



VALORACIÓN DE EMPRESA METODO DE MULTIPLOS CAP S.A

**VALORACION DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

Alumno: Daniel Colodro E.

Profesor Guía: José Olivares

Santiago, enero 2018

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos profundamente al equipo completo que conforma a la universidad de Chile, específicamente a la facultad de economía y negocios, en primera instancia a los profesores con los cuales hemos tenido clases a lo largo de este año y medio que con su profesionalismo y entrega nos ayudaron a complementar nuestros previos estudios buscando un mayor grado de especialización de nuestras carreras.

Al cuerpo docente y administrativo de la facultad por habilitar la versión Weekend para este grado de magister y así extender la posibilidad a alumnos como nosotros que de otra forma hubiese sido imposible al menos de momento cursar las asignaturas de esta maestría.

A su vez a todas las personas que trabajaron durante este tiempo desde guardias, auxiliares, staff de alimentación, etc que son quienes hacen posible que las instalaciones estén en excelentes condiciones para poder ser utilizadas.

Por último, a todos nuestros compañeros, con los cuales compartimos gratos momentos tanto de estudio como de dispersión que fueron necesarios para llevar a cabo la concreción de este logro académico y de los cuales pudimos aprender a través de las relaciones personales desarrolladas a lo largo de este curso.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	7
METODOLOGÍA	8
CAPITULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	10
1.1 DESCRIPCIÓN DE CAP S.A.....	10
1.2 EMPRESAS FILIALES.....	11
1.3 PRINCIPALES ACCIONISTAS.....	12
1.3 INDUSTRIA DEL ACERO Y SIDERURGICA.....	13
1.5 PROCESO PRODUCTIVO DEL ACERO.....	15
1.6 EMPRESAS COMPETIDORAS Y EQUIVALENTES.....	17
CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....	20
2.1 DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	20
CAPITULO III: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	22
3.1 DEUDA FINANCIERA	22
3.2 PATRIMONIO ECONÓMICO.....	23
3.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	24
CAPITULO IV: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	25

4.1 BETA PATRIMONIAL	25
4.2 COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	26
CAPITULO 5: VALORACION DE LA EMPRESA POR MULTIPLOS.....	28
5.1 VALORACION DE LA EMPRESA POR MULTIPLOS.....	28
5.2 CONSDERACION EMPRESAS EQUIVALENTES.....	29
5.3 DESARROLLO Y RESULTADOS.....	29
CONCLUSIONES.....	31
BIBLIOGRAFIA.....	39

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Principales accionistas CAP.....	12
Tabla 2: Compañías de Referencia a CAP S.A.....	17
Tabla 3: composición pasivos CAP S.A.....	20
Tabla 4: Composición Otros Pasivos Financieros.....	21
Tabla 5: Deuda Financiera.....	23
Tabla 6: Ratios de endeudamiento histórico.....	23
Tabla 7: Niveles de deuda.....	23
Tabla 8: Acciones de CAP S.A.....	24
Tabla 9: Ratios de patrimonio histórico.....	24
Tabla 10: Niveles de Patrimonio histórico.....	24
Tabla 12: Razones Objetivo.....	25
Tabla 13: Beta Patrimonial.....	26
Tabla 14: crecimiento ventas Histórico CAP S.A.....	31
Tabla 15: producción Mundial Acero.....	33

Tabla 16: Composición Costo de Venta.....	35
Tabla 17: Otros Gastos por función.....	35
Tabla 18: Costo financiero.....	37
Tabla 30: inputs empresas de referencia 2017.....	28
Tabla 31: inputs empresas de referencia 2018.....	28
Tabla 32: múltiplos empresas de referencia 2017.....	29
Tabla 33: múltiplos empresas de referencia 2018.....	29
Tabla 34: Múltiplos de la industria.....	29
Tabla 35: Inputs de CAP S.A.....	30
Tabla 36: Mutiplos de la Inindustria y CAP S.A.....	31
Tabla 37: Resultados precio.....	31

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Ranking productores de Hierro.....	14
Gráfico 2: Precio Hierro y Precio CAP S.A.....	15
Gráfico 3: Precio del Hierro y del Acero.....	15
Gráfico 4: Procesamiento Acero.....	16
Gráfico 5: Crecimiento Ingresos por venta CAP S.A.....	30
Gráfico 6: Precio del Hierro.....	30
Gráfico 7: composición ventas CAP S.A.....	31
Gráfico 8: Crecimiento operacional histórico CAP S.A.....	32
Gráfico 9: crecimiento industria.....	33
Gráfico 10: Costos como porcentaje de las ventas.....	36

INDICE DE ANEXOS

ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS CAP S.A. AL 30 DE JUNIO DE 2018.....	35
ANEXO 2: DESCRIPCION DEUDA FINANCIERA CAP S.A. AL 30 DE JUNIO DE 2018.....	37

RESUMEN EJECUTIVO

Este documento se concentra en el análisis de la compañía CAP S.A., se presenta inicialmente una breve descripción de la compañía, su forma de operar, sus principales negocios y accionistas junto con algunos datos relevantes financieros de la empresa para luego hacer una contextualización de la industria y del negocio del acero y hierro a nivel mundial, se procede luego con las empresas competidoras o de referencia de CAP S.A.: BHP Billiton, Gradau AZA, Vale, Rio Tinto, Usiminas y Arcelor Mittal donde se entrega información financiera para poder armar un mapeo de dichas empresa y situarlas dentro de la industria.

Como análisis se procede con el método de valoración a través de múltiplos, considerando las mismas compañías de referencia mencionadas anteriormente, se obtiene un valor de 0.40 UF por acción del precio de la acción de CAP S.A., se explica paso a paso como se sustentan las empresas de referencia para ser compañías validas, así como el procedimiento utilizado para llegar a los valores encontrados.

Finalmente se abordan las conclusiones del documento en donde se concluye que ambos métodos si bien muy distintos en su construcción son complementarios y consistentes mostrando valores bastante similares que soportan la tesis de este trabajo, se recomienda además comprar la acción de CAP dado que se precisa que en ambos métodos el valor de la compañía es superior al valor de mercado que muestra a la fecha de evaluación la compañía., siendo esta nuestra estrategia de inversión sugerida para la compañía.

METODOLOGÍA

En el trabajo presente se procede a la valoración de la compañía CAP S.A. a través de dos métodos alternativos, el primero con la rigurosidad académica asociada siendo el pilar de cursos académicos para valorización, el método de flujo de caja descontado, luego este será contrastarlo con el método altamente utilizado por su sencillez y efectividad principalmente por inversionistas, nos referimos al método de múltiplos., se procede con el detalle del segundo método:

Método de Múltiplos: en esta modalidad se seleccionan primeramente empresas que sean comparables con la compañía bajo análisis, como en este caso es CAP S.A., lo que debemos hacer es seleccionar compañías que pertenezcan al mundo de la minera y que sean lo más parecida a CAP en su operación, administración, estructura de capital y escala, de tal forma que sean lo más representativas posibles, deben pertenecer idealmente a la misma industria y mismo giro. Para todas estas empresas luego se toma una serie de datos con los cuales se construyen ciertos ponderadores o múltiplos que son principalmente ratios de esta misma data. Con el promedio obtenido por la muestra de empresas y en lo posible en un rango de tiempo, para suavizar la muestra es que se le aplican estos múltiplos o ratios encontrados con la empresa en cuestión en este caso CAP S.A. y con esos múltiplos se puede obtener el precio de la acción. Entonces validando a través de la industria que se construyó los ponderadores y como se espera que la compañía se comporte como dentro de su propia industria, debiesen ser valores representativos de CAP S.A. dado que las empresas con las que se comparan operan de forma similar.

Finalmente, ambos métodos se comparan pues se espera que entreguen valores similares que indiquen que la valorización es consistente con ambos planteamientos.

CAPITULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

1.1 DESCRIPCIÓN DE CAP S.A

Grupo CAP es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del pacifico, el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante procesador de acero del país.

La Sociedad, en su carácter de sociedad anónima abierta, se encuentra regulada por las leyes N°18.045 sobre Mercado de Valores y N°18.046 sobre Sociedades Anónimas, por lo cual se encuentra bajo la auditoria y revisión de la CMF.

A nivel consolidado en números macro, se destacan al cierre del ejercicio 2017:

- **Ingresos por venta: \$1.931 MM USD**
- **EBITDA: \$576 MM USD**
- **Utilidad Neta: \$ 130 MM USD**

La compañía abastece tiene ventas en ocho economías: Chile, Argentina, Japon, Corea, Indonesia, Estados Unidos, Barein y China.

La empresa cuenta con diversas operaciones distribuidas a lo largo del país, otorgando empleo directo e indirecto a cerca de 10.000 personas.

Se reprivatizó el 100% de la Compañía, en 1987 y desde entonces ha pasado por varias fases de apertura y cierre de unidades de negocios a junio de 2018, la compañía cuenta con la siguiente división de sus operaciones:

CAP Minería: Exploración y evaluación de nuevos recursos, y el desarrollo y construcción del proyecto minero.

CAP Acero: Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., filial que tiene sus instalaciones en la ciudad de Talcahuano. El mineral de hierro es un insumo de la producción siderúrgica.

Procesamiento de Acero: Soluciones de valor agregado para la construcción habitacional, industrial y de infraestructura en Chile, Perú y Argentina.

CAP Infraestructura: Comprende a la compañía productora de agua desalinizada Cleanairtech Sudamérica, la de transmisión eléctrica Tecnocap y Puerto Las Losas.

1.2 EMPRESAS FILIALES

CAP Minería: Sus principales operaciones se encuentran en las regiones de Atacama y Coquimbo, donde posee una fuerte identidad regional, con un 97% de dotación local. Desde sus yacimientos mineros y plantas, elabora diferentes productos que son exportados y utilizados como materia prima para fabricar acero. El 99% del hierro que exporta Chile es producido por CAP. El pellet feed es el principal producto de venta. Le siguen en cantidad el pellet autofundente y sinter feed. Estos tres productos representan el 96% de los despachos de la empresa.

CAP Acero: Esta industria es única en su tipo en Chile, ya que elabora sus productos a partir de materias primas existentes en la naturaleza (mineral de hierro, carbón y caliza), lo que garantiza acero de alta pureza y calidad. Se desarrollan las actividades a través de Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., filial del Grupo CAP que tiene sus instalaciones en la ciudad de Talcahuano, Región del Biobío.

Procesamiento de Acero: El negocio de Procesamiento de Acero se desarrolla a través de Cintac S.A. e Intasa S.A., empresas filiales de Novacero S.A., de la que CAP es dueña en un 52,68%. A su vez Novacero S.A. participa en la propiedad de Cintac S.A. e Intasa S.A. Cintac S.A., y sus filiales Cintac S.A.I.C. y Tupemesa S.A., e Intasa S.A., y su filial Tubos Argentinos S.A., tienen como objetivo la creación de soluciones en acero principalmente para los sectores de la construcción, industria e infraestructura tanto en Chile como en el extranjero.

CAP Infraestructura: es un área de negocios de reciente creación, que comprende a la compañía

productora de agua desalinizada Cleanairtech Sudamérica, la de transmisión eléctrica Tecnocap y Puerto Las Losas.

1.3 PRINCIPALES ACCIONISTAS

Los principales inversionistas de la compañía son:

ACCIONISTA	PORCENTAJE
INVERCAP S.A.	31.32%
M.C. INVERSIONES LIMITADA	19.27%
ITAU-CORPBANCA POR CUENTA DE INV. EXTRANJEROS	5.38%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	4.24%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA	3.71%
BANCO SANTANDER PARA INV. EXTRANJEROS	2.22%
FUNDACION CAP	2.21%
BCI CORREDORES DE BOLSA	2.05%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	1.89%
VALORES SECURITY S.A. CORREDORA DE BOLSA	1.89%
LARRAIN VIAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	1.77%
ITAU CORPBANCA CORREDORES DE BOLSA	1.55%

Tabla 1: Principales accionistas CAP

Cabe destacar que si bien Invercap posee un porcentaje que pareciera controlador de acuerdo a la ley 18.045 que rige a las sociedades anónimas esta compañía no posee pacto controlador y su mayor accionista no posee más del 0.4% de la propiedad, a su vez Invercap no posee acuerdo de administración conjunta.

El segundo inversionista en tamaño relativo que tiene derecho a un director es MC Inversiones Limitada, esta empresa es subsidiaria de Mitsubishi Corporation, no existe otra compañía que tenga pacto accionista o derecho a director.

Aproximadamente el 50% de la compañía está en la condición de *Free Float*.

1.4 INDUSTRIA DEL ACERO Y SIDERURGICA

A continuación, se presenta una breve mirada y descripción de la industria del hierro, acero y siderúrgica asociado a este mineral, se utilizará extractos de distintas fuentes de información, para no perder precisión respecto de interpretación:

El hierro se encuentra en grandes cantidades en la corteza terrestre formando parte de diversos minerales. A lo largo de la historia, muchos países han desarrollado una próspera industria siderúrgica basada en los suministros locales de este mineral con el objeto de convertirlo en acero y emplearlo en la fabricación de herramientas, utensilios, equipos mecánicos, partes de electrodomésticos y maquinas industriales.

Australia y Brasil son los principales oferentes de mineral de hierro, concentrando alrededor del 40% y el 20% de la producción mundial respectivamente, la cual es en su mayor parte exportada a China. En efecto, desde 2013 China se ha posicionado como el principal consumidor mundial de mineral de hierro, llegando a consumir alrededor del 55% de la oferta mundial, el que emplea fundamentalmente para la producción de acero, mercado en el cual controla cerca del 50% de la producción total, equivalente a unas 1.628 millones de TM en 2016. ¹

A continuación, se presenta el ranking de producción mundial de hierro para fines de 2017:

¹ Datos obtenidos de <https://es.statista.com/estadisticas/600165/paises-lideres-en-la-produccion-de-mineral-de-hierro-a-nivel-mundial>

