



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Clasificación y
Tendencia**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

CAP S.A.

Abril 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	AA-¹
Tendencia	Estable²
Acciones (CAP)	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 diciembre 2018

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos	Nº 435 de 14.09.2005
----------------	----------------------

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS					
M US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Ingresos de actividades ordinarias	1.789.755	1.475.260	1.635.606	1.931.645	1.917.134
Costo de ventas	-1.479.482	-1.285.470	-1.314.002	-1.456.340	-1.470.506
Costo de distribución	-20.238	-19.591	-16.208	-15.832	-16.883
Gastos de administración	-86.770	-82.262	-75.858	-90.344	-86.109
Costos financieros	-69.615	-60.513	-80.958	-91.579	-78.142
Ganancia (Pérdida)	84.708	12.063	98.702	192.093	174.466
EBITDA	381.033	286.546	442.643	575.962	533.273

¹ Clasificación anterior: Categoría A+.

² Tendencia anterior: Favorable.

Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos Corrientes	1.167.746	1.259.528	1.377.889	1.343.961	1.198.596
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	131.156	227.734	224.238	295.338	194.789
Activos No Corrientes	4.577.261	4.449.013	4.252.452	4.206.340	4.142.889
Total Activos	5.745.007	5.708.541	5.630.341	5.550.301	5.341.485
Pasivos Corrientes	926.675	717.542	750.615	1.065.360	872.839
Pasivos No Corrientes	1.658.675	1.830.221	1.701.890	1.221.149	1.126.390
Pasivos Totales	2.585.350	2.547.763	2.452.505	2.286.509	1.999.229
Patrimonio total	3.159.657	3.160.778	3.177.836	3.263.792	3.342.256
Patrimonio y Pasivos, Total	5.745.007	5.708.541	5.630.341	5.550.301	5.341.485
Deuda Financiera	1.269.980	1.478.787	1.357.044	1.077.928	827.514

Opinión

Fundamento de la clasificación

CAP S.A. (CAP), corresponde a la matriz de varias filiales, tanto en Chile como en Perú y Argentina, operando en cuatro áreas de negocios: minería del hierro, producción de acero, procesamiento de acero y, más recientemente, en infraestructura. El principal accionista de la sociedad es Invercap S.A., con un 31,3% de la propiedad, seguido por Mitsubishi Corporation con el 19,3%.

CAP, de manera consolidada, obtuvo en 2018 ingresos por US\$ 1.917 millones, una ganancia por US\$ 174,5 millones y EBITDA por US\$ 533 millones. Los ingresos aportados por las áreas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura", representaron el 50,5%, 27,1%, 18,6% y 3,8%, respectivamente. Sin embargo, "Minería" es quien aporta 76,3% del EBITDA con su empresa Compañía Minera del Pacífico S.A. (CMP). Su deuda financiera al 30 de diciembre de 2018 era de US\$ 827,5 millones, para un patrimonio de US\$ 3.342,5 millones.

El cambio de la clasificación desde "Categoría A+" a "Categorías AA-" se debe a la mayor estabilización de los indicadores de endeudamiento relativo, los cuales han revertido el aumento experimentado hasta el año 2015, en un contexto de contención de costos y gastos y con menor presión a los precios. Lo anterior sin perjuicio que esta clasificadora monitoreará los posibles efectos de una "guerra comercial" entre EEUU y China.

Dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de la línea de bonos en “*Categoría AA-*” destaca la alta capacidad mostrada por la compañía para desenvolverse en un mercado competitivo y en diferentes escenarios económicos, incluidos crisis mundiales y, como en 2002, precios del hierro históricamente bajos. Asimismo, los estados financieros de 2018 reflejan la consolidación en los resultados de la compañía, influidos por la recuperación de los precios del hierro a contar del primer trimestre de 2016. No obstante, se reconoce la competitividad de la empresa, así como las acciones implementadas por la compañía, lo que se ha traducido en una caída de 32% de los gastos de distribución y de 28% de los gastos de administración en el período 2012-2018. Con todo, lo anterior no inhibe el hecho que los resultados de la sociedad se resientan ante caídas en los precios.

