

NEUTRAL

18 de mayo de 2011

Rodrigo Mujica
cbailla@bci.cl
(56 2) 692 8922

Pamela Auszenker
pauszen@bci.cl
(56 2) 692 8928

CAP – Iron Ore Rocks

Precio Objetivo: \$26.300 Precio Actual: \$22.964

- Estimamos un precio objetivo de \$26.300 (US\$52,6) para CAP, lo que representa una rentabilidad esperada de 14,5% en un horizonte de inversión de 12 a 18 meses, por lo que la recomendación es “Neutral”.
- Dadas nuestras proyecciones, estimamos una P/U de 16,6x para el 2011 y 2012, y un EV/EBITDA de 7,9x y 8x, respectivamente.
- Tras los resultados del 1T11, revisamos nuestras estimaciones de precios y volúmenes de venta de hierro y acero dada la reciente evolución de los precios internacionales y el *outlook* de producción entregado por la compañía. Asimismo, revisamos el efecto en márgenes producto de la fusión de CMP con CMH, y del alza en los costos de producción –en especial energía–. Nuestras estimaciones y recomendación se basan en: (1) Importante crecimiento en el negocio minero, producto del plan de desarrollo que lleva a cabo CAP; (2) Elevados precios internacionales de hierro, de la mano de una potente demanda asiática. Sin embargo, estimamos que estos estarían próximos a iniciar un ciclo bajista; (3) A pesar de la recuperación en los volúmenes del negocio siderúrgico, éste se verá enfrentado a elevados costos de producción durante lo próximo.

Estimamos un precio objetivo para CAP de \$26.300 por acción (US\$52,6). Dado el precio actual de \$22.964, esperamos un retorno de 14,5% para el horizonte de inversión, en línea con nuestro retorno proyectado para el Ipsa, por lo que nuestra recomendación es “Neutral”. Tras los positivos resultados del 2010 y 1T11, y la reciente evolución de los precios del mineral de hierro, hemos actualizado nuestros supuestos y valorización de la compañía. Estimamos que buena parte de las perspectivas del negocio minero y su positivo efecto en la generación de flujos de la compañía ya estarían internalizadas en el precio actual de la acción. Nuestras estimaciones y recomendación se basan en: (1) Importante crecimiento en el negocio minero, producto del plan de desarrollo minero que lleva a cabo CAP; (2) Elevados precios internacionales del mineral de hierro en los próximos años. Sin embargo, estimamos que estos estarían próximos a iniciar un proceso bajista de la mano de una desaceleración de la demanda de China; (3) A pesar de la recuperación en los volúmenes del negocio siderúrgico, éste se verá enfrentado a elevados costos de producción durante los próximos años, los que reducirán de manera importante los márgenes del negocio.

Nuestra recomendación está sujeta a ciertos riesgos: (1) dinamismo de la recuperación económica; (2) efecto de variaciones en los precios de hierro y acero; (3) riesgos de ejecución; (4) regulaciones medioambientales más estrictas; (5) riesgo cambiario y; (6) fusiones y/o adquisiciones en la industria.

Resumen Actualización

Recomendación	Neutral
Riesgo	Alto
Precio Objetivo	26.300
Rango Precio 52 Semanas	26.500 - 15.700
Retorno Esperado Precio	14,5%
Retorno Esperado Dividendo	3,5%
Retorno Esperado Total	18,0%

Información Bursátil

Rentabilidad Acción 2011	-7%
Rentabilidad Acción 12M	41,6%
Market Cap (MM USD)	7.434
Floating	40%
Ticker Bloomberg	CAP CI
ADR (Conversión)	--

Ratios Bursátiles

	2010	2011E	2012E
UPA	3,95	3,17	3,17
P/U 12 M	13,5	16,6	16,6
B/L 12 M	2,9	2,7	2,4
EV/Ebitda 12 M	11,6	7,9	8,0

Fuente: Bloomberg, BCI Estudios.

**FIGURA 1: EVOLUCIÓN CAP VERSUS IPSA
(BASE 100 = MAYO 2010)**


Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

ESTADOS FINANCIEROS

Estado de Resultados (MM USD)	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos Operacionales	1.994	3.215	3.120	3.098
Margen Bruto	787	1.192	1.142	1.142
Ebitda	769	1.111	1.087	1.094
Margen Ebitda	38,6%	34,6%	34,8%	35,3%
Ganancia Antes de Impuestos	1.003	902	884	898
Ganancia Atribuible a Controladores	590	474	474	490
Margen Neto	29,6%	14,7%	15,2%	15,8%

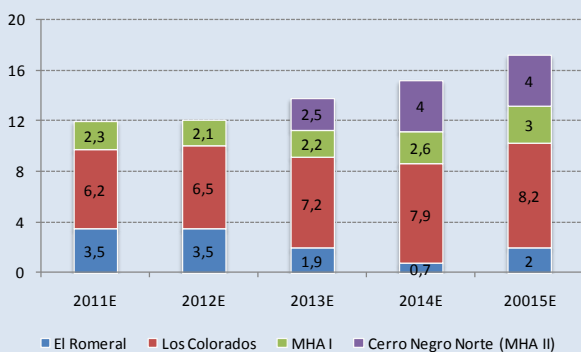
Balance (MM USD)	2010	2011E	2012E	2013E
Activos Corrientes	2.124	1.965	2.185	2.412
Activos no Corrientes	2.745	3.080	3.657	3.733
Total Activos	4.870	5.044	5.842	6.145
Pasivos Corrientes	856	1.232	939	989
Pasivos no Corrientes	1.327	894	1.682	1.619
Total Pasivos	2.183	2.126	2.620	2.608
Patrimonio	2.686	2.918	3.222	3.537
Total Pasivos + Patrimonio	4.870	5.044	5.842	6.145