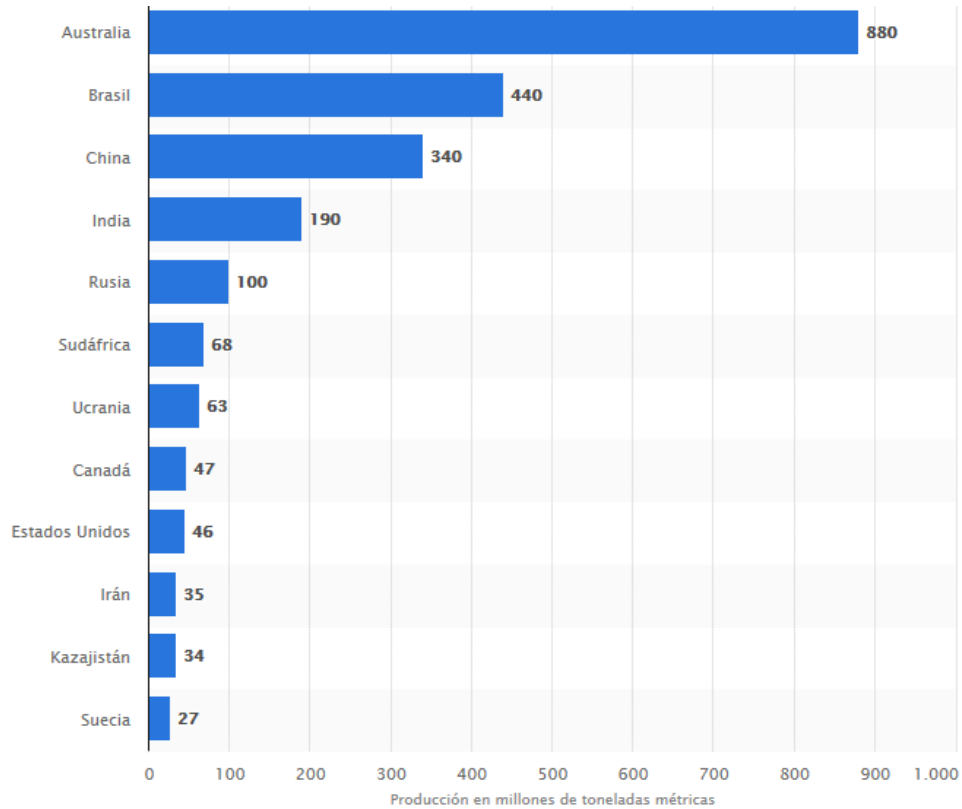


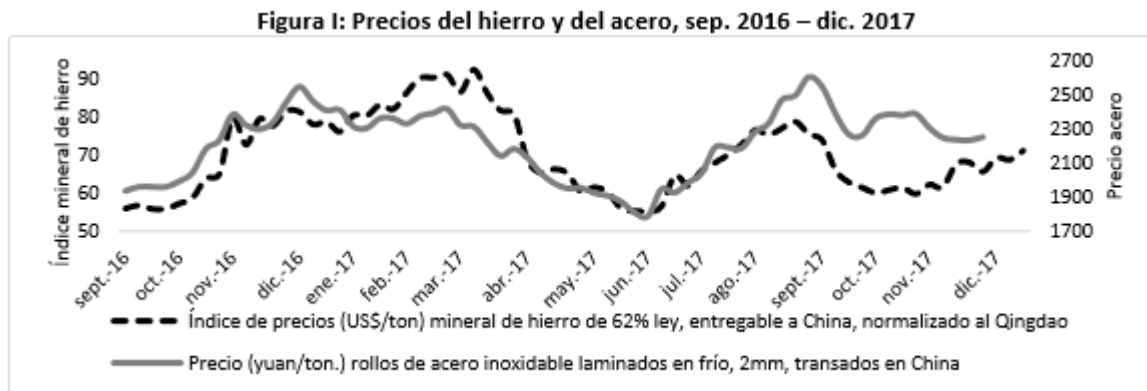
Gráfico 1: Ranking productores de Hierro

Como se aprecia en la gráfica de arriba los tres principales productores son Australia, Brasil y China, luego la cantidad producida va mermando entre varios jugadores, CAP S.A. en representación de Chile ni siquiera aparece en el gráfico, mencionamos esto porque a final de cuentas CAP S.A. es un tomador neto de precio respecto de los minerales, tanto del hierro como del acero, lo cual nos haría pensar que el valor de la compañía, está fuertemente correlacionado con el precio de mercado y que las fluctuaciones de ambos deberían moverse bastante a la par, por lo mismo es que a continuación presentamos ambas métricas:



Gráfico 2: Precio Hierro y Precio CAP S.A.

Confirmamos con ambas graficas entonces que CAP S.A. se mueve muy similar en su valorización de mercado respecto de los valores en los que transa el hierro, ahora bien, la relación entre hierro y acero también es bastante similar, dado que el segundo se obtiene al procesar el primero, los precios también tienen una correlación positiva como se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Fuente: Cochilco en base a datos de Metal Bulletin.

Gráfico 3: Precio del Hierro y del Acero

1.5 PROCESO PRODUCTIVO DEL ACERO

A continuación, se presenta un breve extracto respecto del proceso productivo de fabricación de acero:

El acero es una mezcla de hierro y carbono, siempre que el porcentaje de carbono sea inferior al 2%. Suele tener un porcentaje de carbono entre el 0,2 y el 2%. Para Fabricar Acero se tiene que echar en el alto horno una mezcla de mineral de hierro (hierro con impurezas) y un combustible llamado Cok

(parecido al carbón) que además de ser combustible, separa las impurezas del resto de material. También se suele echar en el alto horno algo de piedras de cal, que ayudan a eliminar aún más las impurezas del mineral.

Una vez separadas las impurezas, el resto será hierro casi puro con una pequeña cantidad de carbono. A esto se le llama arrabio. El carbono se acopla al acero en la combustión con el cok y se forma el acero líquido o también llamado arrabio. Este arrabio será el acero que tendremos en estado líquido para pasar al siguiente proceso que será darle forma o moldearlo.

Los desechos se llaman escoria y se suelen recoger para utilizarlas luego en otros procesos como por ejemplo para hacer cemento o para la construcción de carreteras.



Gráfico4: Procesamiento Acero

También se puede fabricar acero a partir de chatarra resultante del reciclaje de acero. Las chatarras tienen que fundirse antes en un alto horno eléctrico para poder reutilizarse. Esta forma es la más económica en dinero y en recursos naturales,

Como el foco principal de este documento es financiero, no se explorará más en detalle el proceso

productivo del acero, en caso de querer disponer de más información de dicho proceso favor revisar la información contenida en la nota de pagina²

1.6 EMPRESAS COMPETIDORAS Y EQUIVALENTES

A continuación, se presenta un listado de las empresas equivalentes, seleccionadas dentro d un pool de empresas competidoras, en detalle más abajo se explica cómo se componen sus drivers de generación de beneficio económico. (cabe destacar que estas serán las mismas compañías que más adelante se utilizarán para la valorización por múltiplos)

NOMBRE DE LA EMPRESA	BOLSA	NEMOTECNICO	SECTOR INDUSTRIAL
BHP Billiton	NYSE	BHP	Minería
Rio Tinto	LSE	RIO	Minería
Gerdau Aza	BOVESPA	GGBR3	Minería y Siderurgico
Vale	NYSE	VALE	Minería
Usiminas	BOVESPA	USIM3	Minería y Siderurgico
ArcelorMittal	EURONEXT	MT	Minería y Siderurgico

Tabla 2: Compañías de Referencia a CAP S.A.

- a) **BHP Billiton** es una de las compañías mineras más grandes del mundo. Su origen proviene de la fusión (2001) de la compañía australiana Broken Hill Proprietary (BHP) y la compañía británica Billiton. Tiene una estructura accionarial dual. Mientras BHP Billiton Limited está listada en la Australian Securities Exchange, BHP Billiton Plc está listada en la London Stock Exchange y forma parte del FTSE 100.

La compañía opera una amplia gama de operaciones mineras en 25 países, incluyendo hierro, diamantes, manganeso, carbón (coque y térmico), cobre, níquel, petróleo y bauxita. La fuerza de trabajo global es del orden de 40.000 personas.

Exploración y extracción de mineral de Hierro: EBITDA BUSD 9.1 (44%)

² Para revisar en mayor detalle el proceso productivo del acero dirigirse a: <https://www.thebalance.com/steel-production-2340173>

Exploración y extracción de petróleo: EBITDA BUSD 4.1 (20%)

Exploración y extracción de carbón: EBITDA BUSD 3.8 (19%)

Exploración y extracción de cobre: EBITDA BUSD 3.5 (17%)

- b) Rio Tinto Group** es un grupo empresarial internacional del sector de la minería, surgido de la fusión en 1995 de Rio Tinto-Zinc Corporation (RTZ), con base en el Reino Unido y antiguamente conocida como Rio Tinto Company Limited, y Conzinc Riotinto of Australia Limited (CRA), con base en Australia. Es el grupo de extracción de carbón más grande del mundo con un beneficio de 8.974 millones de dólares en el año 2006 sobre un volumen de ventas de 25.440 millones.

La Empresa se dedica a la extracción de mineral de hierro, cobre, carbón, talco, dióxido de titanio, sal, aluminio e incluso diamantes a través de varias divisiones a lo largo del planeta.

