

Mismo escenario, elevadas valoraciones

Ticker Bloomberg	CAP CI
Precio Actual	Ch\$10.084/US\$17,2
Retorno Potencial	-5,8%
Retorno por Div. 2009E	3,6%
Retorno Total Esperado	-2,2%
Market Cap (US\$ millones)	3.033
Ponderación IPSA	4,5%
Política de Dividendos	50,0%
Ratio ADR (Acciones Locales por ADR)	NA
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	6.610 -27.050
Retorno YTD	51,2%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	7,6
Total Acciones (millones)	149,4
Free Float	49,0%

Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas (US\$MM)	1.971,7	1.285,6	1.368,4	1.575,2
EBITDA (US\$MM)	419,9	201,8	225,5	264,3
Margen EBITDA	21,3%	15,7%	16,5%	16,8%
Ut. Neta (US\$MM)	293,0	84,4	121,9	170,7
UPA (Ch\$)	1247,7	316,2	440,4	616,7
Div/acción (Ch\$)	503,3	324,1	152,4	220,2
Div. Yield	4,3%	3,6%	1,6%	2,2%

Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
VE/EBITDA (x)	7,5	17,2	15,3	12,6
P/Utilidad (x)	8,1	31,9	22,9	16,4
Bolsa/Libro (x)	2,3	2,5	2,4	2,3
P/Ventas (x)	1,2	2,1	2,0	1,8
FCL Yield	5,9%	1,1%	3,6%	6,6%

CAP vs. IPSA 12M



Fuente: Economatica, Departamento de Estudios Banchile. Precios ajustados por dividendos.

Christian Contreras S.

+56 (02) 8736163 | christian.contreras@banchile.cl

Felipe Mercado

+56 (02) 8736739 | felipe.mercado@banchile.cl

Hemos revisado nuestra valoración para CAP, modificando nuestra recomendación desde "Comprar/Riesgo Alto" a "Reducir/Riesgo Alto", mientras que fijamos un nuevo precio objetivo de Ch\$9.500 por acción (antes Ch\$9.700). Lo anterior se sustenta en las elevadas valoraciones implícitas en el precio actual de la acción tras el alza de 51,2% desde comienzos de año y en la débil visibilidad esperada de resultados durante el primer semestre de 2009.

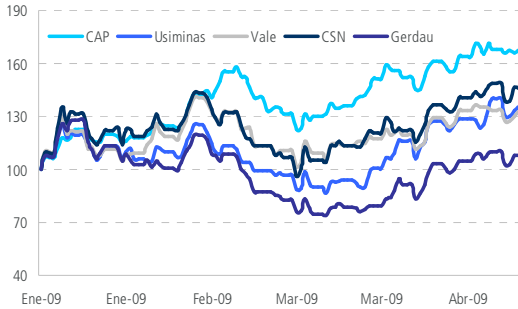
En términos de valoraciones, el precio actual de la acción tiene asociado un múltiplo VE/EBITDA de 17,2x y 15,3x para los años 2009 y 2010, respectivamente, situándose sobre el promedio histórico de 11,7 veces. Asimismo, el desempeño de las acciones de CAP prácticamente ha duplicado a las compañías comparables de la región (66,1% vs. 37,5% en dólares, respectivamente).

En nuestra opinión, el deterioro en las condiciones de los mercados de hierro y acero mantendría bajo presión las operaciones de la compañía en el corto plazo. En este sentido, a pesar de un buen inicio de año, los precios internacionales han evidenciado cierta debilidad en los últimos dos meses, lo que ha ido acompañado de una recuperación en el nivel de inventarios que estaría asociado a una menor actividad. Como consecuencia, esperamos una limitada visibilidad en los resultados para la compañía al menos hasta el segundo trimestre de este año.

Los principales cambios respecto a nuestro estudio anterior son: (i) Ajustamos a la baja nuestras estimaciones de ventas físicas para 2009 debido a los efectos de la crisis económica global sobre la actividad y la demanda, particularmente en el caso de la industria siderúrgica. Así, nuestra nueva estimación implica una caída de 51,9% en el EBITDA del año 2009, explicado principalmente por el menor resultado de Huachipato, en donde esperamos una disminución de 19,6% y 24,2% en los despachos y el precio promedio, respectivamente. (ii) Revisamos a la baja los despachos esperados para el negocio minero, los que alcanzarían 8,2 MMton. durante 2009 (comparado con nuestro supuesto anterior de 9,3 MMton.), destacando la mayor producción de Hierro Atacama I para la cual ya existiría algún nivel de demanda asegurada. En contraste, reiteramos nuestros supuestos para el precio del hierro, para el que esperamos una caída de 39,4% en la negociación anual de contratos para el periodo interanual abril 2009-marzo 2010.