RATIOS FINANCIEROS

Ratios	2010	2011E	2012E	2013E
Liquidez				
Razón Corriente	2,5	1,6	2,3	2,4
Test Ácido	1,4	1,2	1,7	1,8
Solvencia				
Leverage	0,8	0,7	0,8	0,7
Deuda Corriente / Deuda Total	39,2%	58,0%	35,8%	37,9%
Deuda Financiera Neta / Ebitda	0,7	0,4	0,1	0,0
Cobertura de Intereses	9,8	24,9	38,1	42,0
Rentabilidad				
ROE	22,0%	16,2%	14,7%	13,9%
ROA	12,1%	9,4%	8,1%	8,0%

Fuente: Reportes de la Compañía; SVS; BCI Estudios.

FIGURA 2: PLAN DE DESARROLLO MINERO CMP (MILLONES DE TONELADAS)



Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

Fundamentos de Inversión

Revisamos nuestras estimaciones de precios y volúmenes de venta de hierro y acero dada la reciente evolución de los precios internacionales y el *outlook* de producción entregado por la compañía. Asimismo revisamos el efecto en márgenes producto de la fusión de CMP con CMH, y del alza en los costos de producción –en especial energía–. Así, los fundamentos de inversión que respaldan nuestras estimaciones y recomendación son: (1) Importante crecimiento en el negocio minero, producto del plan de desarrollo minero que lleva a cabo CAP; (2) Elevados precios internacionales del mineral de hierro en los próximos años, de la mano de una potente demanda asiática. Sin embargo, estimamos que estos estarían próximos a iniciar un proceso bajista acompañados de una desaceleración en la demanda de China; (3) A pesar de la recuperación en los volúmenes del negocio siderúrgico, éste se verá enfrentado a elevados costos de producción durante los próximos años.

Plan de Desarrollo Minero: Importantes incrementos en capacidad de producción de mineral de hierro y pellets.

Uno de los principales *drivers* en los resultados y en la generación de flujos de la compañía en los próximos años es el importante crecimiento de su negocio minero –CAP Minería–. El Plan de Desarrollo Minero que está llevando a cabo incrementará la capacidad de producción de mineral de hierro y pellets en un 50% o 6 millones de toneladas en esta etapa, lo que le permitirá alcanzar una capacidad de 18 millones de TM anuales a partir del año 2013 (Figura 2), incrementando así con fuerza los volúmenes de venta e impulsando los resultados del negocio minero y del grupo consolidado.

Tras la puesta en marcha de Hierro Atacama I el 2009, en agosto del 2010 el Directorio de la compañía aprobó la segunda fase del proyecto, en la que se avanza actualmente. La explotación de la nueva mina Cerro Negro Norte –en el valle del Copiapó– alcanzará una capacidad de producción de 4 millones de toneladas de pellet (Tabla 1). Adicionalmente, CAP Minería lleva a cabo la ampliación de la capacidad de producción de la mina Los Colorados –en el Valle del Huasco– en 2 millones de toneladas de pellet *feed* (Tabla 1). Se contempla que ambos proyectos inicien sus operaciones el año 2013, para alcanzar plena capacidad el 2015. Con ello, la compañía tendrá una capacidad de 18 millones de toneladas de mineral de hierro y pellet *feed* a dicho año, incrementando de manera considerable sus volúmenes de venta en dicho negocio, el principal *driver* en el crecimiento de los resultados de CAP Minería en los próximos años. La inversión necesaria para dichos proyectos supera los US\$800 millones (Figura 3).

Tras totalizar durante el año pasado 10,2 millones de toneladas en ventas, esperamos que este año estas se incrementen un 12% a 11,4 millones de toneladas, para estabilizarse en torno a los 12 millones el 2012 y crecer con fuerza el 2013 más de 15%, llegando a 13 millones. Recién hacia los años 2015-2016 estimamos que la compañía alcanzará plena capacidad.

A pesar del inicio de una caída en los precios del mineral de hierro, éstos se mantendrán en niveles históricamente elevados.

La potente demanda asiática por hierro –principalmente de China– continúa

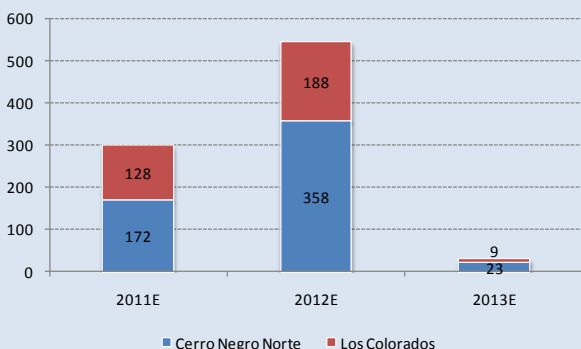
TABLA 1: PLAN DE DESARROLLO CAP MINERÍA (MILLONES DE TONELADAS)

Proyecto Cerro Negro Norte	
Producción	4,0 MTM / Pellet Feed
Capex	USD574,5 MM
Inicio Operaciones	1T 2013

Proyecto Expansión Los Colorados	
Aumento Producción	2,0 MTM / Pellet Feed
Capex	USD342 MM
Inicio Operaciones	1T 2013

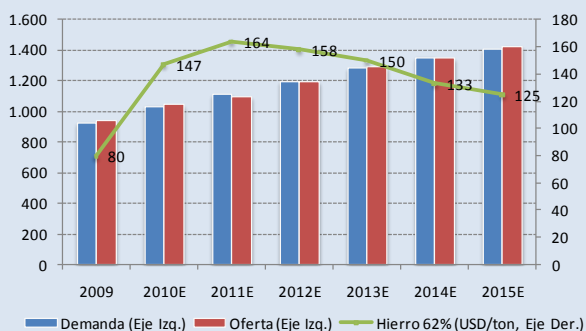
Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