Exploración y extracción de mineral de Hierro: EBITDA BUSD 11.5 (59%)

Producción Aluminio: EBITDA BUSD 3.4 (17%)

Energía y Minerales: EBITDA BUSD 2.8 (14%)

Exploración y extracción de Cobre y diamantes: EBITDA BUSD 1.9 (10%)

- c) Gerdau:** es líder en la producción de aceros largos en el Continente Americano y una de las principales proveedoras de aceros largos especiales del mundo. Cuenta con más de 45 mil colaboradores y operaciones industriales en 14 países en los continentes americano, europeo y asiático las que suman una capacidad instalada superior a 25 millones de toneladas de acero. Es la más grande recicladora de Latinoamérica, y transforma anualmente millones de toneladas de chatarra en acero. Con cerca de 140 mil accionistas, Gerdau está listada en las bolsas de valores de São Paulo, Nueva York y Madrid.

Con una amplia línea de productos, comercializados para los cinco continentes, Gerdau atiende a los sectores de la construcción civil, industrial y agropecuario. Además, es líder mundial en el suministro de aceros largos especiales para la industria automotriz.

Brasil: EBITDA BUSD 0.481 (43%)

América del norte: EBITDA BUSD 0.2 (18%)

América del sur: EBITDA BUSD 0.14 (13%)

Aceros especiales: EBITDA BUSD 0.285 (26%)

- d) La Compañía **Vale do Rio Doce o CVRD**, como era conocida la empresa antes de 2007 fue fundada el 1 de junio de 1942 como empresa pública del Gobierno Federal de Brasil. Siete años después de su fundación, La CVRD ya era responsable del 80% de las exportaciones brasileñas de mineral de hierro. En 1966, la compañía inauguró el Puerto de Tubarão, que se convirtió en el puerto más importante para CVRD y todavía se utiliza para exportar hierro extraídos del Cuadrángulo de hierro en Minas Gerais. En 1974 Vale se convirtió en el mayor exportador mundial de mineral de hierro, un título que todavía ocupa en la actualidad. Luego, en 1982, Vale comenzó a diversificarse hacia el Nordeste, Centro-Oeste y Norte de Brasil después de que comenzó a producir aluminio en Río de Janeiro.

Exploración y extracción de mineral de Hierro: EBITDA BUSD 13.2 (86%)

Exploración y extracción de Carbón: EBITDA BUSD 2.1 (14%)

- e) **Usiminas** es uno de los mayores productores de acero en las Américas, con sus principales plantas siderúrgicas ubicadas en Brasil y una capacidad total de 9.5 millones de toneladas métricas de acero por año. La compañía representa el 28% de la producción total de acero en Brasil.

El complejo industrial de Usiminas es el complejo de acero más grande de América Latina y uno de los 20 mejores del mundo.

Exploración y extracción de mineral de Hierro: EBITDA BUSD 0.55 (100%)

- f) **ArcelorMittal**, es la mayor compañía siderúrgica mundial, con una plantilla de más de 490.000 empleados (en 2014) según la empresa en más de 60 países. Ha liderado la consolidación del sector siderúrgico internacional, y es considerada hoy como el único productor de acero realmente global. Fue fundada en 2006 mediante la fusión entre Mittal Steel y Arcelor. Su sede está ubicada en la ciudad de Luxemburgo. ocupa una posición de liderazgo en todos los principales mercados mundiales, incluyendo el automóvil, la construcción, los electrodomésticos y los envases. Dispone de una

destacada posición en materia de I+D y tecnología, así como de sustanciales recursos propios de materias primas y excelentes redes de distribución.

Mediante su presencia industrial en Europa, Asia, África y América, el grupo tiene acceso a los principales mercados siderúrgicos, tanto en economías desarrolladas como en mercados emergentes.

Siderúrgico: 7 BUSD (88%)

Minería: 1 BUSD (12%)

CAPITULO II: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

2.1 DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Al 30 de junio de 2018, podemos ver que la estructura de pasivos de la compañía se comprende por:

	31-06-2018
Pasivos (en \$UF MM)	
Pasivos corrientes	
Otros pasivos financieros corrientes	\$ 7,121
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 8,990
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 2,747
Otras provisiones a corto plazo	\$ 801
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	\$ 219
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	\$ 424
Otros pasivos no financieros corrientes	\$ 48
Pasivos corrientes totales	\$ 20,351
Pasivos no corrientes	
Otros pasivos financieros no corrientes	\$ 12,995
Cuentas por Pagar a entidades relacionadas, no corrientes	\$ -
Otras provisiones a largo plazo	\$ 1,592
Pasivos por impuestos diferidos	\$ 11,048
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	\$ 1,617
Otros pasivos no financieros no corrientes	\$ 712
Total de pasivos no corrientes	\$ 27,964
Total Pasivos	\$ 48,315

Tabla 3: composición pasivos CAP S.A

De los cuales detallaremos el desglose en \$USDM, indicados en el balance al 30 de junio de 2018:

a) Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes: a continuación de muestra el desglose de los mismos:

	Junio-2018
	MUSD\$
Pasivos Corrientes	
Prestamos de entidades financieras	261,823
Obligaciones con el Publico (Bonos)	3,583
Giros en descubierto	3,843
arrendamiento financiero	29,686
Gastos activados relacionados con los creditos	(550)
pasivos de cobertura	93
Totales	298,478
Pasivos no corrientes	
prestamos de entidades financieras	217,216
obligacion con el publico (bonos)	295,219
arrendamiento financiero	44,952
gastos activados relacionados con los creditos	(14,593)
pasivos de cobertura	1,892
Totales	544,686

Tabla 4: Composición Otros Pasivos Financieros

Como se aprecia en la tabla de arriba en el corto plazo la empresa es intensiva en uso de líneas de capital de trabajo y leasing financiero. En el largo plazo, la compañía es más intensiva en bonos a terceros, y créditos comerciales de largo plazo.³

Del listado que se puede apreciar en la tabla 4, cabe mencionar que la empresa al 30 de junio de 2018 tenía 3 bonos vigentes con responsabilidad hacia terceros, dos de los cuales eran en UF emitidos en mercado local y uno en USD emitidos en Norteamérica, se destaca que al momento de la evaluación

³ Para revisar el detalle de todos los compromisos contraídos como deuda financiera por parte de la compañía, visitar: [file:///C:/Users/daniel/AppData/Local/Packages/Microsoft.MicrosoftEdge_8wekyb3d8bbwe/TempState/Downloads/Estados financieros \(PDF\)91297000_201806%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/daniel/AppData/Local/Packages/Microsoft.MicrosoftEdge_8wekyb3d8bbwe/TempState/Downloads/Estados financieros (PDF)91297000_201806%20(1).pdf)

los 3 bonos cotizaban bajo la par, gozando la deuda de la compañía muy buena reputación de mercado.⁴

- b) Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar: corresponde al uso regular de crédito por parte de los proveedores de la operación regular de la compañía.
- c) Cuentas por pagar a entidades relacionadas: corresponde a prestamos entre las empresas, esta cuenta se netea contra activos entidades relacionadas.
- d) Pasivos por impuestos diferidos: corresponde a cuentas por pagar de impuestos.

CAPITULO III: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para la estimación de la estructura de capital objetivo de la empresa se trabaja tanto con la deuda financiera histórica, como con el patrimonio histórico de la compañía, luego combinando ambas partes se encuentra un promedio histórico que dará lugar por simplificación de supuestos a la proyección futura de este mismo dato hacia adelante, entendida como la estructura de capital optima de la empresa, se detallan en los siguientes capítulos los cálculos de esta, cabe mencionar que este supuesto si bien simplista es bastante generoso respecto de la apreciación de la realidad, vale decir si no espero mayores cambios en términos de productividad, proyectos o inversiones porque debería modificar la estructura de capital de la compañía si en equilibrio debería ya estar funcionando con el mejor mix entre deuda y patrimonio?... en este sentido el promedio histórico parece a priori una buena aproximación de la realidad, dado lo ya mencionado.