Principales riesgos de inversión

- Una caída menor a la esperada en el precio del hierro y/o una mayor resistencia del precio del acero podría afectar nuestra recomendación.
- Una presión de costos menor que la anticipada modificaría los márgenes futuros de la compañía.
- Restricciones en la oferta y/o un efecto positivo mayor al esperado de los planes de estímulo económico afectarían nuestras estimaciones para CAP.
- Nuevas transacciones extraordinarias por parte de los accionistas mayoritarios generarían volatilidad de corto plazo en el precio de la acción.

Gráfico 1: CAP vs. Comparables


En dólares. Fuente: Bloomberg, Departamento de Estudios Banchile.

Descripción de la Compañía

CAP es el mayor productor chileno de acero, negocio que representaría un 41,3% del EBITDA 2009E. La empresa desarrolla esta actividad a través de su filial Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH), que cuenta con una capacidad instalada de 1.450.000 toneladas anuales de acero líquido y cuya producción se destina principalmente a abastecer el mercado interno, negocio que explica sobre un 90% de los ingresos siderúrgicos.

La compañía se integra verticalmente hacia la extracción y producción de mineral de hierro a través de su filial Compañía Minera del Pacífico (CMP), negocio que aportaría un 49,2% del EBITDA 2009E. Desde 1998, las ventas de *pellets* de CMP se realizan a través de su filial Compañía Minera Huasco y la venta de su producción de granzas y finos se realiza en forma directa. De acuerdo a su destino final, sobre un 60% de los despachos físicos de hierro son exportados. Finalmente, la filial Manganesos Atacama se dedica a la extracción de mineral de manganeso en yacimientos propios ubicados en la cuarta región del país.

A partir de 2007, la empresa consolida las operaciones de su filial Novacero (9,6% del EBITDA 2009E), matriz del grupo de procesamiento de acero que conforman además Cintac, Intasa y sus respectivas filiales.

Tesis de Inversión

Modificamos nuestra recomendación para las acciones de CAP desde "Comprar/Riesgo Alto" a "Reducir/Riesgo Alto" debido a las elevadas valoraciones implícitas en el precio actual de la acción y a los debilitados resultados esperados en el corto plazo. Tras la importante alza que ha presentado durante el año, el precio actual tiene asociado un múltiplo VE/EBITDA de 17,2x y 15,3x para los años 2009 y 2010, respectivamente, lo que constituye un premio de 47,0% y 30,8% respecto al promedio histórico de 11,7 veces. Así, el precio de la acción acumula una rentabilidad de 51,2%, liderando los retornos del IPSA que sólo ha subido un 12,8%. Adicionalmente, para el mismo periodo, el rendimiento de las acciones de CAP ha superado ampliamente al grupo de compañías comparables (66,1% vs. 37,5% en dólares, respectivamente).

En nuestra opinión, los fundamentos de los mercados de hierro y acero continúan evidenciando un deterioro en el nivel de actividad, lo que se refleja en una continua alza en los inventarios en China y una debilidad en los principales índices de precio referenciales. Asimismo, consideramos que existen riesgos asociados al reajuste en el precio del hierro como resultado de las negociaciones que aún se llevan a cabo entre los grandes productores y consumidores globales.

Por otra parte, luego del reporte de resultados del 4T08 y considerando la información marginal, en este estudio ajustamos nuestros supuestos de ventas físicas tanto de hierro como de acero, que se han visto fuertemente impactadas por la crisis económica global, mientras que mantuvimos el escenario de precios esperado para este año. Como resultado, esperamos que la visibilidad de resultados sea significativamente débil durante los primeros dos trimestres de 2009. En particular, esperamos que el EBITDA de la compañía disminuya un 58,7% durante el 1T09, mientras que la utilidad mostraría una caída de 79,0%.

Creemos que el negocio siderúrgico será el principal afectado durante la primera mitad de 2009 producto de una marcada caída en el precio de venta, la debilidad en la demanda por acero y una fuerte presión en los márgenes. En términos anuales, esperamos una caída de 24,2% y 6,1% en el precio de venta para 2009 y 2010, respectivamente. Por su parte, los despachos caerían un 19,6% durante este año afectados por la paralización del Alto Horno n°1 de Huachipato debido a la escasez de demanda. En tanto, esperamos un alza de 12,0% en las ventas físicas durante 2010 sustentado por el impulso monetario y fiscal a nivel local, en donde se comercializa la mayor parte de la producción de acero de CAP.

