatilidad, los precios del hierro se mantendrían elevados, lo que sumado a mayores despachos y una atractiva valorización, se traduce en una recomendación de sobreponderar.

Riesgos

- ↑ Pagos de seguros asociados al accidente de Guacolda II, los que podrían alcanzar hasta US\$200 millones.
- ↑ Se concreta venta negocio de acero.
- ↓ Reapertura Guacolda II se retrasa, afectando despachos 2019 por debajo de 12 mT incorporado.
- ↓ Nuevas restricciones marítimas a los embarques podrían aumentar costos de envío.

Cap

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$8.300

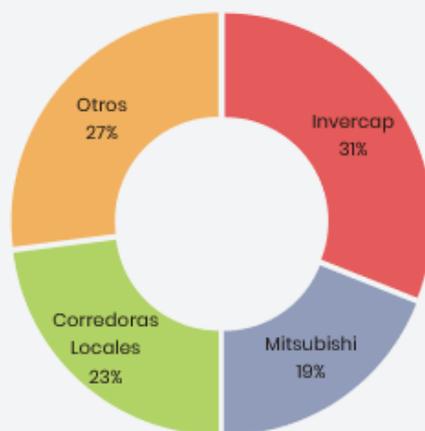
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	Cap
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	8.300
Precio Actual (\$)	6.175
Precio Min/Max 12M (\$)	5.300 / 8.330
Market Cap (MMUS\$)	1.284
Volumen Promedio (MMS)	3.867
Nº Acciones (millones)	149,4
Free Float	46%
Peso IPSA	1,1%
Dividend Yield	4,7%

Fuente: Bolsa de Santiago

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Sector: Minero | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$6.175 | P. Objetivo: \$8.300

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	1.931,6	1.917,1	1.902,0	1.993,2	1.826,8
Variación (%)	18,1	-0,8	-0,8	4,8	-8,3
Resultado Operacional	360,2	318,7	288,2	341,5	262,5
Variación (%)	63,4	-11,5	-9,6	18,5	-23,1
Margen Operacional (%)	18,6	16,6	15,2	17,1	14,4
EBITDA	576,0	533,3	473,8	509,6	422,9
Variación (%)	30,1	-7,4	-11,2	7,6	-17,0
Margen EBITDAR (%)	29,8	27,8	24,9	25,6	23,1
Utilidad Neta	130,8	112,0	87,7	132,1	93,8
Variación (%)	118,0	-14,4	-21,7	50,6	-29,0
Margen Neto (%)	6,8	5,8	4,6	6,6	5,1

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda/Activos (%)	19,4%	15,5%	15,3%	16,0%	15,5%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	6,3	6,8	5,2	7,1	5,7
Liquidez Corriente (x)	1,3	1,4	1,4	1,6	1,8
Deuda Neta/EBITDA (x)	0,7	0,7	0,7	0,4	0,3
Deuda Financiera (MMUSD)	1.078	828	821	920	898

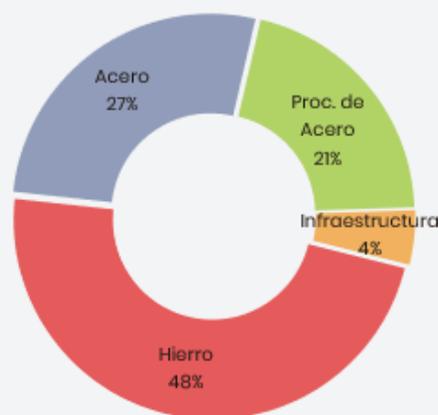
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	7.369	5.953	6.175	-	-
Precio Utilidad (x)	14,3	11,3	13,3	8,9	12,5
EV/EBITDA (x)	6,2	5,5	5,9	5,3	6,1
Bolsa Libro (x)	1,0	0,6	0,6	0,5	0,5
Precio Ventas (x)	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6
ROA (%)	2,4%	2,1%	1,6%	2,3%	1,6%
ROE (%)	6,7%	5,5%	4,1%	5,9%	4,0%

Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Descripción de la Compañía

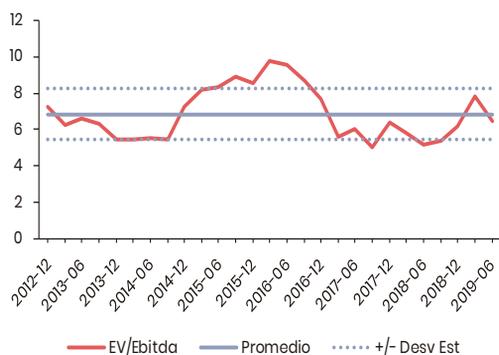
El Grupo Cap corresponde al principal productor de mineral de hierro y pellets de la costa americana del pacífico, así como el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante procesador de acero del país. Divide sus negocios en: minería del hierro (Cap Minería), producción siderúrgica (Cap Acero), procesamiento de acero (Cinta, Tubos Argentinos y Tupemesa) e infraestructura (Tecnocap, CleanAirTech y Puerto las Losas).

Distribución Ingresos



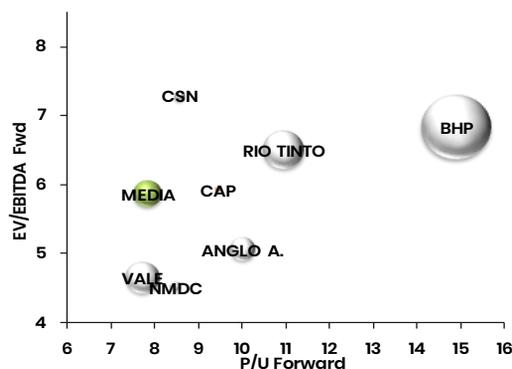
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/Ebitda Trailing



Fuente: Bolsa de Santiago, Reportes Compañía y Estudios Security.

Comparables



Fuerte Crecimiento del Sector Siderúrgico Chino ha Impulsado la Demanda por Hierro.

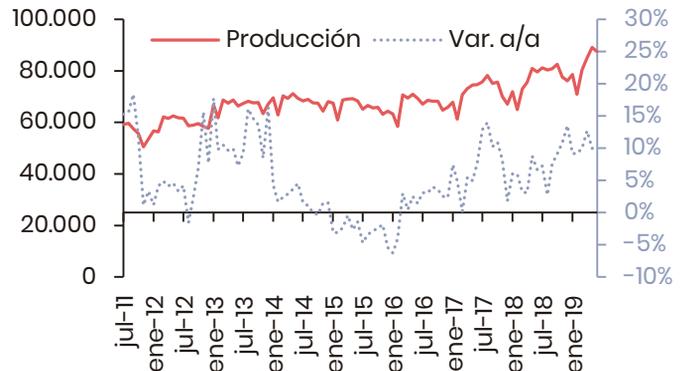
Desde los mínimos de 2015, las perspectivas para el hierro han ido mejorando considerablemente, y así lo han reflejado tanto los precios spot del mismo, como sus contratos (ver gráfico 1). Lo anterior se explica principalmente por el crecimiento del sector siderúrgico chino, el cual por sí sólo representa más de la mitad de la producción de acero mundial, y que promedia tasas de crecimiento mensuales de 6,9% a/a desde 2016 (ver gráfico 2), acelerándose incluso durante los últimos doce meses (+9,1% a/a).

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN PRECIOS HIERRO SPOT Y FUTUROS 3 AÑOS CHINA (US\$/t.)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

GRÁFICO 2: PRODUCCIÓN ACERO CHINA (‘000 TM)



Fuente: World Steel Association y Estudios Security

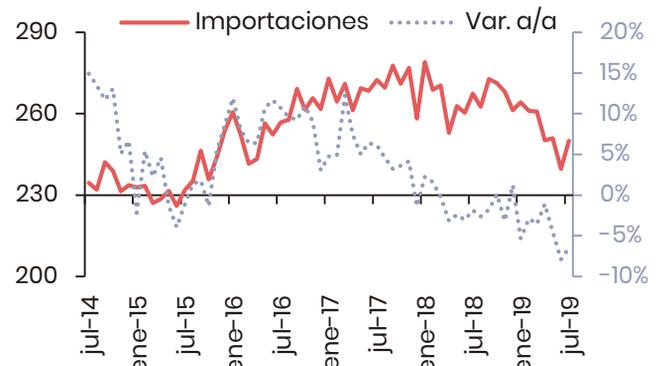
Si bien la economía china ha mostrado signos de desaceleración, lo que ha impactado a algunos sectores relevantes para el acero, como es el caso de las ventas de vehículos (con una caída de 10,9% durante este año), proyectamos que la producción de acero continuaría mostrando un buen ritmo de crecimiento. Justificamos lo anterior gracias a los indicadores del sector de la construcción, los que mantienen una positiva tendencia y a pesar del contexto actual, ya sea en proyectos de construcción, inicios de vivienda e incluso ventas (ver gráfico 3), destacando en estos el sector residencial. Sumado a lo anterior, los estímulos fiscales chinos benefician directamente al sector de infraestructura, dado el contexto actual creemos que realizarán nuevos anuncios de estímulos. Por último, el desarrollo del Cinturón y la Ruta de la Seda (plan de inversión global de infraestructura en países estratégicos) también seguirían apoyando la demanda por acero.

