

CAP (CAP:CI)

Estrategia de potenciar mix de productos, resiliencia China y mejores expectativas de demanda favorecen precios del hierro.

Revisamos al alza nuestro Precio Objetivo 2017E hasta \$8.500/acción, lo que es consistente con una recomendación Sobreponderar y un retorno total estimado de 13,7% (incluye dividendos).

- Pese a un complejo 1S16, CAP logró resultados positivos de la mano de un nuevo mix de productos en el negocio del hierro, principal generador de valor. Esto, sumado a resiliencia China, específicamente en la industria del acero, se tradujo en una mejora en precios del hierro, a lo que se agrega la mejora en expectativas tras las elecciones en EE.UU y el plan de infraestructura anunciado por Donald Trump. Esta mejora benefició a CAP, que incrementó sus volúmenes de hierro en 17% el 2016. Adicionalmente, el cambio en el mix de productos (más balanceado hacia pellets) ha permitido despachar productos con mayor valor agregado y mejores márgenes (figura 1). Así, CAP dejó de percibir descuentos sobre el precio del hierro y hoy recibe premios de aproximadamente 1%; esto tiene un efecto amplificador sobre los precios percibidos, y esperamos que perdure el 2017 dado el alto precio del carbón y los intentos chinos de descontaminar sus ciudades.**
- Por el lado de la demanda, consideramos que los estímulos fiscales en la economía China se mantendrán el 2017, razón principal de su resiliencia, especialmente en la industria del acero.** Crecientes estímulos fiscales han sido la fórmula de las autoridades chinas para enfrentar la desaceleración, lo que se tradujo en una estabilización de la economía, disipando los temores de un aterrizaje forzoso (figura 2).
- El próximo año será de transición política en China y la construcción (principal demandante de acero); estimamos que se podría ver beneficiada por mantención de los créditos fiscales (figura 3) que seguirán estimulando el mercado inmobiliario chino (figura 4), el cual sigue mostrando saludables crecimientos; Construcción de nuevas viviendas creció 14,8% a/a en febrero, la cifra más alta en 8 meses, y la inversión total en el mercado inmobiliario se expandió 8,9% a/a en febrero, la mayor cifra desde hace 12 meses. Si bien, las ventas de viviendas se han desacelerado, siguen evidenciando un sano crecimiento de 22,7% a/a. Tanto el sector de construcción como la industria del acero son fuente de empleo y de estabilidad social, aspectos importantes para las autoridades chinas, sobre todo en un año de transición en el liderazgo del PCCh. En este sentido, estimamos que el exceso de producción de acero seguirá siendo exportado (figura 5), sin embargo, incrementos en barreras arancelarias y proteccionismo al alza en países desarrollados podrían reducir la habilidad china de exportar los excedentes de acero.**
- Durante el 2016 y 2017, el precio del carbón (uno de los principales insumos en la industria del acero), ha incrementado sustancialmente su precio (figura 6) lo que ha favorecido al hierro de mayor grado con mejores premios, ya que requiere menos cantidad de este insumo para producir acero.** En este sentido, la mayor relevancia que han adquirido los pellets (de mayor grado) en el mix de producto de CAP, ha favorecido los precios percibidos por la compañía, los cuales muestran un descuento significativamente menor respecto al año pasado (figura 1). Estimamos que estos niveles de precio del carbón y su positivo impacto para CAP, se mantendría durante el 2017, ya que el alza del precio de este insumo se debe a recortes de capacidad en la industria del carbón en China y los intentos de la autoridad en descontaminar las ciudades.

SOBREPONDERAR

P.O. 2017E: \$8.500▲

Precio cierre (27.03.2017): \$7.596

Upside: 11,9%

Resumen Actualización

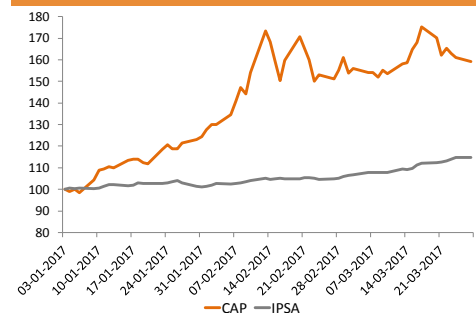
Recomendación	Sobreponderar
Riesgo	Muy Alto
Precio Actual (\$)	7.596
Precio Objetivo 2017 (\$)	8.500
Precio Objetivo ADR 2017 (US\$)	-
Rango Precio 52 Semanas	1.945 - 8.800
Retorno Esperado Precio	11,9%
Retorno Esperado Dividendo	1,8%
Retorno Esperado Total	13,7%