Por su parte, esperamos una caída de 39,4% en el precio del hierro negociado en los contratos anuales para el periodo abril 2009-marzo 2010, que se compara con la caída de entre 48% y 56% implícita en el precio *spot* y la reducción de entre 40% y 50% solicitada recientemente por parte de las grandes siderúrgicas asiáticas. Esta caída en los contratos anuales se traduce en una disminución esperada de 40,5% en el precio promedio de venta de CAP para el año 2009, mientras que para 2010 proyectamos una reducción adicional de 8,8%. Finalmente, las ventas físicas de hierro aumentarían 12,8% y 5,9% en 2009 y 2010 debido al aporte de 1 MMton. de Hierro Atacama I y a la expansión de la mina El Romeral, también por 1 MMton., respectivamente.

Nuestra recomendación incorpora el potencial de alza para la acción a partir de nuestro precio objetivo y el retorno esperado por dividendos. Asimismo, esta recomendación es consistente con el riesgo asignado a la fecha de publicación del presente informe. Destacamos que el Departamento de Estudios de Banchile revisa periódicamente las empresas bajo cobertura, pudiendo modificar la recomendación de la compañía en los informes de Apertura Bursátil, Semanal o en un nuevo informe de la compañía.

Cuadro 1. Supuestos de Valoración

	2008	% Var.	2009E	% Var.	2010E	% Var.	2011E	% Var.	2012E	% Var.
Precios (US\$/ton.) (*)										
Hierro	53,8	35,4%	32,1	-40,5%	29,2	-8,8%	37,0	26,6%	35,5	-4,1%
Acero	1.117	56,4%	847	-24,2%	795	-6,1%	819	3,0%	786	-4,0%
Despachos (Miles de ton.)										
Hierro	7.251	-13,4%	8.177	12,8%	8.662	5,9%	9.392	8,4%	10.230	8,9%
Acero	1.161	-4,3%	933	-19,6%	1.045	12,0%	1.139	9,0%	1.213	6,5%
Procesamiento de Acero	350	-13,0%	264	-24,5%	343	30,0%	368	7,0%	404	10,0%
Ingresos por Negocio (US\$ millones)										
Hierro	523,6	21,7%	375,6	-28,3%	366,6	-2,4%	460,9	25,7%	476,2	3,3%
Acero	1.305,2	48,7%	804,9	-38,3%	845,8	5,1%	948,2	12,1%	969,5	2,3%
Procesamiento de Acero	142,9	-48,1%	105,1	-26,4%	156,0	48,4%	166,1	6,5%	180,9	8,9%

(*) Promedio anual. Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Gráfico 2: Inventarios Hierro China (MM ton.)

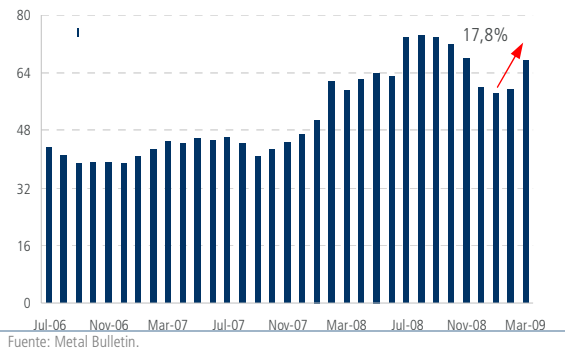
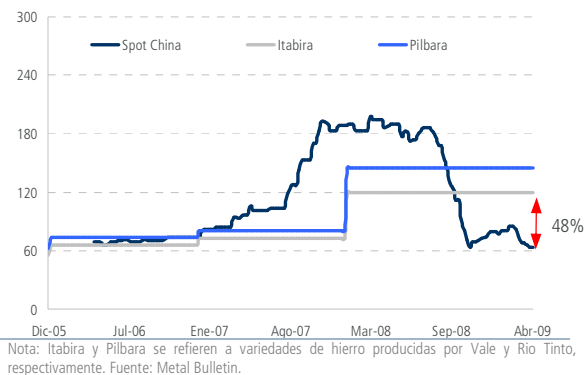


Gráfico 3: Finos Spot vs. Contratos (US\$/ton.)



Nota: Itabira y Pilbara se refieren a variedades de hierro producidas por Vale y Rio Tinto, respectivamente. Fuente: Metal Bulletin.