3.1 DEUDA FINANCIERA

De acuerdo a los estándares de IFRS la deuda de financieras de las compañías, se calcula obteniendo

⁴ El detalle específico de los bonos contraídos con el público se encuentran en el anexo N°2

la información precisada en los balances de la compañía de acuerdo a la siguiente especificación:

+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*
=	DEUDA FINANCIERA

Tabla 5: Deuda Financiera

Como se revisó en la sección 2.1, en la composición de la deuda en la sección anterior, los bonos con responsabilidad a terceros efectivamente se encuentran incorporados dentro de pasivos financieros, con lo cual sabemos que cumplimos con este requisito, siguiendo entonces este principio tenemos para la compañía la deuda histórica de la compañía para los últimos 4 años:

	2014	2015	2016	2017	2018*
Deuda Financiera	31.321.738	40.813.201	34.368.551	24.746.600	20.116.085

Tabla 6: Niveles de Deuda

3.2 PATRIMONIO ECONÓMICO

Respecto del patrimonio de la compañía, para los años 2014-2018, tenemos que este corresponde al valor del precio de la acción al momento de corte por la cantidad de acciones suscritas a la fecha en cuestión, esta información se desglosa en la tabla a continuación:

Acciones Serie Única	2014	2015	2016	2017	Jun-18
N° Acciones Suscritas	149,448,112	149,448,112	149,448,112	149,448,112	149,448,112
N° Acciones Pagadas	149,448,112	149,448,112	149,448,112	149,448,112	149,448,112
Precio Acción	\$ 2,429.840	\$ 1,611.130	\$ 4,481.660	\$ 7,667.880	\$ 6,481.50
Patrimonio Economico (UF)	14,745,401	9,394,806	25,420,379	42,762,303	35,666,120

Tabla 7: Acciones de CAP S.A

Lo que nos arroja los siguientes niveles de patrimonio histórico para la compañía

En \$UF

	2014	2015	2016	2017	2018*
Patrimonio Económico	14.745.401	9.394.806	25.420.379	42.762.303	35.666.120

Tabla 8: Niveles de patrimonio Histórico

Ahora con la suma de los niveles de deuda y patrimonio obtenemos el valor de la compañía que equivale a:

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018*</u>
Deuda Financiera	31,321,738	40,813,201	34,368,551	24,746,600	20,116,085
Patrimonio Economico	14,745,401	9,394,806	25,420,379	42,762,303	35,666,120
Valor Empresa	46,067,139	50,208,007	59,788,930	67,508,903	55,782,205

Tabla 9: Valores de empresa Histórico

3.3 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

Como adelantamos en la sección 3.1 entonces ahora que ya tenemos tanto la deuda financiera como el patrimonio y sus respectivas razones históricas ahora solo resta combinarlas para obtener la siguiente tabla:

Razones Historicas	Junio 2016	Junio 2017	Junio 2018	Promedio
Razon de Endeudamiento (B/V)	0.57	0.37	0.36	0.43
Razon de Patrimonio (S/V)	0.43	0.63	0.64	0.57
Razon de apalancamiento (B/S)	1.35	0.58	0.56	0.83

Tabla 11: Ratios Históricos

Ahora bien, dado que la ventana temporal que se utiliza para la construcción de las razones objetivos es el tiempo que se considera para la obtención del beta de 2018, los promedios solo se consideran desde junio de 2016 a junio de 2018, con lo cual las razones objetivos en adelante serán:

Razones Objetivo	Objetivo*
Razon de Endeudamiento (B/V)	0.43
Razon de Patrimonio (S/V)	0.57
Razon de apalancamiento (B/S)	0.83

Tabla 12: Razones Objetivo

CAPITULO IV: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1 BETA PATRIMONIAL

Para la obtención del beta patrimonial de la compañía, se hizo a través de análisis de regresión en Excel, para esto se sometió la información obtenida al modelo econométrico de CAPM, de la siguiente versión:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_t$$

Para la tesis se ha especificado este modelo bajo el nombre modelo de mercado. Utilizando información disponible de mercado, con fechas que comprenden 01 de julio de 2012 a 30 de junio de 2018, se corrió una regresión con información de dos años hacia atrás para obtener los betas para cada año entre 2014 y 2018 de junio a junio, con registros semanales, lo cual arroja 313 entradas de datos semanales para los seis años comprendidos.

Para la variable R_i se consideró la rentabilidad de la acción de CAP, y para la rentabilidad de mercado se consideró la rentabilidad del IPSA, ambos retornos confeccionados en base a la diferencia de precios de ellos mismos respecto de la semana anterior. Con el soporte del complemento en Excel de regresiones lo que se obtiene como resultado para cada año generando un beta patrimonial para la compañía es de:

Cuadro Resumen	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Beta de la Acción	1.44	2.18	2.30	1.46	1.48	1.77
p-value (significancia)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	99.4%	100%	100%	

Tabla 13: Beta Patrimonial

De la tabla anterior podemos apreciar que el beta patrimonial de la compañía para el periodo en cuestión será asumido como 1.48, apreciamos que salvo el año 2015 la desviación estándar del indicador es bastante bajo por lo cual tiende a ser un valor bastante estable en el tiempo. La significancia estadística está en línea con lo esperado pudiendo ser un indicador representativo del modelo. La presencia bursátil de la compañía es alta lo cual también asegura que es válida para representar a una compañía de peso en termino de transacciones como CAP.

4.2 COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En esta sección se calculará el costo de capital de la empresa el cual será registrado a través de la fórmula de costo promedio ponderado o Kwacc, si recordamos la fórmula de esta expresión tenemos que es:

$$K_{wacc\ CAP} = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * \left(\frac{B}{V}\right) * (1 - t)$$

Recordemos que en el enunciado de las instrucciones para confeccionar este documento se entregó ciertos supuestos/datos para simplificar los cálculos en esta sección, por tanto cuanto, nosotros disponemos de: una tasa libre de riesgo de 2,31% (BCU-30 al 29 de Junio de 2018) y un premio por riesgo de mercado de 6,26% para Chile (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2018).

De la ecuación de más arriba ya conocemos los ratios óptimos objetivos de deuda y capital para la empresa de acuerdo a lo que se revisó en la sección 3.3, por lo que ahora nos enfocaremos en los ítems restantes, comenzaremos por el costo de la deuda para la compañía, es decir Kb, en nuestro caso el valor de esta variable asciende a 4.13%, este valor fue obtenido a través de la tasa de mercado que presenciaba al 29 de junio el bono internacional BCAPS 36 de CAP S.A., crosseado a UF

$$K_{b"CAP"} = Rf + Spread$$

$$K_{b"CAP"} = 2,31\% + 1,82\%$$

$$K_{b"CAP"} = 4,13\%$$

Con esto ya contamos con toda la información de la expresión de más a la derecha en la ecuación dado que conocemos la tasa de impuestos para aplicar en la evaluación, ahora solo resta conocer K_p , que es con lo que se desarrolla a continuación, a través de β_{CAP}^{CD}

$$\rightarrow 1.4835 = \left[1 + (1 - T) * \left(\frac{B}{P} \right)^{CAP} \right] \beta_{CAP}^{SD} - (1 - T) * \left(\frac{B}{P} \right)^{CAP} * \beta_d$$

→ Necesitamos la incógnita de beta sin deuda de CAP, así como el Beta de la deuda de CAP.