Otra fortaleza que sustenta la clasificación de **CAP** dice relación con sus reservas de mineral de hierro, que alcanzan las 2.917 millones de toneladas, otorgando estabilidad a la producción futura de la compañía, dado el nivel de venta anual de la empresa, complementado por el hecho de que cerca del 56% de las ventas de CMP son con contratos a largo plazo, y la flexibilidad, en términos de obtención de recursos, que significa el disponer de activos prescindibles.

A manera de consideración de rendimientos futuros, se reconocen las perspectivas de crecimiento del consumo de acero en Chile, donde la empresa tiene un fuerte posicionamiento de mercado, y en Perú, dado el bajo consumo per cápita en estos países en comparación con naciones de mayor desarrollo.

Tampoco se puede desconocer las medidas específicas adoptadas por la compañía en forma coyuntural para enfrentar un entorno con un nivel de menores precios en relación a los últimos años, lo cual la ha llevado a asumir una estrategia de control de gastos y mayor focalización en productos de mayor margen.

Por otro lado, la compañía no tiene previstas inversiones importantes en el corto plazo, por lo tanto la presión sobre los desembolsos de efectivo han disminuido. La tasa de inversión ha seguido un ritmo más lento, alcanzando el 2018 un CAPEX de US\$ 143 millones, los cuales US\$60 millones corresponden a mantenciones.

Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo se encuentra la alta volatilidad del precio del hierro y del acero, por una parte, y, por otra, la sensibilidad de la compañía al desempeño de la actividad de la economía, variables que en el largo plazo implican una alta variabilidad a los resultados de la compañía. Por ello, para enfrentar ciclos de precios reducidos, la administración es activa en mantener líneas de créditos abiertas con diferentes entidades bancarias.

Adicionalmente, la categoría de riesgo recoge la alta concentración del destino de las exportaciones de **CAP**, donde China representó aproximadamente el 68,7% de las ventas de mineral de hierro y el 31% de los ingresos de la compañía durante 2018. Adicionalmente, se agrega que la importancia de China, tanto como productor como demandante, otorga a las decisiones de este país una influencia determinante en el precio del hierro y del acero, pudiendo eventualmente acentuar y prolongar los ciclos de baja.

Otro elemento considerado en la clasificación de riesgo es el incentivo a la entrada de nuevos operadores al mercado del procesamiento de acero, aumentando con ello la competencia y, posiblemente, reduciendo los

márgenes del negocio. Adicionalmente, existen bajas barreras de entrada para las importaciones de acero, en especial las provenientes de países con mayores economías de escala (por ejemplo, China o Brasil).

La clasificación asignada considera que la emisora puede enfrentar, como en el pasado, escenarios de precios reducidos, así como incrementos de los mismos, pero se reconoce que esta volatilidad es consustancial a la naturaleza de la industria.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que la compañía consolide su operación bajo escenarios de precios bajos, ajuste sus costos y gastos y maneje un nivel de deuda saludable, que le permita cumplir con sus compromisos con suficiencia en la generación de caja.

Asimismo, para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la sociedad no experimente deterioros significativos en las fortalezas que determinan su clasificación de riesgo, y que no incremente, en forma relevante, su nivel de deuda financiera en relación con su generación de flujos de caja; en caso contrario, la clasificación puede ser revisada.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en “*Primera Clase Nivel 1*” se sustenta en el alto nivel de liquidez que han alcanzado sus títulos accionarios, con una presencia de 100% a diciembre de 2018.

La tendencia de las acciones se ha clasificado en “*Estable*”, dado que no existen estimaciones de una reducción de su presencia promedio en el mediano plazo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Adecuada competitividad dentro de los mercados de hierro y acero.
- Elevadas reservas mineras.

Fortalezas complementarias

- Capacidad de adecuación a escenarios adversos.
- Capacidad para redireccionar y potenciar nuevos negocios en busca de mayores y mejores márgenes.

Fortalezas de apoyo

- Sector con adecuadas perspectivas de crecimiento.