A la Espera de Noticias desde Oriente

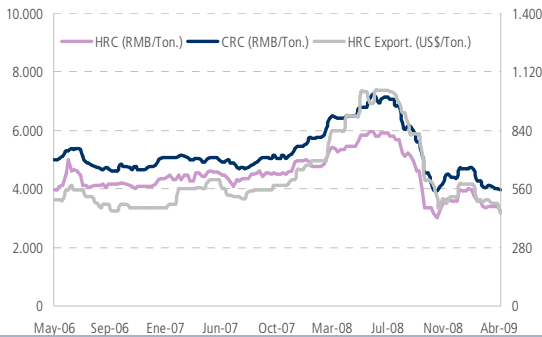
Mantenemos inalteradas nuestras estimaciones para el precio del hierro respecto a nuestro estudio previo, por lo que esperamos una caída de 39,4% como resultado de los contratos anuales entre grandes productores y consumidores mundiales para el periodo abril 2009-marzo 2010. Lo anterior, se traduce en una disminución esperada de 40,5% en el precio promedio del hierro de CMP (división minera de CAP) durante 2009, mientras que para el año 2010 esperamos una reducción adicional de 8,8% debido a la persistencia del desbalance actual en el mercado del hierro.

Cabe mencionar que las negociaciones anuales de este mineral tradicionalmente finalizan durante el primer trimestre de cada año, a modo de aplicar el nuevo precio a los despachos que comienzan en abril. Sin embargo, el proceso correspondiente a este año ha tomado más tiempo que el anticipado, debido a que los mayores productores de hierro (Vale, Rio Tinto y BHP) se encuentran a la espera de una reactivación del mercado internacional para así contar con una mejor posición negociadora. Dado este retraso, Rio Tinto recientemente ofreció un descuento temporal de 20% en el precio del hierro, lo que habría sido rechazado por los compradores asiáticos que esperan un recorte entre 40% y 50%. En el caso de CAP, si bien la gran mayoría de las ventas se llevan a cabo bajo la modalidad de contratos, la compañía ha realizado algunas ventas en el mercado spot a comienzos del 2T09 incluyendo descuentos de entre 20% y 30%.

Respecto al mercado *spot* en China, el mayor consumidor mundial de hierro, el precio del mineral ha presentado una tendencia a la baja desde mediados de febrero, dejando atrás la recuperación mostrada a comienzos de año. Adicionalmente, los inventarios en el país asiático han aumentado un 17,8% desde sus mínimos de febrero (ver gráfico 2). Lo anterior podría explicarse por: (i) Expectativas de mayores precios; o (ii) Una caída en la actividad del sector. En nuestra opinión, creemos que la segunda opción presenta una mayor validez, considerando las ya mencionadas expectativas de reducciones en el precio del hierro tras las negociaciones anuales.

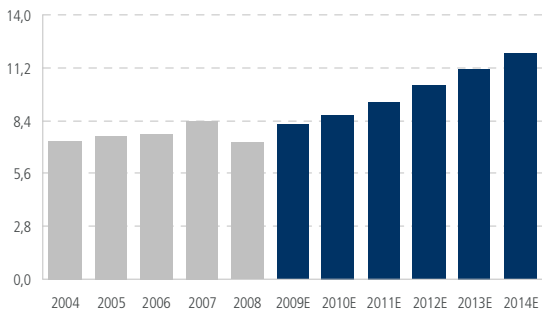
De acuerdo a nuestros cálculos, el precio *spot* actual incorpora un descuento entre 48% y 56% respecto al establecido en los contratos anuales del año pasado, dependiendo del tipo de mineral, lo que podría resultar en una caída aún mayor que la incorporada en nuestro escenario base (ver gráfico 3).

Gráfico 4: Precio Spot Acero China



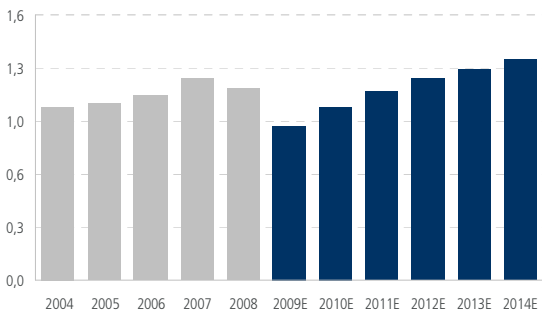
Fuente: Metal Bulletin.

Gráfico 5: Despachos Hierro CAP (MM ton.)



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Gráfico 6: Despachos Acero CAP (MM ton.)



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

En relación con nuestro estudio anterior, realizamos ajustes marginales en nuestro escenario base para el precio del acero. Así, esperamos una caída de 24,2% y 6,1% en el precio promedio de venta de CAP para los años 2009 y 2010, respectivamente. La dinámica del mercado internacional del acero ha sido similar a la del hierro pues, si bien en este caso el precio no se establece en negociaciones anuales, la cotización *spot* de este metal acumula caídas cercanas a 15% en China durante el año. Ante este escenario, Baosteel (el mayor productor chino de acero) anunció una disminución en sus precios de lista de acero para entrega en abril y mayo, lo que ha sido imitado por la mayoría de las principales siderúrgicas asiáticas.