Información Bursátil

Rentabilidad Acción YTD	59%
Market Cap MMUS\$	1.716
Free Float	47%
Ticker Bloomberg	CAP CI
DATV (MMUS\$)	5,0
ADR (Conversión)	-

Ratios Bursátiles	2016	2017E	2018E
UPA (US\$)	0,40	1,36	0,56
P/U 12 M	28,5	8,4	20,3
B/L 12 M	0,57	0,86	0,84
EV/Ebitda 12 M	7,9	5,7	7,8
EV/Ventas 12M	2,1	2,1	2,2
FCF Yield	22,1%	20,2%	15,5%
Dividend Yield	0,1%	1,8%	5,9%
Dividendo/Acción (clp)	5	133	451

Evolución Precio Acción



Fuentes: Bloomberg; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa

Valorización

Asignamos recomendación Sobreponderar con Precio Objetivo de \$8.500/acción. Estimamos para CAP un EV/Ebitda 2017E de 5,7x.

Descripción Empresa

Cap se encuentra en la industria metálica a través de Cap Minería, Cap Acero y Cap procesamiento del acero con operaciones en Chile, Argentina y Perú. Posee un market cap de US\$ 1.716 millones.

Fernando Errázuriz A.
fernando.errazuriz@bci.cl

Marcelo Catalán G.
marcelo.catalan@bci.cl

28 de marzo 2017

- Por el lado de la oferta, incrementos en capacidades de producción global han sido retrasados y presionarían el precio del activo subyacente recién a fines de 2017. En Brasil, Vale ha anunciado recortes en su guidance de producción 2017, principalmente por un lento ramp-up de S11D (nuevo guidance 2017: 360-380/MTon, guidance anterior: 380-400/MTon). A esto se suman el desastre de Samarco, el que significó la salida de 30/MTon anuales del mercado, la resiliencia de la industria del acero en china y el reabastecimiento de inventarios, lo que impulsó los precios del hierro durante 2016. En Australia, Roy-hill continúa acelerándose desde que despachó su primer envío a fines de 2015 y la mina de Pilbara de Rio Tinto también no ha alcanzado su máxima capacidad de producción. La aceleración de proyectos existentes y nuevos, presionarían los precios a fines de 2017 y 2018, considerando que la oferta anual superaría la demanda en 50/MTon hacia el 2018.**
- Esperamos que el hierro se sitúe en torno a los US\$83/Ton promedio el primer semestre del 2017, para paulatinamente terminar el año en US\$70/Ton debido a ramp-up de nuevos proyectos. Adicionalmente, el precio promedio del 2018 alcanzaría US\$65/Ton, estimando que el estímulo chino decae y que se materialicen recortes en capacidad de producción en acero. A largo plazo, situamos el precio del hierro en US\$65/Ton. De la mano de mejores precios (premios sobre precio), mix de productos y mayores volúmenes, el 2017 será un año de crecimiento operacional: Estimamos que ingresos de CAP el 2017 totalizarían US\$1.989 millones y el 2018 US\$1.756 millones. Ebitda 2017 se situaría en US\$743 millones y el 2018 en US\$506 millones. Margen Ebitda 2017E se incrementará a 37,4% (vs 27,1% el 2016). Ganancia a controladores se ubicaría en US\$204 millones el presente año y US\$84 millones el próximo.**
- Dada la importancia que el precio del hierro tiene en la valorización de CAP, hemos incorporado sensibilizaciones de precio objetivo tomando en cuenta distintos niveles para activo subyacente.** (ver recuadro abajo). En un escenario más *bullish* nuestro P.O. asciende a \$11.200/acción lo que se traduce en una recomendación de Sobreponderar, mientras en un escenario *bearish*, el P.O. es \$5.900/acción, y la recomendación Subponderar. La clave para determinar el escenario futuro será principalmente los estímulos fiscales chinos y la materialización de algunos de nuestros principales riesgos alcistas/bajistas manifestados (ver riesgos).

Escenarios/Precio del hierro (US\$)	1S17	2S17	2018	LP	P.O (\$)
Bull	88	80	70	70	11200
Base	83	73	65	65	8500
Bear	80	65	60	60	5900

Con todo, mantenemos una recomendación de Sobreponderar el papel de CAP, con un precio objetivo \$8.500/acción, lo que implica un retorno total esperado de 13,7%. Sin embargo, reiteramos la alta volatilidad que caracteriza a esta acción, ya que su desempeño tanto bursátil como operacional está sujeto a los vaivenes en el precio del hierro.