Para el cálculo de β_d , recordemos que la formula de CAPM para el costo de la deuda es:

$$4.13\% = K_b = Rf + PRM * \beta_d$$

$$4,13\% = 2,31\% + 6,26\% * \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{4,13\% - 2,31\%}{6,26\%}$$

$$\beta_d = 0,29$$

Reemplazando en la ecuación de beta patrimonial con deuda, los valores obtenidos, así como los ratios óptimos de deuda y capital, tenemos entonces que:

$$1,4835 = [1 + (1 - 25,33\%) * (0.8315)] \beta_{CAP}^{SD} - (1 - 25,33\%) * (0.8315) * 0,29$$

$$\rightarrow \beta_{CAP}^{SD} = 1,02632$$

Dado que ya tenemos este input, que era el último que nos estaba faltando ahora estamos en condiciones de hacer la evaluación a futuro considerando las razones promedio como las del futuro, y las tasas corporativas del futuro

$$\beta_{CAP}^{CD} = [1 + (1 - 27\%) * (0.8315)] * 1,02632 - (1 - 27\%) * (0.8315) * 0,29$$

$$\beta_{CAP}^{CD} = 1,4732$$

→ Con esto calculamos el costo patrimonial de CAP nuevamente en base a CAPM

$$K_{pCAP} = Rf + PRM * \beta_{CAP}^{CD}$$

$$K_{pCAP} = 2,31\% + 6,26\% * 1,4732$$

$$K_{pCAP} = 11,53\%$$

→ Con esta data ahora volvemos a la ecuación inicial y si reemplazamos todas las incógnitas encontradas hasta el momento tenemos que:

$$K_{wacc\ CAP} = 11,53\% * (0.5659) + 4,13\% * (0.4340) * (1 - 0,27)^5$$

$$K_{wacc\ CAP} = 7,848\%$$

Finalmente, el costo de capital para la compañía considerando la deuda e impuestos hacia adelante es de 7.848%.

⁵ 1- Donde B/V y S/V es conocido por los valores objetivos

2- La tasa corporativa viene dada hacia adelante y se considera un 27%

3- El beta apalancado considera la estructura hacia adelante tanto en impuestos como en ratios objetivos.

5. VALORACION DE LA EMPRESA POR MULTIPLOS

5.1 VALORACION DE LA EMPRESA POR MULTIPLOS

Continuando con nuestro análisis de valoración de CAP, presentaremos una recopilación de los múltiplos de empresas de la industria del hierro y acero, descritas en capítulos anteriores, los indicadores se muestran a continuación, se utilizaron los datos al 30 de junio para 2017 y 2018:

Indicador/Empresa	2017					
	USIMINAS	BHP	VALE	RIO TINTO	GERDAU AZA	ARCELOR MITTAL
Precio	\$ 2,67	\$ 17,87	\$ 8,77	\$ 42,17	\$ 3,07	\$ 22,67
Cash	\$ 590	\$ 14.153	\$ 5.722	\$ 8.099	\$ 1.642	\$ 2.272
valor de Mercado Patrimonio	\$ 3.276	\$ 95.156	\$ 45.198	\$ 75.610	\$ 5.313	\$ 23.162
Ingresos	\$ 1.547	\$ 36.135	\$ 15.773	\$ 13.319	\$ 2.850	\$ 33.330
Valor mercado Deuda	\$ 2.096	\$ 30.474	\$ 27.866	\$ 15.848	\$ 6.037	\$ 14.156
Ebitda	\$ 372	\$ 18.858	\$ 6.967	\$ 8.525	\$ 602	\$ 4.343
ganancias por acción	\$ 0,05	\$ 1,37	\$ 0,50	\$ 2,18	\$ 0,03	\$ 2,31
EBIT	\$ 263	\$ 15.996	\$ 1.523	\$ 6.123	\$ 514	\$ 3.179
Valor libro patrimonio	\$ 3.932	\$ 62.726	\$ 41.901	\$ 48.825	\$ 7.727	\$ 36.252
Valor libro deuda	\$ 2.096	\$ 30.474	\$ 27.866	\$ 15.848	\$ 6.037	\$ 14.156

Tabla 30: inputs empresas de referencia 2017

Indicador/Empresa	2018					
	USIMINAS	BHP	VALE	RIO TINTO	GERDAU AZA	ARCELOR MITTAL
Precio	\$ 3	\$ 25	\$ 13	\$ 55,43	\$ 2,8	\$ 29
Cash	\$ 285	\$ 15.889	\$ 6.356	\$ 8.135	\$ 761	\$ 3.100
valor de Mercado Patrimonio	\$ 3.573	\$ 133.477	\$ 66.713	\$ 95.751	\$ 6.128	\$ 29.963
Ingresos	\$ 1.890	\$ 43.638	\$ 17.284	\$ 19.914	\$ 3.344	\$ 39.184
Valor mercado Deuda	\$ 1.511	\$ 26.805	\$ 17.871	\$ 13.726	\$ 4.689	\$ 13.519
Ebitda	\$ 310	\$ 22.387	\$ 7.672	\$ 8.259	\$ 839	\$ 5.585
ganancias por acción	\$ 0,03	\$ 1,9	\$ 0,41	\$ 2,43	\$ 0,12	\$ 3,2
EBIT	\$ 307	\$ 12.554	\$ 2.854	\$ 6.458	\$ 555	\$ 3.930
Valor libro patrimonio	\$ 4.656	\$ 60.670	\$ 42.888	\$ 48.616	\$ 6.618	\$ 42.335
Valor libro deuda	\$ 1.511	\$ 26.805	\$ 17.871	\$ 13.726	\$ 4.689	\$ 13.519

Tabla 31: inputs empresas de referencia 2018

5.2 CONSIDERACION EMPRESAS EQUIVALENTES

Si bien hasta aquí hemos indicado a las empresas de más arriba como las comparables para CAP S.A,

no podemos dejar de mencionar que estas compañías tienen composiciones distintas que las que CAP S.A. tiene a la fecha de hoy, desde la crisis subprime en 2007, distintas compañías tuvieron que atravesar por profundos cambios para poder adaptarse a la nueva realidad, CAP S.A, no fue una empresa exenta de dicho escenario, y las medidas adoptadas por la compañía fueron principalmente dos, buscar mejores márgenes y eliminar la estrategia de participación de mercado a costa de rentabilidad, lo cual resultó en dejar de lado en forma consistente prudente y ordenada el negocio del acero y su procesamiento y dedicarse mayoritariamente a la extracción minera del hierro.

Esto hace que la evolución del EBITDA de la compañía se modifique en forma importante en la última década de acuerdo al estudio de clasificación de riesgo entregado por Feller Rate para diciembre de 2017 más del 85% del EBITDA de la compañía se componía por extracción minera de Hierro, indicando a su vez que las otras líneas estaban con decrecimiento en cuanto a su aporte para la compañía⁶

Teniendo estos antecedentes en consideración, sólo utilizaremos como empresas equivalentes para nuestro análisis de múltiplos las que tienen extracción de hierro como su principal giro, es decir, el análisis continuará con las compañías: Rio Tinto, BHP Billiton y Vale.

5.3 DESARROLLO Y RESULTADOS

Se procede entonces con la confección de los múltiplos para las tres empresas de referencia de acuerdo con los inputs entregados mas arriba en las tablas 30 y 31.