FIGURA 3: CAPEX PLAN DE DESARROLLO CAP MINERÍA (MILLONES DE DÓLARES)



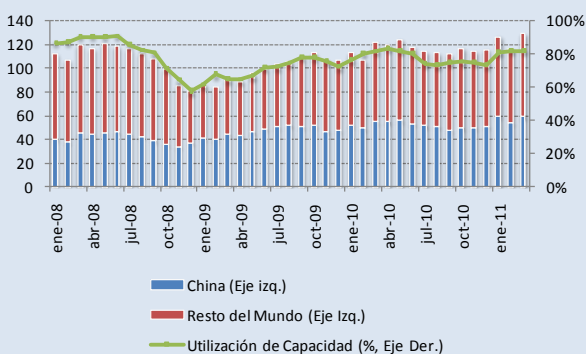
Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

FIGURA 4: BALANCE MUNDIAL MINERAL DE HIERRO (MILLONES DE TONELADAS)



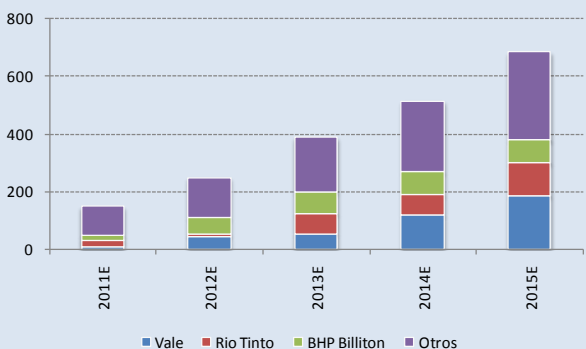
Fuente: CME Group; Macquarie Research enero 2011; BCI Estudios.

FIGURA 5: PRODUCCIÓN MUNDIAL ACERO (MILLONES DE TONELADAS)



Fuente: Steel World; BCI Estudios.

FIGURA 6: PROYECTOS DE AUMENTOS DE CAPACIDAD MINERAL DE HIERRO (MILLONES DE TONELADAS)



Fuente: Reportes de la Compañía; Macquarie Research; BCI Estudios.

estrechando el balance de oferta, presionando al alza los precios de los distintos grados del mineral, lo que ha permitido que éstos se mantengan en niveles históricos. Los fundamentos detrás del estrecho balance de oferta continúan sólidos. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento de China, junto a la entrada al mercado en los próximos años de nuevas capacidades y el regreso al mercado de las exportaciones de India, contrarrestarán el efecto anterior. Así, esperamos que tras una estabilización de los precios del hierro en torno a los niveles actuales, o levemente inferiores, estos inicien un proceso de caídas hacia fines de 2011 y que se prolongaría por los próximos años.

El año pasado, la producción de acero se elevó en un 15%, y por primera vez desde el año 2007 –antes de verse fuertemente afectada en la crisis–, alcanzó un nuevo máximo histórico de 1.414 millones de toneladas de acero crudo. Este fue el principal *driver* en el crecimiento de la demanda por hierro y su positivo efecto en precios. Dicho crecimiento fue liderado principalmente por EE.UU., Japón, Corea del Sur, Alemania, Brasil, y en menor medida China –el mayor consumidor de hierro para abastecer a su gigantesca industria siderúrgica, con más de 44% de la producción mundial–.

Estimamos un precio promedio entre los US\$165-170/ton para el presente año y entre US\$140-150/ton para el 2012. A partir de entonces, y junto con los importantes anuncios de aumentos de capacidad en la industria, se profundizará la caída en los precios, para estabilizarse en el largo plazo entre los US\$70-80/ton. Para este año, a las ya positivas perspectivas de crecimiento de la demanda de los países anteriormente mencionados, se suman las necesidades de reconstrucción que deberá afrontar Japón tras el terremoto y tsunami de marzo pasado, y que destruyó parte importante de la infraestructura y capacidad productiva nipona. Sin embargo, si bien China seguirá siendo el principal consumidor de hierro, la ralentización del crecimiento económico de dicho país –pasará de crecer un 10,3% el 2010 a 9,3% este año– se reflejará en una leve desaceleración del consumo de hierro. Por su parte, las principales compañías mineras continúan anunciando proyectos de expansión de hierro, los que al 2015 habrán aportado más de 600 millones de toneladas a la oferta global (Figura 6), en donde la mitad del incremento corresponde a proyectos de los tres principales productores a nivel mundial –Vale, Rio Tinto y BHP Billiton–.

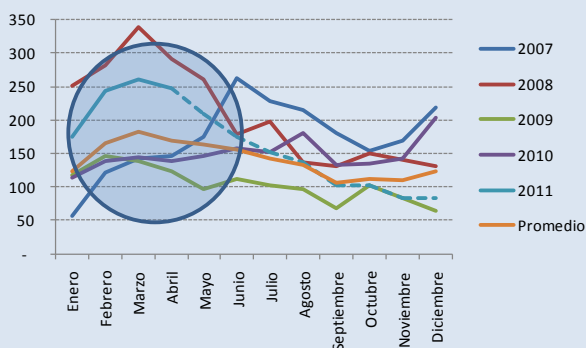
TABLA 2: BALANCE MUNDIAL MINERAL DE HIERRO (MILLONES DE TONELADAS)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Demanda	926	1.035	1.111	1.195	1.282	1.353	1.404
% a/a	9,9%	11,8%	7,3%	7,6%	7,3%	5,5%	3,8%
Oferta	944	1.046	1.097	1.195	1.292	1.350	1.427
% a/a	10,9%	10,8%	4,9%	8,9%	8,1%	4,5%	5,7%
Balance	18	11	-14	0	10	-3	23
Precio (USD/t)	80	147	164	158	150	133	125

Nota: Balance en el mercado mundial de mineral de hierro vía transporte marítimo.

