



31 de Agosto de 2009

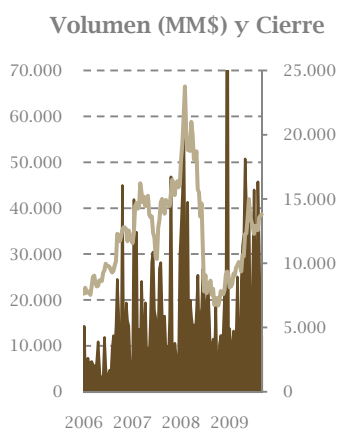
Carla Araya S.
caraya@euroamerica.cl

CAP

Recomendación:	Mantener
Precio Objetivo	\$ 15.630
Ultimo Precio:	\$ 13.527
Riesgo Inversión:	Alto
Sector:	Commodities
Ticker Bloomberg:	CAP CI

CAP, grupo minero integrado verticalmente en el negocio de la producción y procesamiento de acero y hierro. Desarrolla su negocio a través de sus filiales Compañía Minera del Pacífico, Compañía Siderúrgica Huachipato, Cintac e Intasa. El accionista mayoritario es Invercap S.A. con un 31,32% de propiedad.

Desempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	-27,7%
Máximo	\$ 21.001
Mínimo	\$ 6.670
UPA	US\$1,96
P/U	37,3x
EV/Ebitda	17,2x
P/VL	3,9x
Dividend Yield	3,8%
Float (%)	49,0%
#Acciones (MM)	149
Ratio ADR	ND

Nuevo escenario...nuevos precios

Actualizamos nuestra valoración de las acciones de CAP estimando un precio objetivo a diciembre de 2010 de \$ 15.630 (antes \$ 10.930 a diciembre de 2009) y una recomendación de mantener, dado el acotado potencial de apreciación respecto del retorno esperado y exigido. Introducimos un nuevo escenario de precios para el hierro y acero, así como de volúmenes alineado a una recuperación gradual de la economía. Además, incorporamos en nuestro precio una probabilidad de que se reactive el proyecto minero Hierro Atacama II ante un mejor escenario macroeconómico y el potencial ingreso de Mitsubishi a la propiedad minera de la compañía.

Los cambios más relevantes realizados a nuestra valoración son:

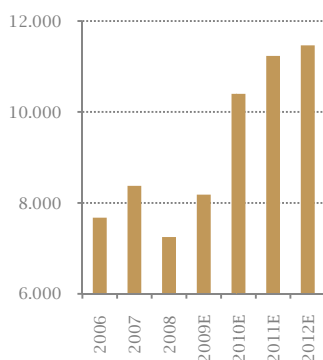
Cambios a nivel operacional

Escenario macroeconómico. El escenario macroeconómico base incluido en nuestra valoración considera que la recesión global llegó a su fin y que retornaremos a cifras positivas de crecimiento mundial durante el tercer y cuarto trimestre de 2009. Los planes de estímulo fiscal y monetario junto a la mejoría en los indicadores de expectativas de consumidores y empresas impulsarán el inicio de una fase expansiva que esperamos se acelere hacia el año 2010. En cuanto al mercado externo, relevante para el negocio minero (hierro) de la compañía, esperamos una recuperación lenta del ritmo de actividad en las economías desarrolladas (Europa, Estados Unidos y Japón). El motor de expansión será China con el empuje de la inversión en infraestructura. Respecto del panorama interno, relevante para el negocio siderúrgico (acero), nuestras expectativas apuntan al inicio de una fase de recuperación durante el tercer trimestre de 2009 y un crecimiento anual de 4,0% el 2010. Esperamos que la recuperación sea liderada por la inversión, favorecida por bajas tasas de interés, precios de materias primas en aumento y mejoras en las expectativas empresariales

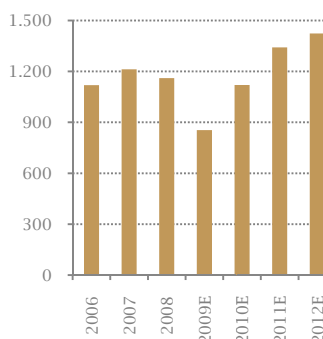
Precios de hierro y acero. Actualizamos nuestras estimaciones de precios de hierro y acero tras incorporar el nuevo escenario macroeconómico que con el empuje de la inversión, permitiría reactivar la demanda y los precios. Para el caso del hierro, la negociación parcial estableció para el período abril 2009 - marzo 2010 disminuciones de entre 28,20% y 32,95% para finos, -44,47% para granzas y de -48,30% para pellets, cifras que se encuentran prácticamente alineadas a las estimaciones previas.