Ajustes en Despachos de Acero y Hierro

Después de incorporar los resultados del 4T08, ajustamos nuestros supuestos de ventas físicas de la compañía como respuesta a una debilidad mayor a la estimada, principalmente en el negocio del acero, lo que impactaría negativamente los resultados consolidados de la compañía durante el primer semestre de 2009.

Así, disminuimos nuestras estimaciones de resultados para Huachipato, por cuanto nuestras expectativas apuntan a una caída de 19,6% en los despachos de acero líquido. Cabe mencionar que esta filial se encuentra actualmente operando sólo con el Alto Horno n°2 (cerca del 60% de su capacidad de producción total) a modo de consumir inventarios para hacer frente a la menor demanda existente. Tras una mantención de tres semanas llevada a cabo a fines del año 2008, el Alto Horno n°1 aún se mantiene paralizado, a la espera de mejores condiciones en el mercado.

En nuestra opinión, la industria siderúrgica en Chile debiera evidenciar una mejoría durante el 2S09 debido al impulso monetario y fiscal llevado a cabo por las autoridades. Respecto a este último, el Ministerio de Hacienda anunció un plan de estímulo por US\$4.000 millones, de los cuales US\$700 millones se destinarán a inversión pública, que es intensiva en el sector construcción. Considerando lo anterior, estimamos una recuperación de 12,0% en los despachos de acero de CAP en 2010.

En cuanto al negocio minero, esperamos un crecimiento de 12,8% en los despachos de hierro durante 2009, explicado por la mayor producción de Hierro Atacama I, que presenta una capacidad instalada de 3 MMton. de *pellets* de hierro por año. Sin embargo, asumimos que el aporte de esta operación será ligeramente inferior a 1 MMton en 2009 producto de la debilitada actividad económica. Destacamos que, de acuerdo a la compañía, existiría disposición por parte de compradores para adquirir entre 1 y 1,5 MMton del hierro proveniente de Hierro Atacama I en 2009.

Adicionalmente, incluimos un capex de US\$130 millones, de los cuales US\$80 millones se destinarán a incrementar la superficie explotable de la mina El Romeral en 1 MMton. Así, la compañía totalizará una capacidad instalada de 12 MMton de hierro al año, producción que estimamos sólo se alcanzará a partir del año 2014. El proyecto en El Romeral, junto con la progresiva introducción de la producción de Hierro Atacama I, impulsaría las ventas físicas en 5,9% en durante el año 2010. Recordamos que no contemplamos la realización del plan de inversión por US\$4.000 millones anunciado el año 2008, el que se encuentra suspendido hasta que la compañía cuente con una mayor claridad respecto al panorama internacional.

Débiles Resultados Esperados en el Corto Plazo

Tal como señalamos anteriormente, el cambio en nuestra recomendación para las acciones de CAP se sustenta en las elevadas valoraciones implícitas en el precio actual, que no son consistentes con la debilidad esperada para los resultados consolidados del año 2009. En particular, si bien esperamos una moderada recuperación durante la segunda mitad del año, ésta no compensaría la caída en la actividad prevista para los primeros dos trimestres.

Esperamos una caída de 58,7% a/a en el EBITDA del 1T09 debido principalmente por los menores resultados de Huachipato.

En particular, para los resultados del 1T09 esperamos una caída de 58,7% a/a en el EBITDA de la compañía, explicado principalmente por el menor aporte de su filial siderúrgica Huachipato. En este sentido, esta área debería continuar presentando una significativa caída en los despachos de acero a causa de la disminuida demanda por este material en el mercado local, lo que ha postergado la puesta en marcha del Alto Horno n°1, que permanece cerrado tras la mantención realizada a fines del año 2008. Adicionalmente, esta filial debería evidenciar una significativa presión sobre sus márgenes debido a la caída esperada en el precio promedio del acero y a la menor dilución de costos fijos asociada a la disminución en las ventas físicas.

Por su parte, Compañía Minera del Pacífico (CMP) también presentaría una disminución en los volúmenes de venta de hierro, siendo parcialmente compensado por los mayores precios de venta vigentes tras la negociación de contratos del año móvil abril 2009-marzo 2010.