Riesgos

- (+) Estímulos crediticios en China que impliquen crecimientos en construcción (fuerte mercado inmobiliario como gatillante)
- (+) Plan de infraestructura de Donald Trump, en E.E.U.U
- (+) Política fiscal expansiva a nivel global.
- (+/-) Apreciación/Depreciación del Yuan; alzas/caídas de precios en dólares.
- (+/-) Alzas/bajas en precios del hierro más allá de lo esperado.
- (+/-) Cambios en el descuento/premio sobre el precio del hierro percibido por la compañía (precio del carbón e intentos por descontaminar en ciudades chinas)
- (-) Recortes de capacidad en la industria del acero chino.
- (-) Barreras arancelarias que minen la capacidad exportadora de china: proteccionismo.
- (-) Altos inventarios en puertos podría presionar precios spot del hierro.

Figura 1: Descuento Precio Hierro (62% Fe)

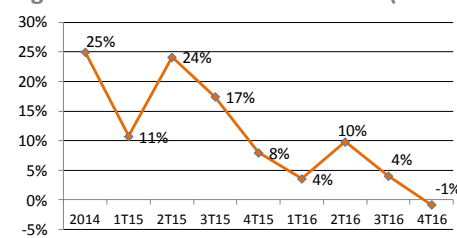


Figura 2: PMI Manufacturero y Servicios China (pivote: 50)

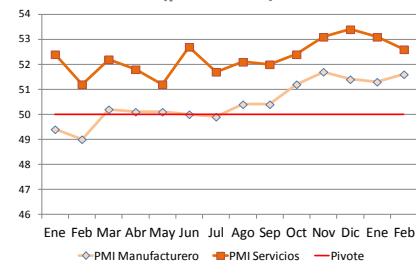


Figura 3: Nuevos Préstamos (CNY Billones)

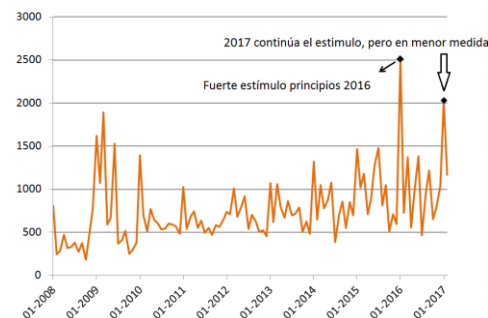


Figura 4: Mercado Inmobiliario Chino (crecimiento a/a)

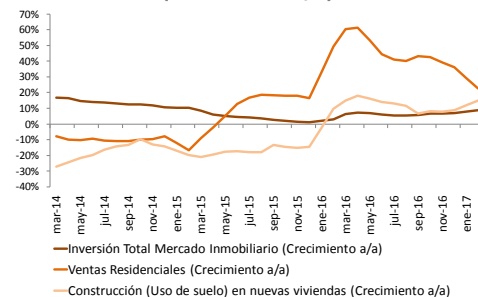
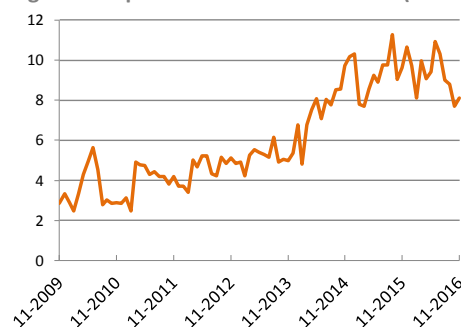


Figura 5: Exportaciones de Acero chino (Mton)



Principales Proyecciones

	2016	2017E	2018E	2019E
Datos Operacionales (MMUS\$)				
Ingresos CAP Minería	949	1.302	1.044	954
Ingresos CAP Acero	403	406	409	413
Ingresos CAP Proc. Acero	287	295	309	312
Ingresos CAP Infraestructura	77	76	82	90
Ingresos consolidados	1.636	1.989	1.756	1.685
Precio Hierro (62%) (US\$/Ton)	58	78	65	60

Estado de Resultados (MMUS\$)				
Ingresos Ordinarios	1.636	1.989	1.756	1.685
Resultado Operacional	230	536	296	204
<i>Margen Operacional</i>	<i>14,0%</i>	<i>26,9%</i>	<i>16,8%</i>	<i>12,1%</i>
Ebitda	443	743	506	416
<i>Margen Ebitda</i>	<i>27,1%</i>	<i>37,4%</i>	<i>28,8%</i>	<i>24,7%</i>
Ganancia Controladores	60	204	84	38
<i>Margen Neto</i>	<i>3,7%</i>	<i>10,2%</i>	<i>4,8%</i>	<i>2,2%</i>
Utilidad por Acción	0,40	1,36	0,56	0,25