Información Operacional

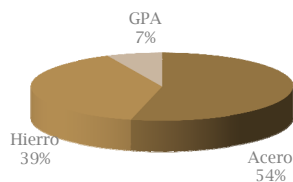
Producción Hierro
(miles tons)



Producción Acero
(miles tons)



Ebitda por negocio



Precio Objetivo

Sin proyecto

Precio L/P (32) \$ 13.080 x 0,1

Precio L/P (42) \$ 15.131 x 0,7

Con Proyecto

Precio L/P (52) \$ 18.315 x 0,2

P. Objetivo \$ 15.630

Mantenemos nuestra estimación de una caída en torno a 25% de los precios para el año 2009 para CAP, en línea con lo observado históricamente que muestra movimientos más acotados. Incrementamos nuestra estimación para el año 2010 desde una variación nula a un alza de 5%. Tras un ciclo expansivo que finalizaría el año 2015, los precios descenderían a nuestra estimación de largo plazo de US\$ 42 por tonelada. Para el acero, esperamos que los precios hayan marcado los mínimos en el segundo trimestre de 2009 con cierto rezago respecto del mercado internacional, y que comiencen a recuperarse a partir del tercer trimestre. Nuestra estimación para el año 2009 se ajustó levemente a la baja, mientras que corregimos al alza las estimaciones para los años 2010 y 2011, en línea con la dinámica del mercado del hierro.

Volúmenes de venta. Ajustamos a la baja nuestras proyecciones de volúmenes de venta de hierro y acero, particularmente para los años 2009 y 2010. Prevemos despachos de acero para el año 2009 y 2010 menores a los estimados en nuestro estudio previo ante la debilidad exhibida por el mercado local y que vimos reflejada en los resultados del primer y segundo trimestre. Esperamos una recuperación lenta de los despachos, los que volverían a régimen normal hacia el cuarto trimestre de 2010. En línea con la normalización progresiva del negocio, la compañía anunció la puesta en operación del Alto Horno N°1 a partir de julio de 2009, que estuvo detenido durante todo el primer semestre con el fin de proteger la caja y bajar los inventarios. En contraste, creemos que la reactivación de la demanda externa por hierro, principalmente desde China, se mantendrá en los próximos trimestres, permitiendo volver a régimen normal entre el primer y segundo trimestre de 2010. Así, corregimos al alza nuestras estimaciones de despachos para los años 2009 y 2010. El proyecto Hierro Atacama I debiese aportar con mayores despachos también.

Potencial reactivación del proyecto minero Hierro Atacama II (HAI). Ante un escenario macroeconómico más alentador y su consecuente efecto sobre precios y volúmenes, así como por el posible ingreso de Mitsubishi a la propiedad minera de la compañía (importante por el financiamiento), creemos que se incrementan las posibilidades de que se reactive y reevalúe parte del plan de inversiones postergado por la recesión global. En particular, vemos probable la ejecución del proyecto minero Hierro Atacama II que agregaría 4,0 millones de toneladas anuales de hierro, el que incorporamos en nuestro precio objetivo con una probabilidad de 20%, un costo del proyecto en torno a US\$ 500 millones (en torno a 20% más bajo que el anunciado previamente) y un retraso de dos años respecto de la fecha previa de inicio que era el segundo trimestre de 2011. Cabe destacar que para la ejecución del proyecto las condiciones de precios de hierro son relevantes. Por lo tanto, exhibimos las tablas de sensibilización de precio objetivo y precio del hierro para dos escenarios, con y sin proyecto HAI:

		Tabla sensibilización variación precios hierro (US\$/ton) año 2009 y L/P						
		2009			L/P			
		25,9	30,9	35,9	40,9	45,9	50,9	55,9
Sin HAI	32,3	9.741	10.854	11.967	13.080	14.193	15.306	16.419
	37,3	10.767	11.880	12.993	14.106	15.218	16.331	17.444
	42,3	11.793	12.905	14.018	15.131	16.244	17.357	18.470
	47,3	12.818	13.931	15.044	16.157	17.270	18.382	19.495
Con HAI	52,3	14.484	15.761	17.038	18.315	19.592	20.869	22.146
	57,3	15.883	17.160	18.437	19.714	20.990	22.267	23.544

Indicadores Financieros



Rentabilidad

Último mes	9,6%
Últimos 3m	9,7%
Últimos 12m	-27,7%

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

Ingresos	32,2%
Ebitda	29,7%
Utilidad	18,4%
UPA	18,4%

Rentabilidad

ROA	12,0%
Ventas/Activos	0,71x
Margen Neto	15,5%
ROE	25,5%

Cambios a nivel de valoración

Horizonte de valoración: Modificamos nuestro horizonte de valoración desde diciembre de 2009 a diciembre de 2010.