MÚLTIPLOS	2017						Promedio
	USIMINAS	BHP	VALE	RIO TINTO	GERDAU AZA	ARCELOR MITTAL	
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)		13.04	17.54	19.34			\$ 16.64
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)		5.91	9.67	9.78			\$ 8.45
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)		6.97	44.22	13.61			\$ 21.60
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		1.52	1.08	1.55			\$ 1.38
VALUE TO BOOK RATIO		1.35	1.05	1.41			\$ 1.27
PRICE TO SALES RATIO (PS)		2.63	2.87	5.68			\$ 3.73
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)		3.09	4.27	6.26			\$ 4.54

Tabla 32: múltiplos empresas de referencia 2017

⁶ Para revisar analisis de riesgo completo revisar: <https://www.feller-rate.cl/general2/corporaciones/cap1711.pdf>

MÚLTIPLOS	2018						
	USIMINAS	BHP	VALE	RIO TINTO	GERDAU AZA	ARCELOR MITTAL	Promedio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)		13.55	31.32	22.81			\$ 22.56
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)		6.45	10.20	12.27			\$ 9.64
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)		11.50	27.41	15.69			\$ 18.20
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)		2.20	1.56	1.97			\$ 1.91
VALUE TO BOOK RATIO		1.83	1.39	1.76			\$ 1.66
PRICE TO SALES RATIO (PS)		3.06	3.86	4.81			\$ 3.91
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)		3.31	4.53	5.09			\$ 4.31

Tabla 33: múltiplos empresas de referencia 2018

Con los datos obtenidos hasta aquí ahora para homogenizar y dejar como medición aún más estandarizada se utiliza el promedio entre ambos años:

MÚLTIPLOS	Industria
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	19.60
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	9.05
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	19.90
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1.64
VALUE TO BOOK RATIO	1.46
PRICE TO SALES RATIO (PS)	3.82
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	4.42

Tabla 34: Múltiplos de la industria

Ahora que ya tenemos los múltiplos de la industria, se procede con la información de la empresa a validar a la fecha en análisis:

Indicadores para la empresa (en \$MUF):

	CAP 31/06/2018
Precio (UF/Acc)	0,24
Cash	11.654
valor de Mercado Patrimonio	36.043
Ingresos	23.108
Valor mercado Deuda	20.116
EBITDA	6.282
ganancias por acción	0,01
EBIT	3.969
Valor libro patrimonio	79.052
Valor libro deuda	20.116

Tabla 35: Inputs de CAP S.A.

Con los inputs de la tabla 35 se confeccionan los múltiplos de CAP, en la tabla a continuación, se muestran los múltiplos de CAP S.A. y de la industria:

Valoración de CAP a través de los múltiplos de la industria:

MÚLTIPLOS	EV	EqV	P
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	0.33
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	56,823	48,361	0.32
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	78,987	70,525	0.47
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	107,065	0.72
VALUE TO BOOK RATIO		99,343	0.66
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	61,749	0.41
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	78,302	69,840	0.47
Promedio			0.48

Tabla 37: Resultado precio

Nuestro análisis de valoración por múltiplos de la industria nos arroja un valor de UF 0,49 por cada acción de CAP, este se obtiene utilizando el promedio de los valores que arroja la tabla 37, el precio de la acción al igual que en el método de flujo de caja descontado es el valor del patrimonio Eqv dividido por el numero de acciones de CAP S.A.

Hemos seleccionado sólo dos múltiplos del listado: EV/EBITDA y EV/EBIT dado que son precisamente estos dos, los más utilizados e idóneos para este tipo de análisis dado que rescatan mejor los riesgos, escalas y negocios de las compañías a comparar, al aislar solamente estos dos componentes el resultado queda como:

MÚLTIPLOS
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)
VALUE TO BOOK RATIO
PRICE TO SALES RATIO (PS)
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

EV	EqV	P
56,823	48,361	0.32
78,987	70,525	0.47

Promedio	0.40
-----------------	-------------

Tabla 38: Resultado precio final

CONCLUSIONES

Nuestro análisis de valoración por flujos descontados nos dio como resultado un valor de UF: 0,40 por acción, el resultado de valoración por múltiplos nos arroja UF: 0,4 por acción, es decir, los valores son equivalentes.

En conclusión, nuestros resultados arrojan que el valor intrínseco de la acción de CAP es cercano a 0,4 UF la acción, hoy en día se transa en valores cercanos a UF 0,25 por lo que creemos que la acción se encuentra subvaluada. Esta tesis puede reforzarse también con el argumento del valor libro del patrimonio, el cual es menos de la mitad del valor de mercado.

Posiblemente también la volatilidad del precio del acero y sus materias primas además de su fuerte caída en los últimos años pueda haber afectado la percepción de la calle en relación al desempeño futuro de CAP, sin duda sus activos y deuda respaldan un mayor valor de la acción, y creemos que en el largo plazo la acción debiera ajustarse.

Si bien apreciamos que en valor de mercado las acciones de la compañía están con un valor algo deprimido respecto de nuestras valoraciones a través de los dos métodos, vemos que la compañía tiene una transacción en los bonos con buena tasa de mercado y a la fecha de la valoración se transaban los mismos bajo la par. También podría estar incidiendo en el motivo del valor de mercado del precio de las acciones, la baja que han experimentado los distintos metales tanto preciosos como industriales a raíz del desaceleramiento económico como de la coyuntura internacional respecto de las posibles guerras comerciales entre estados unidos y el resto de la economía.

Cabe recordar también que el tercer productor mundial de hierro a nivel mundial, china, ha estado aumentando la producción de acero a tasas que están muy por sobre la demanda del mercado mundial, lo cual también ha hecho que los precios del commodities presionen a la baja.

En suma, todos estos factores podrían estar presionando en diversas direcciones con más o menos fuerza influenciando el valor de la acción de la compañía, pero a través de lo que nos entregan el valor intrínseco y de industria a través de método de flujo de caja descontado y múltiplos respectivamente,

el valor de la acción de la compañía debería transar a la fecha de 30 de junio en un valor superior a lo que se puede apreciar en la plaza bursátil.

ANEXO 1: ESTADO DE RESULTADO Y BALANCE CAP S.A.

EERR	UF (miles)				
	Junio 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014
Ganancia (Perdida)					
Ingreso de Actividades Ordinarias	23,108	44,346	41,423	40,716	44,141
Costo de Ventas	(17,844)	(33,434)	(33,278)	(35,478)	(36,489)
Ganancia Bruta	\$ 5,263	\$ 10,912	\$ 8,145	\$ 5,238	\$ 7,652
Otros Ingresos	82	144	751	419	466
Costos de Distribución	(209)	(363)	(410)	(541)	(499)
Gasto de Administración	(999)	(2,074)	(1,921)	(2,270)	(2,140)
Otros Gastos, por función	(351)	(472)	(1,018)	(826)	(1,486)
Otras Ganancias (Perdidas)	182	122	35	243	153
EBIT	\$ 3,969	\$ 8,268	\$ 5,581	\$ 2,263	\$ 4,146
Ingresos Financieros	194	352	250	111	131
Costos Financieros	(1,004)	(2,102)	(2,050)	(1,670)	(1,717)
Participaciones Inversiones Relacionadas	12	(5)	4	(30)	(50)
Diferencias de Cambio	(100)	(78)	(44)	21	46
Resultado por Unidades de Ajuste	(2)	(7)	7	46	59
Ganancia (Perdida) Antes de Impuestos	\$ 3,068	\$ 6,428	\$ 3,748	\$ 741	\$ 2,615
Gastos por Impuestos a las Ganancias	(1,015)	(2,018)	(1,249)	(408)	(526)
Ganancia (Perdida) procedente de operaciones continuadas	2,054	4,410	2,500	333	2,089
Ganancia (Perdida) procedente de operaciones discontinuadas	-	-	-	-	-
Ganancia (Perdida)	\$ 2,054	\$ 4,410	\$ 2,500	\$ 333	\$ 2,089
Ganancia(perdida), Atribuible a	-	-	-	-	-
Ganancia (perdida) , atribuible a los propietarios de la controladora	1,436	2,991	1,527	59	1,369
Ganancia (perdida) , atribuible a participaciones no controladoras	617	1,419	973	274	720
Ganancia (Perdida)	\$ 2,054	\$ 4,410	\$ 2,500	\$ 333	\$ 2,089
N° Acciones Suscritas					
N° Acciones Pagadas					
Ganancias por acción	-	-	-	-	-
Ganancia por Accion Basica	-	-	-	-	-
Ganancia (Perdida) por accion basica en operaciones continuadas	\$ 0.01	\$ 0.03	\$ 0.02	\$ 0.00	\$ 0.01
Ganancia (Perdida) por accion basica en operaciones discontinuadas	-	-	-	-	-
Ganancia por Accion Basica	0.01	0	0	0	0