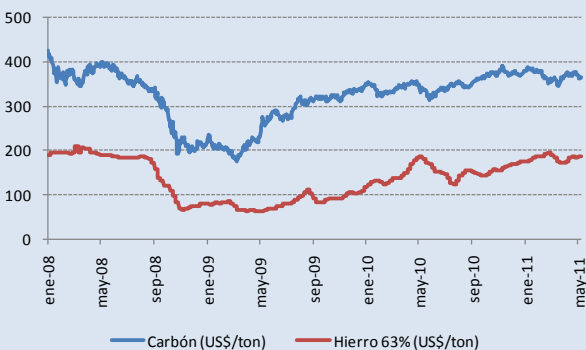
Fuente: CME Group; Macquarie Research.

FIGURA 7: EVOLUCIÓN COSTO MARGINAL SIC (US\$/MWH)



Fuente: CDEC-SIC; BCI Estudios.

FIGURA 8: EVOLUCIÓN MATERIAS PRIMAS SIDERURGIA (US\$/TON)



Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

Presiones de costos en la producción siderúrgica.

A pesar de la mejora importante en los volúmenes y resultados del negocio siderúrgico en el 1T11 –baja base de comparación producto de la detención de las faenas productivas tras el 27F–, la eficiencia ha dejado sentirse en los números de la compañía, y amenaza con ser la principal preocupación de la administración en los próximos trimestres.

En los últimos periodos, CAP Acero se ha visto enfrentada a importantes alzas en los precios de energía y de las principales materias primas utilizadas en el proceso siderúrgico, en especial hierro y carbón metalúrgico. Lo anterior no ha sido acompañado con alzas similares en el precio local del acero, reduciendo los márgenes por tonelada producida. Una vez estabilizada la producción de acero en torno a las 100.000 toneladas de productos terminados al mes, los márgenes se han reducido de manera importante. A raíz de lo anterior, la compañía anunció que está en búsqueda de socios que le ayuden a mejorar los niveles de eficiencia de sus plantas de acero, apuntando desde una asesoría tecnológica hasta una participación accionaria –esta última con el aliciente de participar también en el negocio minero de CAP–.

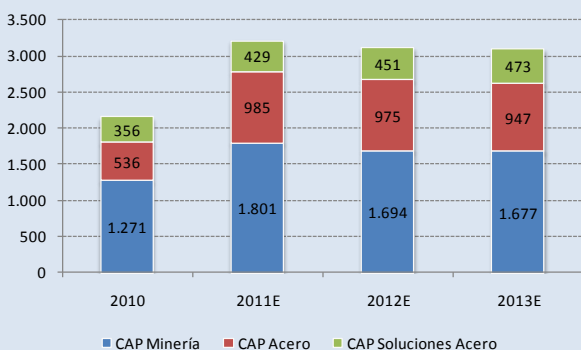
A pesar de que esperamos una corrección en los precios del hierro y del carbón hacia fines de año, y de la energía a partir del 2S11 –para terminar el año con un costo marginal promedio de US\$170/MWh–, la compañía seguirá enfrentando márgenes reducidos, dada su estructura de costos y la eficiencia de sus plantas. **Con todo, esperamos que el margen Ebitda de CAP Acero durante el 2011 alcance 3,6%, para elevarse levemente el 2012 a 5,8%.**

Resultados 1T11 y proyecciones FY2011.

CAP reportó hace un par de semana sus resultados del 1T11, que si bien mostraron importantes crecimientos a/a en ingresos, Ebitda y utilidad –explicados por la fusión de CMP y CMH y los negativos efectos del 27F en los resultados del 1T10–, evidenciaron un retroceso con respecto a los resultados del 4T10. A pesar de lo anterior, estimamos que los resultados de CAP evidenciarán mejoras en los próximos trimestres de la mano de los elevados precios alcanzados por el mineral de hierro a nivel internacional, mayores volúmenes de producción de CAP Minería, y una positiva evolución del negocio siderúrgico.

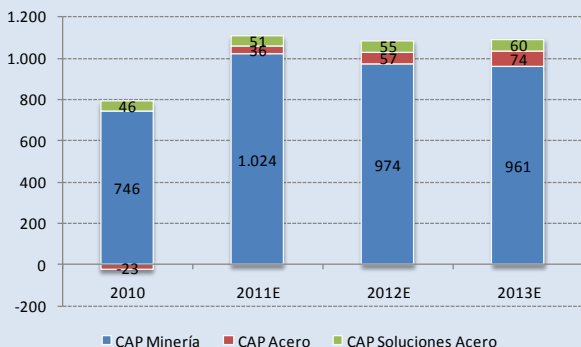
Los ingresos de CAP alcanzaron los US\$594,8 millones, 87,8% mayores a los del 1T10, explicados principalmente por mayores volúmenes y precios de hierro y la baja base de comparación del negocio siderúrgico. Sin embargo, el ingreso pro-forma del primer trimestre del 2010 alcanza los US\$416,6 millones, por lo que el crecimiento directamente comparable de los ingresos del 1T11 se reduciría a 42,8%. Los ingresos de CAP Minería alcanzaron US\$344,6 millones, 196,9% mayores a los del 1T10, gracias a mayores volúmenes de venta hierro, los que se elevaron 20,1% a 2,29 millones de toneladas. Adicionalmente, el precio promedio de los productos despachados se elevó en un 184,5% a US\$149,6/ton, producto del alza en los precios internacionales del hierro y la nueva contabilidad de ellos gracias a la fusión entre CMP y CMH llevada a cabo en abril del 2010. En CAP Acero, los ingresos durante el trimestre se incrementaron un 90,9% a/a, alcanzando los US\$271,5