Tasa de descuento: Actualizamos nuestra tasa de descuento a condiciones actuales de mercado, incrementándose levemente desde 9,7% a 10,0%, combinación de tasas base más elevadas y un riesgo país más bajo.

Múltiplos comparables

Actualmente, las acciones de CAP se encuentran transando a 37,3 veces su utilidad y 17,2 veces su Ebitda, múltiplos superiores a su promedio histórico de tres y cinco años, hecho que creemos estaría asociado, además de los débiles resultados reportados durante el primer semestre de 2009, a un escenario de recuperación de la economía global y local que mejoraría la situación actual, así como por la posible reestructuración de la propiedad minera de la compañía con el potencial ingreso de Mitsubishi. Los múltiplos actuales de CAP son superiores a los de sus pares siderúrgicos y mineros, tal como se ha observado históricamente, pero exacerbados por lo descrito previamente.

Empresas comparables internacionales

	Prom. 5 años		Prom. 3 años		Actual		Estimado 2009	
	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda
CIA VALE DO RIO DOCE	9,9	7,9	10,0	8,0	9,2	8,6	15,7	7,8
RIO TINTO	17,0	9,6	17,8	9,8	115,6	6,9	14,9	9,4
BHP BILLITON	12,2	7,9	11,9	7,2	25,1	5,9	16,7	12,0
PROM. MINERAS	13,0	8,4	13,2	8,3	50,0	7,1	15,8	9,7
NISSHIN STEEL CO LTD	11,4	6,5	11,3	6,7	-	12,1	49,8	8,0
SUMITOMO METAL MINING	13,2	8,7	12,3	8,2	39,2	14,1	22,3	11,5
KOBE STEEL LTD	10,4	5,9	9,5	5,8	-	4,9	11,3	5,9
JFE HOLDINGS INC	9,9	5,9	10,2	6,0	9,4	4,2	12,1	7,0
NIPPON STEEL CORP	11,0	6,5	11,4	6,7	15,0	5,6	16,4	8,0
POSCO	8,4	4,3	9,1	4,8	8,1	3,7	11,4	7,0
GERDAU	10,0	6,0	10,5	6,3	31,7	8,3	11,9	7,0
USIMINAS	7,2	-	7,7	5,1	11,4	6,4	11,0	6,5
NUCOR	10,6	5,1	10,6	5,7	22,6	8,4	15,2	7,1
ARCELOR MITTAL	7,2	6,1	8,2	6,5	-	5,7	13,8	7,1
TENARIS	11,7	7,5	11,4	7,3	12,6	5,4	12,6	6,6
US STEEL	8,2	7,7	8,6	6,0	14,5	5,9	40,5	8,1
CIA SIDERUR. NACIONAL	10,4	6,3	12,2	7,6	8,2	-	11,8	8,2
PROM. SIDERÚRGICAS	10,0	6,4	10,2	6,4	17,3	7,1	18,5	7,5
PROM. TOTAL	10,6	6,8	10,8	6,7	24,8	7,1	18,0	8,0
CAP	14,7	12,8	15,9	14,2	37,3	17,2	-	32,1

Fuente: Bloomberg

Riesgos operacionales y financieros

Recuperación económica más lenta de la anticipada. Un escenario macroeconómico distinto al considerado, básicamente que la recuperación esperada de la economía tarde más en llegar y que los actuales signos de reactivación no sean sustentables, considera un riesgo a la baja en nuestra valoración, con su efecto en precios y volúmenes de ventas.

Riesgos financieros medios. La actual clasificación de las acciones de CAP es de primera clase nivel 2 y de A+ para la deuda. A junio de 2009, el Ebitda cubre 5,3 veces los gastos financieros netos y la deuda es 2,0 veces el Ebitda. Estos ratios han ido empeorando a lo largo del año, en línea con los débiles resultados presentados. La compañía mantiene pendiente la junta de accionistas con los tenedores de bonos con el objetivo de modificar algunos covenants referentes a la cobertura de gastos financieros (Ebitda/GFN $\geq 2,5$) ante la posibilidad de no cumplimiento hacia fines de año. Nuestras estimaciones consideran este ratio en 2,7 veces en igual plazo (cuarto trimestre), el que debiese mejorar en línea con la recuperación de los resultados.