BALANCES	UF (miles)				
	Junio 2018	Dic 2017	Dic 2016	Dic 2015	Dic 2014
Activos					
Activos corrientes					
efectivo y equivalentes al efectivo	8,318	6,780	5,679	6,285	3,235
Otros activos financieros corrientes	3,336	9,294	14,219	12,148	5,352
Otro activos no financieros corrientes	479	420	293	299	304
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	7,228	6,546	5,840	4,605	6,621
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	694	695	1,035	312	77
inventarios corrientes	7,556	6,360	6,384	9,020	8,931
Activos por impuestos corrientes, corrientes	695	760	1,447	2,092	4,087
Act. No Corr o Grup de Act clasificados como mantenidos para la venta	-	-	-	-	193
activos corrientes totales	\$ 28,306	\$ 30,854	\$ 34,896	\$ 34,762	\$ 28,800
Activos no corrientes					
Otros activos financieros no corrientes	1,093	1,282	841	1,048	912
Otros activos no financieros no corrientes	411	497	376	544	732
cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	587	607	604	650	232
inversiones contabilizadas utilizando el metodo de la participacion	47	34	43	1	194
Activos intangibles distintos de la plusvalia	16,198	15,876	18,187	20,590	19,094
Plusvalia	42	41	45	49	44
Propiedades, Planta y equipo	79,718	77,191	87,271	99,034	91,049
Propiedad de inversion	695	801	165	185	164
Activos por impuestos diferidos	272	238	166	688	469
Total de activos no corrientes	\$ 99,061	\$ 96,567	\$ 107,698	\$ 122,789	\$ 112,890
Total de activos	\$ 127,367	\$ 127,421	\$ 142,594	\$ 157,551	\$ 141,690
Patrimonio y Pasivos					
Pasivos					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros corrientes	7,121	11,234	8,295	10,413	9,068
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8,990	8,682	7,095	7,791	11,580
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	2,747	2,278	1,809	921	1,252
Otras provisiones a corto plazo	801	553	216	158	206
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	219	1,161	1,129	175	134
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	424	493	454	303	532
Otros pasivos no financieros corrientes	48	57	13	42	83
Pasivos corrientes totales	\$ 20,351	\$ 24,458	\$ 19,010	\$ 19,804	\$ 22,855
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros no corrientes	12,995	13,512	26,074	30,400	22,253
Cuentas por Pagar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	-	45	-
Otras provisiones a largo plazo	1,592	1,487	1,540	1,583	574
Pasivos por impuestos diferidos	11,048	10,567	11,913	13,440	11,421
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	1,617	1,611	1,708	1,741	2,082
Otros pasivos no financieros no corrientes	712	858	1,868	3,303	4,578
Total de pasivos no corrientes	\$ 27,964	\$ 28,035	\$ 43,102	\$ 50,512	\$ 40,908
Total Pasivos	\$ 48,315	\$ 52,493	\$ 62,112	\$ 70,316	\$ 63,763
Patrimonio					
Capital emitido	9,053	8,711	9,610	10,472	9,358
Ganancias (perdidas) acumuladas	38,207	36,108	38,275	40,982	36,695
Otras Reservas	588	334	242	(363)	(344)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	\$ 47,848	\$ 45,153	\$ 48,127	\$ 51,091	\$ 45,709
Participaciones no controladoras	31,204	29,776	32,355	36,143	32,219
Patrimonio Total	\$ 79,052	\$ 74,929	\$ 80,482	\$ 87,235	\$ 77,927
Total Patrimonio y Pasivos	\$ 127,367	\$ 127,421	\$ 142,594	\$ 157,551	\$ 141,690

ANEXO 2: DESCRIPCION BONOS CAP S.A. AL 30 DE JUNIO DE 2018

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie G
Nemotécnico	BCAPS-G
Fecha de Emisión	15/09/2016
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/07/2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	6.25% anual compuesto
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	Bono no tiene periodo de gracia.
Motivo de la Emisión	Se destinarán, en un cien por ciento al refinanciamiento de obligaciones financieras de corto y largo plazo del Emisor y/o de sus sociedades Filiales
Clasificación de Riesgo	A+ Feller Rate. A+ Fitch Chile.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	6.4%
Precio de venta el día de la emisión.	99,42% del valor par
Valor de Mercado	Valor de mercado: \$ 79.206.508.384, se transó bajo la par. El valor mas reciente transado fue tir 1.90% que equivale a un valor de mercado de \$91.911.224.122 (transacción pequeña por 1.000 UF, 10 de agosto).

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie H
Nemotécnico	BCAPS-H
Fecha de Emisión	21/09/2016
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/09/2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	6.25%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	Bono sin periodo de gracia

Motivo de la Emisión	Se destinarán, en un cien por ciento al refinanciamiento de obligaciones financieras de corto y largo plazo del Emisor y/o de sus sociedades Filiales
Clasificación de Riesgo	A+ Feller Rate. A+ Fitch Chile.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Si la encuentra indicar la fuente, de lo contrario debe estimarla con el precio de venta.
Precio de venta el día de la emisión.	\$83.960.856.000
Valor de Mercado	\$83.960.856.000 se transó sobre la par 106.35%, la transacción mas reciente fue por 5.000 UF con una TIR de 1.99% 10 de agosto, que da un valor de mercado de \$93.862.593.881

	Observaciones
Bono	Internacional
Nemotécnico	BCAPS '36
Fecha de Emisión	13 de septiembre 2006
Valor Nominal (VN o D)	200.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	15 septiembre 2036
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	7.375%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	60
Periodo de Gracia	Sin gracia
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos
Clasificación de Riesgo	BB+ → Standard & Poor ; BBB- → Ficht Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	7.4%
Precio de venta el día de la emisión.	99.761% del valor par → USD \$199.522.000
Valor de Mercado	102.5% (14 de agosto) → USD \$ 205.000.000

BIBLIOGRAFIA

- a) Libro “Finanzas Corporativas – Teoría y Práctica”. Autor Carlos Maqueira
- b) Memoria 2017 CAP S.A.
- c) Balances y Estados de Resultados CAP S.A. desde 2014 a 30 de Junio de 2018.
- d) www.worldsteel.org
- e) Superintendencia de Valores y Seguros : <http://www.svs.cl/> , actual CMF
- f) Bloomberg
- g) Cochilco:https://www.cochilco.cl/Mercado%20de%20Metales/Mercado%20internacional%20del%20hierro%20y%20el%20acero_VF.pdf
- h) <https://es.statista.com/estadisticas/600165/paises-lideres-en-la-produccion-de-mineral-de-hierro-a-nivel-mundial/>
- i) Reuters:<https://www.reuters.com/article/us-global-steel-demand/worldsteel-raises-forecast-for-2018-global-steel-demand-growth-to-1-8-percent-idUSKBN1HO1DY>
- j) <file:///C:/Users/BICE%20CB/Downloads/20180206%20ECONOMIC%20REPORT%20-%20Quarter%201%202018-vFINAL.pdf>
- k) Bolsa de comercio de Santiago
- l) www.Bolchile.cl
- m) Memoria 2017 de BHP Billiton
- n) Memoria 2017 Gerdau Aza
- o) Memoria 2017 Usiminas
- p) Memoria 2017 Vale
- q) Memoria Arcelormittal
- r) Memoria Rio Tinto
- s) <http://www.areatecnologia.com/videos/ACERO.htm>
- t) <https://www.thebalance.com/steel-production-2340173>
- u) <https://bami.bg/media/docs/eurofer.pdf>
- v) <https://ihsmarkit.com/solutions/steel-forecast.html>
- w) <http://www.careratings.com/upload/NewsFiles/Studies/Steel%20Review%20and%20Outlook%20June%202018.pdf>
- x) <http://www.careratings.com/upload/NewsFiles/Studies/Steel%20Review%20and%20Outlook%20June%202018.pdf>
- y) <https://www.feller-rate.cl/general2/corporaciones/cap1711.pdf>