FIGURA 9: PROYECCIÓN EVOLUCIÓN INGRESOS POR NEGOCIO (US\$ MILLONES)



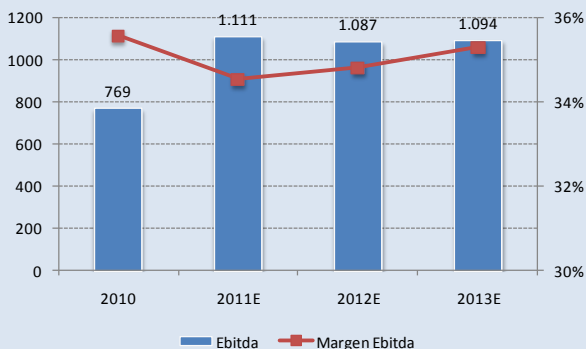
Fuente: Reportes de la Compañía; SVS; BCI Estudios.

FIGURA 10: PROYECCIÓN EVOLUCIÓN EBITDA POR NEGOCIO (US\$ MILLONES)



Fuente: Reportes de la Compañía; SVS; BCI Estudios.

FIGURA 11: PROYECCIÓN EVOLUCIÓN EBITDA Y MARGEN EBITDA (US\$ MILLONES)



Fuente: Reportes de la Compañía; SVS; BCI Estudios.

millones, debido a mayores volúmenes de producción que elevaron los despachos a 313.576 toneladas –cabe recordar que producto del 27F las operaciones de Huachipato estuvieron detenidas hasta julio– y precios promedio que alcanzaron los US\$859,9/ton. Adicionalmente, se ha visto una positiva evolución en la demanda local por acero, de la mano del dinamismo que han mostrado los principales sectores consumidores de acero. Finalmente, el Grupo Procesamiento de Acero elevó sus ingresos a US\$82,7 millones, 39,7% superior a los del 1T10, explicado por mayores volúmenes y precios promedio de venta (16% y 20,4%, respectivamente).

Los mayores volúmenes de producción y el incremento en los precios de las materias primas durante el trimestre elevaron los costos operacionales en un 45,2% a US\$373,9 millones. En tanto, los GAV alcanzaron US\$39 millones (+48% a/a). Así, el Ebitda alcanzó los US\$223 millones, un crecimiento de 279,9% a/a, con lo que el margen Ebitda se elevó a 37,5%. Sin embargo, al hacer las cifras del 1T10 pro-forma, vemos que el Ebitda alcanzaría US\$123,6 millones, por lo que el crecimiento del 1T11 se reduciría de manera importante a 80,4%, y el margen Ebitda se hubiera contraído 150 pb.

En el ámbito no operacional, destacan los mayores ingresos financieros, y la disminución de los ingresos por participación en asociadas producto de la fusión. Con todo, la ganancia atribuible a controladores alcanzó los US\$82,6 millones, 294,1% mayor a la del primer trimestre del 2010, llevando al margen neto a 13,9%.

Para este año estimamos crecimientos en ingresos y Ebitda de 61,3% y 44,3%, respectivamente (Figuras 9, 10 y 11). Nuestras estimaciones FY2011 apuntan a ingresos consolidados por US\$3.215 millones (Figura 9). Estos estarán liderados por CAP Minería, cuyos ingresos se elevarán a US\$1.800 millones (+84%), producto de volúmenes de venta de hierro de 11,4 millones de toneladas a precios promedio de US\$158/ton. Por su parte, el Ebitda alcanzará los US\$1.111 millones (+44,3%), en donde el principal generador será CAP Minería (Figura 10). En tanto, los mayores volúmenes de producción y las presiones en costos antes mencionadas, harán que el margen Ebitda alcance 34,6%, 400 pb menor al del 2010 (Figura 11). Sin embargo, cabe recordar que los primeros cuatro meses de dicho año la compañía no incorpora la fusión de CMP con CMH, por lo que las cifras no son directamente comparables.

Balance de Riesgos

Los fundamentos de inversión y proyecciones presentados en este informe están sujetos a un balance de riesgos que pueden alterar nuestras estimaciones y la recomendación de inversión. Entre estos destacan:

Dinamismo de la recuperación económica.

El comportamiento de la demanda mundial por mineral de hierro y aceros – explotados, producidos y comercializados por CAP–, está estrechamente relacionado con el dinamismo y las variaciones cíclicas de la economía mundial y local. Así, nuestra valorización descansa en las perspectivas de crecimiento y actividad que mantenemos para las principales regiones a donde la compañía exporta. Un debilitamiento de la recuperación global implica un riesgo potencial de menor crecimiento económico y menor actividad del sector siderúrgico, y con ello una evolución de la demanda y de los precios distintos a los asumidos en este informe. Sin embargo, la reciente firma de contratos para acordar la venta de producción futura de mineral de hierro, así como la relativa menor importancia de CAP en la oferta mundial, acota los efectos de los riesgos anteriores en los resultados de la compañía.

Efecto de variaciones en los precios de hierro y acero.