US\$ Millones	1T 09E	4T 08	% Var T/T	1T 08	% Var. A/A
Ventas	276,4	364,4	-24,1%	489,2	-43,5%
Resultado Operacional	17,3	46,9	-63,1%	69,9	-75,2%
Margen Operacional	6,3%	12,9%	NA	14,3%	NA
EBITDA	36,4	66,6	-45,2%	88,2	-58,7%
Margen EBITDA	13,2%	18,3%	NA	18,0%	NA
Utilidad Neta	12,9	24,0	-46,4%	61,3	-79,0%
UPA (Ch\$)	50,26	102,31	-50,9%	179,65	-72,0%

NA: No aplica. Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Valoración

Tasa de Descuento

Tasa Libre de Riesgo	5,0%
Riesgo País	1,5%
Beta	1,3
Premio por Riesgo	5,5%
Costo Patrimonio	13,4%
Costo Deuda	6,0%
Tasa de Impuestos	17%
Costo Deuda después de Impuestos	5,0%
Capitalización de Largo Plazo	70%
WACC	10,9%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Utilizando un método de flujos de caja descontados hemos obtenido un precio objetivo de Ch\$9.500 por acción a diciembre de 2009 y una recomendación de "Reducir/Riesgo Alto" para las acciones de la compañía. Desde el nivel actual, nuestro precio objetivo implica un retorno total de -2,2%, incluyendo un retorno por dividendos de 3,6%.

Nuestro nuevo precio objetivo tiene asociado un múltiplo VE/EBITDA 2009E de 16,3 veces, superior al promedio de los últimos dos años de 11,7 veces. En esta misma línea, el precio actual de la acción tiene implícito un múltiplo VE/EBITDA 2009E de 17,2 veces, situándose un 47,0% sobre el promedio histórico. Asimismo, el múltiplo VE/EBITDA 2010E asociado al precio actual alcanza a 15,3 veces, superando también el promedio histórico.

Para el descuento de los flujos, que están expresados en dólares, empleamos un WACC de 10,9%, utilizando una tasa libre de riesgo de 5,0%, un riesgo país de 1,5% y un beta de 1,3 veces. Asimismo, se consideró un premio por riesgo de 5,5%, una tasa de perpetuidad de 1,5% y una capitalización de largo plazo de 70%. Finalmente, hemos incluido una tasa de deuda de 6,0% debido a las condiciones más restrictivas que presentan los mercados de crédito.

Cuadro 2. Flujo de Caja Descontado

(US\$ millones)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Resultado Operacional	148,5	189,0	205,0	223,0	241,4	258,9	278,5	297,1	321,0	339,5
Impuestos	-25,2	-32,1	-34,9	-37,9	-41,0	-44,0	-47,4	-50,5	-54,6	-57,7
Depreciación	77,1	75,3	73,7	72,1	70,7	69,3	68,1	66,9	65,8	64,8
Capex	-80,0	-50,0	-51,8	-53,7	-55,5	-57,4	-59,2	-61,1	-62,9	-64,8
Variación en Capital de Trabajo	-18,4	-12,0	-6,5	-2,9	-2,6	-0,7	-0,1	-0,1	-0,4	0,0
Flujo de Caja Libre	101,9	170,2	185,5	200,7	212,9	226,1	239,9	252,4	268,9	281,8
FCL Descontado 2009	91,9	138,4	136,1	132,7	127,0	121,6	116,4	110,4	106,1	100,2
Valor Residual										1.068
VAN FCL 2009										2.248
-Deuda Financiera Neta + IM										636
+Valor Empresas Relacionadas (*)										923
Valor Patrimonio Objetivo										2.535
Número de Acciones (MM)										149
Precio Objetivo (Ch\$/acción)										9.500
Precio Actual (Ch\$/acción)										10.084
Retorno Potencial										-5,8%
Retorno por Div. Esperado										3,6%
Retorno Total Esperado										-2,2%

(*) Incluye Compañía Minera Huasco. Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Principales Riesgos de Inversión

Gráfico 7: Importaciones Hierro China (MM ton.)

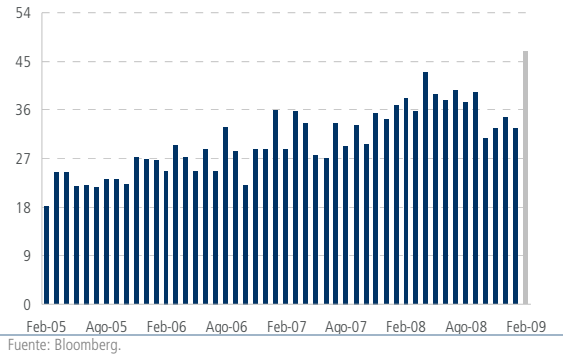


Gráfico 8: Exportaciones Acero China (MM ton.)