Tasas de Crecimiento Estimadas				
Ventas	10,9%	21,6%	-11,7%	-4,0%
Ebitda	54,5%	67,9%	-32,0%	-17,6%
Ganancia Controladores	2705,5%	238,0%	-58,6%	-55,4%
UPA	2705,5%	238,0%	-58,6%	-55,4%

Balance (MMUS\$)				
Activos Corrientes	1.378	1.771	1.592	1.615
Activos no Corrientes	4.252	4.225	4.123	4.019
Total Activos	5.630	5.996	5.714	5.634
Pasivos Corrientes	751	836	816	847
Pasivos no Corrientes	1.702	1.876	1.555	1.433
Total Pasivos	2.453	2.713	2.372	2.280
Patrimonio	3.178	3.283	3.343	3.354
Total Pasivos + Patrimonio	5.630	5.996	5.714	5.634

Flujo de Caja Consolidado (MMUS\$)				
Ebit	230	536	296	204
(-) Impuesto	55	137	80	55
NOPAT	174	399	216	149
(+) Depreciación	185	178	179	181
(-) Inversión	58	120	60	60
(-) Inversión en K de Trabajo	-17	24	-23	15
Flujo de Caja Proyectado	319	433	359	255

Ratios				
Solvencia				
Leverage	0,8	0,8	0,7	0,7
Deuda Neta/Ebitda	2,6	1,7	1,8	1,8
Cobertura de Intereses	5,5	8,6	5,5	4,1
Deuda Corriente/Deuda Total	0,31	0,31	0,34	0,37
Rentabilidad				
ROE	3,2%	10,2%	4,1%	1,8%
ROA	1,1%	3,4%	1,5%	0,7%
ROCE	7,0%	15,0%	9,1%	6,5%

Figura 6: Evolución Precio Carbón (CNY/Ton)

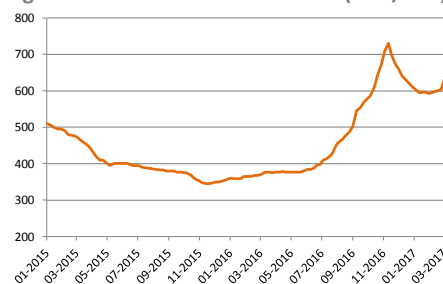


Figura 7: Estructura de Propiedad

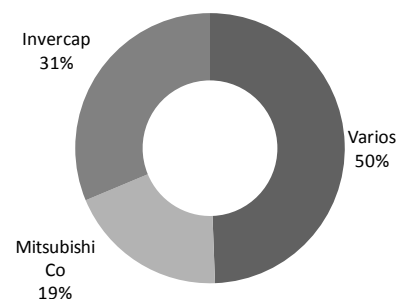


Figura 8: Desglose Ingresos (2016: MMUS\$1.636)

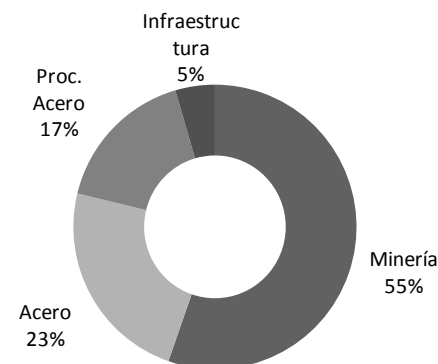
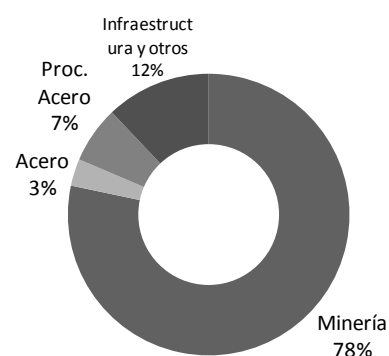


Figura 9: Desglose Ebitda (2016: MMUS\$443)



Fuente: National Bureau of Statistics of China, Bloomberg, Reportes Compañía, BCI Equity Research.

Equity Research
BCI Corredor de Bolsa

Pamela Auszenker, CFA
Subgerente Equity Research
 pamela.auszenker@bci.cl

Marcelo Catalán
Jefe Equity Research
Eléctrico
 marcelo.catalan@bci.cl

Verónica Pérez
Analista Senior
Retail
 veronica.perez@bci.cl

Francisco Domínguez
Analista
Bancos y Eléctrico
 francisco.dominguez@bci.cl

Fernando Errázuriz
Analista
Commodities, Forestal y Sanitarias
 fernando.errazuriz@bci.cl

Moritz Bernhard
Analista
Bebidas, TI, Telecom y Transporte
 moritz.bernhard@bci.cl

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Equity Research - BCI Corredor de Bolsa

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el upside potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.