Otro de los principales riesgos viene dado por las constantes fluctuaciones de los precios de las materias primas y productos elaborados que comercializa, los cuales están determinados principalmente por precios mundiales. En el caso del mineral de hierro, los precios internacionales que CAP enfrenta son el resultado de la interacción entre la oferta y demanda mundial. Los principales actores del mercado son Asia, por el lado de la demanda, y grandes mineras, por el lado de la oferta –Vale, BHP y Rio Tinto–. Así, si la curva de precios para los años posteriores difiere sustancialmente de la estimada en nuestro modelo, podría alterar nuestra recomendación.

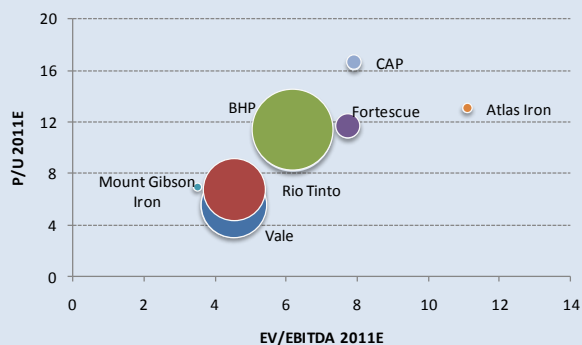
Riesgos de ejecución

El crecimiento esperado en los resultados de CAP para los próximos años descansa en el importante plan de desarrollo minero que está llevando a cabo la compañía. Así, el retraso o no ejecución de alguno de los proyectos considerados en nuestra valoración tendría un impacto negativo sobre los resultados y flujos proyectados. En nuestra valoración hemos incorporado únicamente aquellos proyectos que cuentan con su Estudio de Impacto Ambiental aprobado y se encuentran en desarrollo. De esta manera, uno de los riesgos alcistas más significativos se encuentra representado por la incorporación de nuevos proyectos, como el inicio del proyecto de El Laco, anunciado semanas atrás.

Regulaciones medioambientales más estrictas.

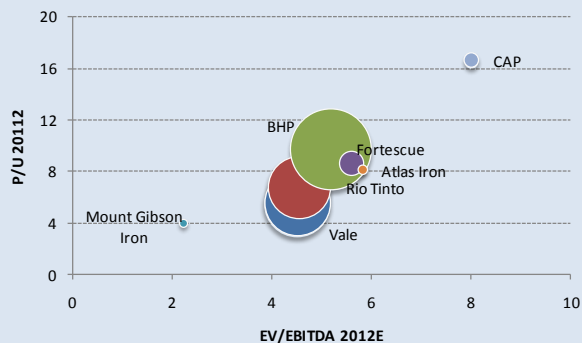
Esta valorización asume las actuales normativas medioambientales, por lo que un cambio en ellas podría alterar nuestras estimaciones. La aplicación de regulaciones más estrictas o cambios en la interpretación de la normativa actual puede afectar los resultados de la compañía a través de mayores costos operacionales, inversiones en instalaciones, mejoras ambientales, y/o en la limitación de la producción.

FIGURA 12: MÚLTIPLOS INDUSTRIA MINERA 2011E



Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

FIGURA 12: MÚLTIPLOS INDUSTRIA MINERA 2012E



Fuente: Bloomberg; BCI Estudios.

Riesgo Cambiario.

La moneda funcional de los reportes financieros de CAP es el dólar de los EE.UU. Sin embargo, mientras los ingresos de los principales negocios de la compañía están determinados en US\$, parte significativa de los costos operacionales –gastos en remuneraciones, otros gastos fijos y algunos costos variables– están determinados en pesos chilenos, de manera que son afectados por las variaciones en el tipo de cambio. De la misma forma, descalces entre activos y pasivos denominados en otras monedas pueden afectar las condiciones financieras y resultados. Producto de las políticas de cobertura cambiaria de la compañía, este riesgo cambiario se reduce en parte.

Fusiones y/o adquisiciones en la industria.

Dadas las positivas perspectivas del negocio minero, la industria mundial de hierro y acero vive un proceso de consolidación, con diversos anuncios de M&As. Lo anterior podría tener efectos sobre los resultados de la compañía y/o el precio de la acción. Así, ofertas por CAP o por otros participantes del mercado podrían tener un efecto en el precio de la acción si ellas resultan en un cambio en la administración, en el foco del negocio, en la estructura competitiva, o simplemente en las expectativas futuras del negocio.

Posición Relativa CAP

Dadas nuestras proyecciones estimamos una P/U de 16,6x para el 2011 y 2012, y un EV/EBITDA de 7,9x para el 2011 y 8,0x para el 2012 (Figuras 11 y 12). Estos múltiplos evidencian los importantes crecimientos en resultados para la compañía. Asimismo, no se muestran sobrevalorados respecto de sus comparables –mineros principalmente– para el 2011, apoyando nuestra recomendación de mantener.

Valorización y Supuestos

Para el cálculo del precio objetivo modelamos el flujo de caja descontado (DCF) de CAP, proyectando los flujos para los próximos 10 años a partir del 2011, y manteniendo un crecimiento a perpetuidad. Los principales supuestos utilizados en nuestro modelo de DCF son los siguientes:

- WACC de 9,7%, considerando: Tasa libre de riesgo de 4% y riesgo país de 1,40%. Premio por riesgo de mercado de 5,25%. Beta de 1,3. Estructura de deuda de largo plazo de 30%. Tasa Deuda: 5%.
- Tasa de crecimiento nominal de 4% a perpetuidad.
- Tipo de cambio peso chileno/dólar norteamericano en \$500.
- Nuestras proyecciones están plasmadas en las Tablas 3, 4, 5, 6, 7 y 8.

Considerando lo anterior, actualizamos el precio objetivo de CAP a \$26.300 por acción (US\$ 52,6), lo que implica un retorno de 14,5% en un horizonte de inversión de 12 a 18 meses, por lo que nuestra recomendación es “Neutral”.