GRÁFICO 3: VARIACIÓN ANUAL INDICADORES INFRAESTRUCTURA (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

GRÁFICO 4: IMPORTACIONES HIERRO CHINA 3M TRAILING (mT)



Fuente: Aduanas China y Estudios Security

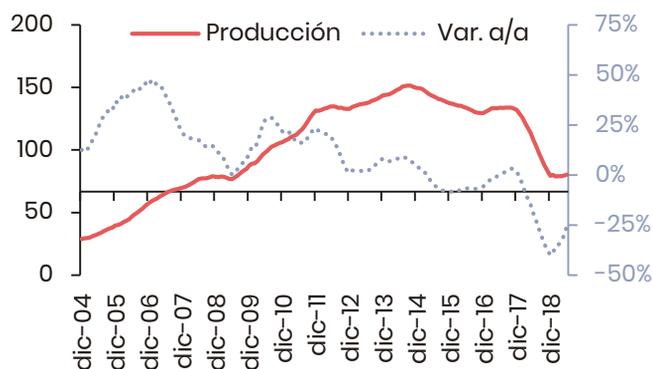
Déficit de Hierro se Mantendría Hacia Adelante y No se Debe Tan Sólo a Vale.

En contraposición con el constante crecimiento que ha experimentado la demanda por hierro durante los últimos años, la oferta del mismo se ha caracterizado por una desaceleración desde 2017. Es así como en China, producto de más del la mitad del acero global y principal consumidor de hierro, observamos una disminución de 1% en sus importaciones durante 2018. Producto de los problemas de Vale, BHP y Rio Tinto, esta tendencia se ha acrecentado durante este año, explicando la caída de 4,7% a la fecha (ver gráfico 4).

Las fuertes disminuciones en las importaciones durante 2019 se debe principalmente a efectos temporales, como el accidente de Vale o ciclones en Australia, parte de la cual se normalizaría en 2020 y lo que sumado a la reapertura de Samarco, significaría cerca de 35 mT adicionales (2% de la oferta).

Por último, China ha restringido gran parte de su producción local de hierro durante los últimos años, al ser esta de baja ley y contaminante. Estas restricciones han impactado la oferta de hierro en cerca de 70 mT (ver gráfico 5) y si bien esta ha aumentado levemente durante los últimos meses, creemos que la producción adicional china no sobrepasaría las 15 mT, afectado por las regulaciones y un costo marginal cercano a US\$90/mT, lo que limita la producción local.

GRÁFICO 5: PRODUCCIÓN HIERRO CHINA 12M TRAILING (mT)



Fuente: Antaike Information Development y Estudios Security

GRÁFICO 6: INVENTARIOS DE ACUERDO A CONSUMO AGREGADO CHINO (Semanas)



Fuente: Shanghai Steelhome, World Steel Association y Estudios Security.

Las Perspectivas son Positivas, pero los Precios se Mantendrían Volátiles.

En línea generales, los precios del hierro durante los últimos años han ido aumentando constantemente, explicado por el constante crecimiento de la demanda y los problemas que ha experimentado la oferta.

Este eso sí, se ha caracterizado por una alta volatilidad, siendo un reflejo de lo anterior el fuerte ajuste del mismo durante agosto (-27%), ante nuevos anuncios de aranceles, mayores importaciones de hierro en China y producción local, así como una cierta desaceleración en la producción de acero.

Es así como proyectamos nuestras estimaciones con un precio promedio de US\$90/t. para el cierre de este año, el que se ajustaría hasta US\$80/t. en 2020, una vez que se normalice parte de la producción. Incorporamos que este continuaría disminuyendo hasta el año 2022, fecha en que se estabilizarían en US\$60/t.