Números Clave

Rango últ 12m	\$6.670/\$21.001	UPA últ 12m	US\$0,66	P/U últ 12m	37,3x	EV/Ebitda últ 12m	17,2x	Dividend Yield	3,8%
Rentab. últ mes	9,6%	UPA 2008	US\$1,96	P/U 2008	5,2x	EV/Ebitda 2008	5,0x	% IPSA	5,1%
Rentab. últ 3m	9,7%	UPA 2009E	US\$0,03	P/U 2009E	-	EV/Ebitda 2009E	32,1x	Beta IPSA 12m	2,70
Rentab. últ 12m	-27,7%	Var. UPA +5a	3,7%	P*/U 2010E	21,7x	EV*/Ebitda 2010E	17,7x	Volatilidad 12m	55,1%

Flujo de Caja Libre (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos explotación	1.971.741	1.214.834	1.680.704	1.863.569	2.025.256	2.120.751
Margen operacional	17,6%	5,2%	12,0%	16,5%	17,4%	18,0%
Resultado operacional	346.507	63.265	202.315	307.474	351.585	381.901
- Impuestos	-46.574	-10.755	-34.394	-52.271	-59.769	-64.923
+ Dep. y amort.	63.327	73.494	75.105	76.619	76.194	77.397
- Capex	-163.875	-130.000	-60.000	-119.175	-119.175	-60.000
- Capital de trabajo	-88.057	161.420	-169.600	-39.079	-39.303	-22.346
+Empresas relacionadas	125.828	54.657	87.914	94.950	101.774	109.044
Flujo de caja libre	247.323	213.691	102.855	268.093	312.508	422.250

Precio Objetivo
\$ 15.630

Información Operacional

Tasas de Descuento

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E		
Ingresos (MMUS\$)							Tasa libre riesgo	3,5%
Acero	1.503	599	826	989	1.092	1.135	Beta patrimonio	1,29
Hierro	354	335	447	483	517	554	Premio por riesgo	6,0%
GPA	377	265	364	347	372	387	Riesgo país	1,01%
Ventas físicas (miles tons)							Costo patrimonio	12,2%
Acero	1.161	855	1.120	1.342	1.424	1.424	Costo deuda	8,5%
Hierro	7.251	8.181	10.400	11.232	11.466	11.700	Impuestos	17,0%
Precios (US\$/ton)							D / A	43,2%
Acero	1.116,6	701,5	737,3	737,3	766,8	797,4	WACC	10,0%
Hierro	53,5	40,9	43,0	43,0	45,1	47,4	Perpetuidad	2,0%

Balance General (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Total activos	2.484.533	2.137.677	2.399.564	2.702.884	2.891.356	2.993.210	3.214.919
Caja y equivalente	378.530	121.123	45.261	123.209	82.228	34.773	104.976
Activos circulantes sin caja	815.626	557.507	806.613	877.035	943.921	982.569	1.017.963
Activos fijos	1.127.766	1.257.766	1.257.766	1.316.941	1.376.116	1.376.116	1.376.116
Otros activos	162.611	201.282	289.924	385.699	489.091	599.752	715.863
Total pasivos y patrimonio	2.484.533	2.137.677	2.399.564	2.702.884	2.891.356	2.993.210	3.214.919
Pasivos circulantes	437.575	300.522	385.974	378.750	497.007	404.583	409.393
Pasivos largo plazo	912.567	851.573	834.633	956.261	837.213	826.892	826.892
Interés minoritario	95.130	87.713	93.897	102.879	113.225	124.721	137.165
Patrimonio neto	1.039.261	897.869	1.085.059	1.264.995	1.443.910	1.637.014	1.841.469

Estado de Resultados (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ingresos de explotación	1.971.741	1.214.834	1.680.704	1.863.569	2.025.256	2.120.751	2.209.352
Costos de explotación	1.517.609	1.048.261	1.384.604	1.470.313	1.580.782	1.641.621	1.695.663
Gastos de administración	107.625	103.307	93.785	85.782	92.889	97.229	101.318
Resultado operacional	346.507	63.265	202.315	307.474	351.585	381.901	412.371
Depreciación y amortización	73.494	75.105	76.619	76.194	77.397	78.575	78.119
Ebitda	420.001	138.370	278.935	383.668	428.981	460.476	490.490
Margen Ebitda	21,3%	11,4%	16,6%	20,6%	21,2%	21,7%	22,2%
Utilidad neta	292.981	5.099	189.740	274.805	316.318	351.263	380.086
Margen neto	14,9%	0,4%	11,3%	14,7%	15,6%	16,6%	17,2%
UPA	1,96	0,03	1,27	1,84	2,12	2,35	2,54

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Departamento de Estudios EuroAmerica

Luis Óscar Herrera B.
Director de Estudios
lherrera@euroamerica.cl

Jorge Chang R.
Gerente de Estudios de Renta Variable
jchang@euroamerica.cl

Carla Araya S.
Analista Financiero
Sector Forestal y Minero
caraya@euroamerica.cl

William Baeza L.
Analista Financiero
Sector Utilities
wbaeza@euroamerica.cl

Amelia González V.
Analista Financiero
Sector Retail
agonzalezv@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.