TABLA 3: INFORMACIÓN OPERACIONAL

Volúmenes de Venta (M ton)	2010	2011E	2012E	2013E
CSH	670,5	1.174,3	1.291,7	1.356,3
CMP	10.213	11.400	11.919	13.110
GPA	297,0	341,6	358,6	376,6

Precios Promedio de Venta (USD/ton)	2010	2011E	2012E	2013E
CSH	799	839	755	698
CMP	122	158	142	128
GPA	1.197	1.257	1.257	1.257

TABLA 4: INGRESOS POR NEGOCIOS

Ingresos por Negocio (MM USD)	2010	2011E	2012E	2013E
CSH	535,6	984,8	974,9	946,9
<i>Crecimiento</i>	<i>160,8%</i>	<i>41,7%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>-1,0%</i>
CMP	1.270,8	1.800,6	1.694,3	1.677,3
<i>Crecimiento</i>	<i>-16,9%</i>	<i>83,9%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-2,9%</i>
GPA	355,6	429,4	450,9	473,4
<i>Crecimiento</i>	<i>22,6%</i>	<i>20,8%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>
Total	1.993,6	3.214,8	3.120,1	3.097,6
<i>Crecimiento</i>	<i>45,0%</i>	<i>61,3%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-0,7%</i>

TABLA 5: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

(MM USD)	2010	2011E	2012E	2013E
Ingresos Operacionales	1.994	3.215	3.120	3.098
Costo de Ventas	-1.207	-2.023	-1.978	-1.955
Margen Bruto	787	1.192	1.142	1.142
Gastos de Adm. y Vtas.	-149	-194	-181	-171
Ebitda	769	1.111	1.087	1.094
<i>Margen Ebitda</i>	<i>38,6%</i>	<i>34,6%</i>	<i>34,8%</i>	<i>35,3%</i>
Gastos Financieros Netos	-47	-28	-11	-8
Otros Gastos e Ingresos Varios	395	-68	-66	-65
Participación en Gan. de Asociadas	27	0	0	0
Diferencias de Cambio	-10	0	0	0
Ganancia Antes de Impuesto	1.003	902	884	898
Impuesto	-181	-226	-208	-198
Ganancia (Pérdida)	822	677	677	700
Ganancia Atribuible a Controladores	590	474	474	490
<i>Margen Neto</i>	<i>29,6%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,8%</i>
Ganancia Atribuible a Minoritarios	232	203	203	210

TABLA 6: BALANCE PROYECTADO

(MM USD)	2010	2011E	2012E	2013E
Activos Corrientes	2.124	1.965	2.185	2.412
Activos no Corrientes	2.745	3.080	3.657	3.733
Total Activos	4.870	5.044	5.842	6.145
Deuda Financiera Corto Plazo	219	444	164	164
Otros Pasivos Corrientes	637	789	775	825
Deuda Financiera Largo Plazo	782	522	1.282	1.180
Otros Pasivos no Corrientes	546	440	1.278	1.265
Total Pasivos	2.183	2.126	2.620	2.608
Patrimonio Atribuible a Controladores	1.519	1.693	1.935	2.186
Participaciones Minoritarias	1.167	1.225	1.287	1.351
Total Patrimonio	2.686	2.918	3.222	3.537
Total Pasivos + Patrimonio	4.870	5.044	5.842	6.145

Fuente: Reportes de la Compañía, SVS, BCI Estudios.

TABLA 7: FLUJO DE CAJA PROYECTADO

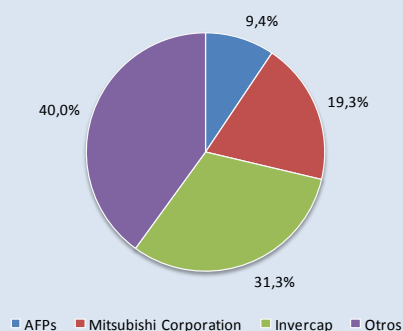
(MM USD)	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT	998	961	971	1.035
Impuestos sobre EBIT	-250	-226	-214	-228
NOPLAT	749	735	757	807
+ Depreciación	113	125	123	123
- Inversión	-450	-700	-200	-200
- Inversión en Capital de Trabajo	77	-89	-81	-10
+ Aumento de Capital Anunciado	0	0	0	0
Flujo de Caja Proyectado	488	72	599	720

TABLA 8: VALORIZACIÓN

Valorización (MM USD)	
VPN Flujos 2011-2020	3.705
VPN Perpetuidad	5.024
Otros Activos	130
VPN Deuda Neta + Interés Minoritario	1.692
Valor Económico del Patrimonio	7.166
Número de Acciones (MM)	149,4
Precio Objetivo (USD)	52,6
Precio Objetivo (CLP)	26.300

Fuente: Reportes de la Compañía; SVS; BCI Estudios.