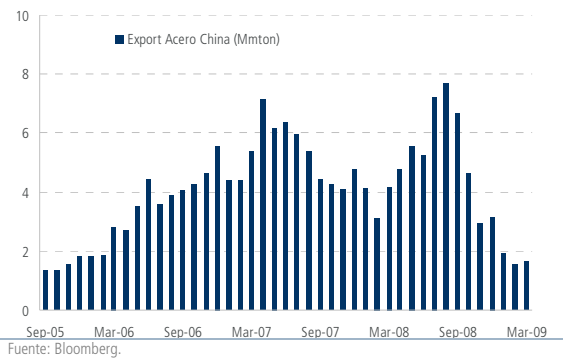


Gráfico 9: Índice Baltic Dry



Una caída menor a la esperada en el precio del hierro y/o una mayor resistencia del precio del acero ante la desfavorable coyuntura económica afectaría nuestra recomendación. Nuestro escenario esperado de precio contempla caídas en el hierro y el acero similares a las incorporadas en nuestro estudio anterior. Esto se sustenta en que ambos mercados presentarían un superávit durante los próximos dos años, como resultado de los efectos de la crisis económica global sobre la demanda por estos productos.

Sin embargo, mejores precios de hierro y acero respecto a lo esperado modificaría los resultados proyectados y, como consecuencia, nuestra valoración de la compañía. En este sentido, si bien consideramos mejores condiciones de mercado a partir del segundo semestre de 2009, una rápida recuperación de la economía china —el mayor consumidor mundial de hierro y acero— podría acotar la caída en el precio de estos productos, lo que constituye un riesgo a nuestra recomendación.

Una menor presión de costos modificaría los márgenes estimados para la compañía. Si bien incorporamos una menor presión de costos en el corto plazo, creemos que lo anterior no alcanzaría a contrarrestar la caída en precios y volúmenes de venta, principalmente en el área de acero. Sin embargo, una presión de costos menor que la incorporada y/o una caída mayor a la esperada en los principales ítems de gastos podría modificar los resultados proyectados de la compañía. En este sentido, el precio del carbón siderúrgico se estableció en US\$129/ton. para el periodo julio 2009-junio 2010, lo que se compara con los US\$300/ton. del año móvil anterior. Así, Huachipato comenzaría a consumir *stocks* de carbón más barato a partir del 3T09 lo que, junto con una dilución mayor que la esperada en los costos fijos, podría situar a los márgenes operacionales en un nivel superior a nuestras estimaciones.

Un escenario competitivo distinto al esperado por el lado de la oferta y la demanda afectaría nuestra valoración de CAP. No obstante, una disminución mayor a la esperada en la oferta y/o una importante salida del mercado por parte de productores ineficientes podría impulsar el precio internacional del hierro y el acero a una velocidad mayor que la incorporada en este estudio, en el que estimamos una recuperación a partir del año 2011. Un papel similar podrían jugar los planes de estímulo anunciados por diversos gobiernos, por cuanto parte de estos recursos se destinarán a sectores de construcción e infraestructura. Por otro lado, no es descartable un efecto positivo sobre la demanda de hierro producto de la caída cercana a 85% en el índice Baltic Dry (una medida del costo de los fletes de *commodities* en las principales rutas marítimas) desde sus niveles máximos.

Eventuales cambios en el control y/o transacciones extraordinarias por parte de los accionistas mayoritarios generarían volatilidad de corto plazo en el precio de la acción. Tras la compra del 6,4% de la propiedad de CAP por parte de Mitsubishi en febrero de 2009 (que aumentó su interés hasta 19,7%, pagando un premio de 10,3%), no descartamos nuevas transacciones de este tipo en el corto plazo por parte de los principales accionistas de la empresa. Así, creemos que el precio de la acción podría enfrentar cierta volatilidad ante un escenario en que operaciones de este tipo involucren un premio o un descuento respecto al valor de mercado.