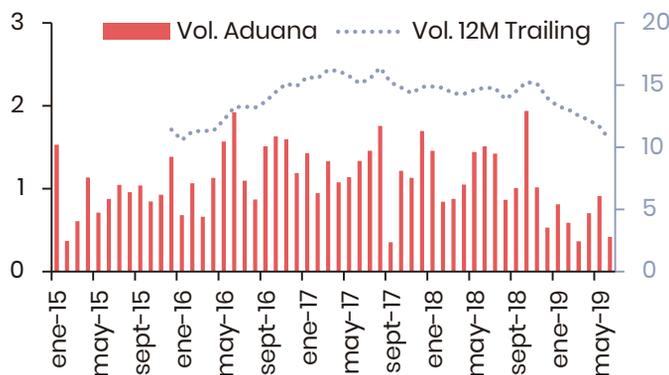
Pronta Solución de Guacolda II es Fundamental para Cap.

Cap también ha contribuido al déficit actual de hierro, con despachos que disminuyen desde 2017, acrecentándose la tendencia durante 2018 (-13,2% a/a) y el 1S19 (-42,5% a/a) a raíz del accidente en su puerto Guacolda II en noviembre de 2018 (ver gráfico 7).

Incorporamos en nuestras estimaciones que la grúa provisoria permita a la compañía retomar gran parte de sus despachos a partir de septiembre, considerando despachos para 2019 por 12 mT (*guidance* de la compañía es 13 mT). Si bien esto corresponde a un aumento relevante durante el 2S19 en comparación al 1S19, dado los 4 mT que acumulan a la fecha, justificamos el incremento gracias a los inventarios acumulados y que durante gran parte del año han mantenido bajo mantención la planta de *pellets*. Dado lo anterior, incorporamos para 2020 despachos por 16,2 mT, significando un incremento de 35,4% a/a.

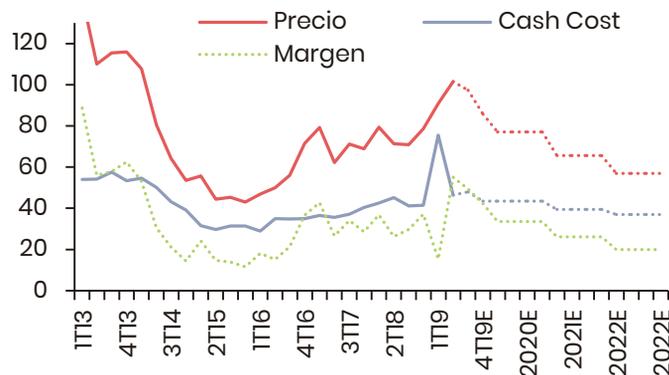
Cabe mencionar que no consideramos en nuestras estimaciones el pago de los seguros a raíz del accidente de Guacolda II en noviembre de 2018, el cual podría significar recibir una compensación por daños físicos y perjuicios ante la paralización por US\$200 millones.

GRÁFICO 7: DESPACHOS DE HIERRO MENSUALES CAP (mT)



Fuente: Aduanas de Chile y Estudios Security

GRÁFICO 8: PRECIO HIERRO Y CASH COST CAP (US\$/t.)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Sensibilización hierro

Ante la alta volatilidad en el precio del hierro, revisar el cuadro 1 con la sensibilización del Ebitda estimado para los años 2019.

CUADRO 1: SENSIBILIZACIÓN CAP DE ACUERDO AL VALOR PROMEDIO DEL HIERRO EN 2020

Precio Hierro 62% (US\$/t.)	60	70	80	90	100
Ebitda	440	479	510	545	627
Precio Cap	6.487	7.532	8.300	9.113	10.289

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

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

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

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

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

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

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

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

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Étienne Célery P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

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

CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.
Gerente Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
viviana.neira@security.cl

Nicolás Gallegos P.
Jefe Intermediación Renta Fija Nacional
(56-2) 2584 4646 - 2901 6239
nicolas.gallegos@security.cl

Javier Calleja S.
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales
(56-2) 2581 5607
javier.calleja@security.cl

Rodrigo Pérez Y.
Jefe Renta Variable
(56-2) 2584 3169
rodrigo.perez@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://www.instagram.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.