FIGURA 13: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD (DICIEMBRE 2010)



Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

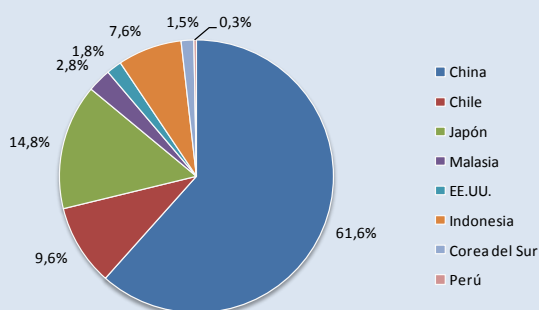
TABLA 9: RECURSOS Y RESERVAS MINERAS

Mina/Depósito	Recursos Geológicos	
	MM Ton	Leyes (% Fe)
El Laco	734	49,2%
Cerro Negro Norte	457	34,6%
Los Colorados	410,7	45,0%
Hierro Atacama I - Candelaria	302	10,0%
El Romeral	282	33,9%
Pleito Cristales	586	28,4%
El Albarrobo	143	41,3%
Distrito El Algarrobo	536	33,2%
Distrito Los Colorados	26	43,3%
El Tofo	1,4	39,2%
Total	3478,1	35,8%

Mina/Depósito	Reservas	
	MM Ton	Leyes (% Fe)
El Laco	376	56,4%
Cerro Negro Norte	177	39,0%
Los Colorados	256	43,6%
Hierro Atacama I - Candelaria	302	10,0%
El Romeral	86	39,7%
Pleito Cristales	--	--
El Albarrobo	47	47,8%
Distrito El Algarrobo	118,4	35,5%
Distrito Los Colorados	--	--
El Tofo	1,4	40,1%
Total	1363,8	38,3%

Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

FIGURA 14: DESTINOS DESPACHOS DE HIERRO (2010)



Fuente: Reportes de la Compañía; BCI Estudios.

Descripción de la Compañía

CAP S.A. es un conglomerado industrial con operaciones en Chile, Perú y Argentina, integrado en la extracción y exportación de mineral de hierro, la producción y comercialización de acero y productos de acero con mayor valor agregado. Lo anterior a través de sus tres líneas de negocio: CAP Minería a través de Compañía Minera del Pacífico (CMP), CAP Acero a través de Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH) y CAP Soluciones en Acero a través del Grupo de Procesamiento de Acero (GPA) que comprenden Novacero y sus filiales. Durante el año 2010 CAP registró resultados históricos producto de los elevados precios alcanzados por el mineral de hierro y gracias a la fusión de CMP con Compañía Minera Huaso (CMH). Así, la compañía totalizó ingresos por US\$1.994 millones, un Ebitda de US\$740 millones y una utilidad neta atribuible a controladores de US\$590 millones.

El mayor accionista de la empresa es la sociedad de inversiones Invercap con un 31,3% de la propiedad, seguido por la japonesa Mitsubishi Corporation con un 19,3% y las AFPs con aproximadamente 9,4% (Figura 13).

El Negocio – Integración en Toda la Cadena Productiva.

CAP Minería a través de CMP y sus filiales desarrolla la explotación y producción de minerales de hierro y pellets. La actividad minera se lleva cabo en tres áreas geográficas: Valle del Huasco, Valle del Elqui y Valle de Copiapó. Adicionalmente, posee vastos recursos geológicos y reservas mineras (Tabla 9). Los principales productos son los pellets feed, autofundentes, de reducción directa, granzas, finos y pellets chips. En tanto, el principal mercado de comercialización de estos productos es el asiático (88,3%), destacando China con un 61,6% de las ventas del año pasado (Figura 14). **Durante el año 2010, CMP despachó 10,2 millones de toneladas métricas, 90% al mercado externo y el restante al mercado local. En tanto, el precio promedio alcanzó los US\$121,5/ton, un incremento de 152,9% con respecto al 2009.**

El negocio de la siderurgia se desarrolla a través de CSH. El 2009 alcanzó una participación de mercado de 60% (68% de su mercado objetivo), la que disminuyó de manera importante el año pasado producto de la paralización de Huachipato tras el 27F (a 29% y 37%, respectivamente). La producción se concentra principalmente en la elaboración de productos planos (rollos laminados en caliente y frío, en hojalata y zincalume) y largos (alambrón y diferentes tipos de barras, como barras de molienda y barras de construcción). Actualmente, la capacidad productiva total de acero líquido llega a los 1,45 millones de toneladas. **El 2010 despachó 671 mil toneladas, prácticamente en su totalidad al mercado interno, 27,3% menores a los del 2009. Por su parte, el precio promedio por tonelada fue de US\$789,4/ton.**

El negocio del procesamiento de acero elabora a través de Cintac e Intasa, filiales de Novacero, productos de mayor valor agregado destinados a los sectores de la construcción, industria e infraestructura en Chile, Perú y Argentina. El 2010 despachó 297 mil toneladas procesadas, 8,3% mayores a las del 2009. En tanto, el precio promedio se elevó a US\$1.198,9/ton. Cuenta con una capacidad de producción de 400 mil toneladas anuales (300 mil en Chile, 70 mil en Argentina y el resto en Perú).

Economista Jefe BCI

Jorge Selaive
jselaiv@bci.cl
(56 2) 692 8915

Subgerente Renta Variable

Pamela Auszenker
pauszen@bci.cl
(56 2) 692 8928

Subgerente Economía y Renta Fija

Luis Felipe Alarcón
lalarcg@bci.cl
(56 2) 383 5766

Analistas Senior

Rodrigo Mujica
Recursos Naturales
rmujica@bci.cl
(56 2) 692 8922

Analistas

Christopher Baillarie
Bebidas, Telecom y Transporte
cbaila@bci.cl
(56 2) 692 8968

María Jesús Bofill

Retail
mbofill@bci.cl
(56 2) 383 9752

Marcelo Catalán

Eléctrico
mcatalg@bci.cl
(56 2) 383 5431

Rubén Catalán

Financiero, Economía
rhcatal@bci.cl
(56 2) 383 9010

Oswaldo Cruz

Economía
ocruz@bci.cl
(56 2) 383 9671

Verónica Pérez

Retail
vperlav@bci.cl
(56 2) 692 7688

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

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Banco de Inversión y Finanzas. 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 Banco de Inversión y Finanzas 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.