Resumen Financiero

Estado de Resultados (US\$ millones)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
Ingresos de Explotación	1.971,7	100,0%	1.285,6	100,0%	1.368,4	100,0%	1.575,2	100,0%
Costos de Explotación	-1.517,6	-77,0%	-1.078,9	-83,9%	-1.125,5	-82,2%	-1.283,4	-81,5%
Margen de Explotación	454,1	23,0%	206,7	16,1%	242,9	17,8%	291,7	18,5%
Gastos Administración y Ventas	-107,6	-5,5%	-81,7	-6,4%	-94,5	-6,9%	-102,7	-6,5%
RESULTADO OPERACIONAL	346,5	17,6%	125,0	9,7%	148,5	10,8%	189,0	12,0%
Depreciación	-73,4	-3,7%	-76,9	-6,0%	-77,1	-5,6%	-75,3	-4,8%
EBITDA	419,9	21,3%	201,8	15,7%	225,5	16,5%	264,3	16,8%
Ingresos Financieros	19,0	1,0%	23,3	1,8%	23,3	1,7%	23,3	1,5%
Ut. Neta Inver. Emp. Relacionadas	125,8	6,4%	55,5	4,3%	65,4	4,8%	78,3	5,0%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	-42,5	-2,2%	-40,2	-3,1%	-22,3	-1,6%	-21,5	-1,4%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-1,2	-0,1%	-1,2	-0,1%	-1,2	-0,1%	-1,2	-0,1%
Gastos Financieros	-58,1	-2,9%	-63,8	-5,0%	-63,4	-4,6%	-57,0	-3,6%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	-44,4	-2,3%	-0,5	0,0%	0,1	0,0%	-	0,0%
Resultado antes del Impuesto	345,2	17,5%	98,1	7,6%	150,4	11,0%	210,9	13,4%
Impuesto a la Renta	-46,6	-2,4%	-14,9	-1,2%	-25,6	-1,9%	-35,9	-2,3%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	298,6	15,1%	83,2	6,5%	124,9	9,1%	175,1	11,1%
Amort. Mayor Valor de Inversiones	1,7	0,1%	1,7	0,1%	1,7	0,1%	1,7	0,1%
Interés Minoritario	-7,3	-0,4%	-0,5	0,0%	-4,6	-0,3%	-6,0	-0,4%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	293,0	14,9%	84,4	6,6%	121,9	8,9%	170,7	10,8%
Balance General (US\$ millones)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
TOTAL ACTIVOS	2.484,5	100,0%	2.561,5	100,0%	2.569,9	100,0%	2.598,5	100,0%
Caja y Equivalente	411,9	16,6%	411,9	16,1%	411,9	16,0%	430,1	16,6%
Cuentas por Cobrar	249,5	10,0%	253,7	9,9%	255,3	9,9%	266,9	10,3%
Existencias (Neto)	498,7	20,1%	517,9	20,2%	521,2	20,3%	544,9	21,0%
Otros Activos Circulantes	34,0	1,4%	34,0	1,3%	34,0	1,3%	34,0	1,3%
Total Activos Circulantes	1.194,2	48,1%	1.217,5	47,5%	1.222,5	47,6%	1.276,0	49,1%
Total Activos Fijos	1.127,8	45,4%	1.180,9	46,1%	1.183,8	46,1%	1.158,5	44,6%
Total Otros Activos	162,6	6,5%	163,1	6,4%	163,6	6,4%	164,0	6,3%
Total Activos de Largo Plazo	1.290,4	51,9%	1.344,0	52,5%	1.347,4	52,4%	1.322,6	50,9%
TOTAL PASIVOS	1.350,1	54,3%	1.384,9	54,1%	1.332,4	51,8%	1.275,7	49,1%
Total Pasivos Circulantes	437,6	17,6%	472,4	18,4%	419,8	16,3%	363,1	14,0%
Deuda Financiera CP	111,3	4,5%	125,8	4,9%	86,7	3,4%	6,8	0,3%
Cuentas por Pagar	248,9	10,0%	269,1	10,5%	255,7	9,9%	278,9	10,7%
Otros Pasivos Circulantes	77,4	3,1%	77,4	3,0%	77,4	3,0%	77,4	3,0%
Deuda Financiera LP	768,7	30,9%	768,7	30,0%	768,7	29,9%	768,7	29,6%
Cuentas por Pagar LP	143,8	5,8%	143,8	5,6%	143,8	5,6%	143,8	5,5%
TOTAL PATRIMONIO	1.039,3	41,8%	1.081,4	42,2%	1.142,4	44,5%	1.227,7	47,2%
INTERÉS MINORITARIO	95,1	3,8%	95,1	3,7%	95,1	3,7%	95,1	3,7%
Flujo de Caja (US\$ millones)	2008		2009E		2010E		2011E	
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	293,0		84,4		121,9		170,7	
Depreciación	73,4		76,9		77,1		75,3	
Cambio en Capital del Trabajo	-111,0		-3,1		-18,4		-12,0	
Otros Items no Caja	45,6		1,7		1,1		1,2	
Flujo por Act. de la Operación	300,9		159,9		181,6		235,2	
Capex	-161,2		-130,0		-80,0		-50,0	
FLUJO DE CAJA	139,8		29,9		101,6		185,2	

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 24 de abril de 2009, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de CAP. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas.

Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile sí ha suscrito un contrato de asesoría con CAP.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 180 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con siete días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción. Todo "empleado de Banchile" sólo puede adquirir acciones de compañías que componen el índice IPSA, limitación que rige también para los Analistas del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.