Riesgos considerados

- Correlación con sectores sensibles a los ciclos económicos de los países en que está presente (riesgo recurrente, pero susceptible de ser administrado financieramente).
- Operación en un mercado con posibilidades de generar sobre oferta de producción.
- Volatilidad de precios de hierro y acero, con fuerte repercusión en sus resultados (riesgo alto, que requiere ser contrarrestado con niveles de endeudamiento controlados y buenos acceso al crédito).
- Posible entrada de nuevos operadores e importadores (riesgo potencial siempre presente que podría provocar fuertes efectos en los márgenes del negocio si no va acompañado con crecimiento de la demanda).
- Concentración en mercado chino (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero de efectos elevados).

Hechos recientes

Resultados a Diciembre 2018

Durante 2018 los ingresos de **CAP** llegaron a US\$ 1.917 millones, lo que significó una disminución de 0,8% en relación al mismo período de 2017. Por áreas de negocio, las ventas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura" fueron de US\$ 1.045 millones, US\$ 561 millones, US\$ 384 millones y US\$ 79 millones, respectivamente, con variaciones anuales de -8,3%, 16,7%, 13,7% y -0,7%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron un incremento de 1,0%, llegando a US\$ 1.471 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 446,6 millones, con una caída de 6,0%, pasando del 24,6% al 23,3% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 86,1 millones, disminuyendo de este modo en 4,7% con respecto a igual periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional exhibió una caída de 6,9%, totalizando US\$343,6 millones, que como proporción de las ventas, alcanzó el 17,9%, contra el 19,1% de un año atrás.

Los ingresos del segmento minero cayeron en 8,3%, influidos por una caída en el volumen despachado, debido al accidente en el puerto Guacolda II, que más que contrarrestó el crecimiento del precio de 3,9%. En tanto, que el acero exhibió un aumento de 16,7%, como resultado de un alza de 15,7% en el precio promedio y de 2,9% de los despachos físicos.

En tanto, el segmento de procesamiento de acero muestra un incremento de 13,7% en sus ingresos, debido al efecto conjunto de un incremento de 13,8% del precio promedio así como una mantención del tonelaje despachado.

Definición categorías de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la mejor combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Capacidad mostrada para competir en la industria de hierro y acero: En 2018, las ventas físicas alcanzaron 14.003 mil toneladas de mineral de hierro, 750 mil toneladas de productos largos y 368 mil toneladas de procesados de acero, lo que representa alrededor de 0,8% de la producción mundial de hierro. En 2018, la compañía cuenta con 425 mil hectáreas para concesiones mineras de explotación del país, teniendo aún 112 mil hectáreas disponibles para exploración.

Dispone de cinco puertos para despachar su producción y no depender de terceros (3 corresponden a CAP Minería y dos a CAP Acero; Además de tener el 51% del puerto Las Losas). La empresa cuenta una extensa trayectoria y en los últimos 20 años ha podido sobrellevar la crisis asiática y la crisis *subprime*, bajos niveles de precios (año 2002) y diferentes niveles de cambios, entre otros escenarios.

Fuerte posición financiera para resistir distintos escenarios: CAP tiene una razón de activos circulantes sobre pasivos circulantes de 1,37 veces, y un patrimonio de US\$ 3.342 millones a diciembre de 2018. Esto le proporciona el respaldo necesario para resistir eventuales escenarios de bajos precios sin correr el riesgo de verse afectada su viabilidad en el largo plazo. Lo beneficia para lo anterior, el hecho de que alrededor del 56% de las ventas de CMP son contratos a largo plazo, disponiendo junto con ello con 177 mil hectáreas disponibles, de los que se podría desprender para generar caja, además de numerosos gastos de inversión que pueden ser pospuestos en caso de necesidades de caja. En promedio en los últimos tres años, el CAPEX fue de US\$ 100 millones, correspondientes principalmente a mantenciones, por lo que existe amplia holgura, que puede utilizarse en caso de un estrés en la capacidad de generación de flujos de la emisora (en el período 2011-2014 la inversión promedio ascendió a US\$ 734 millones).

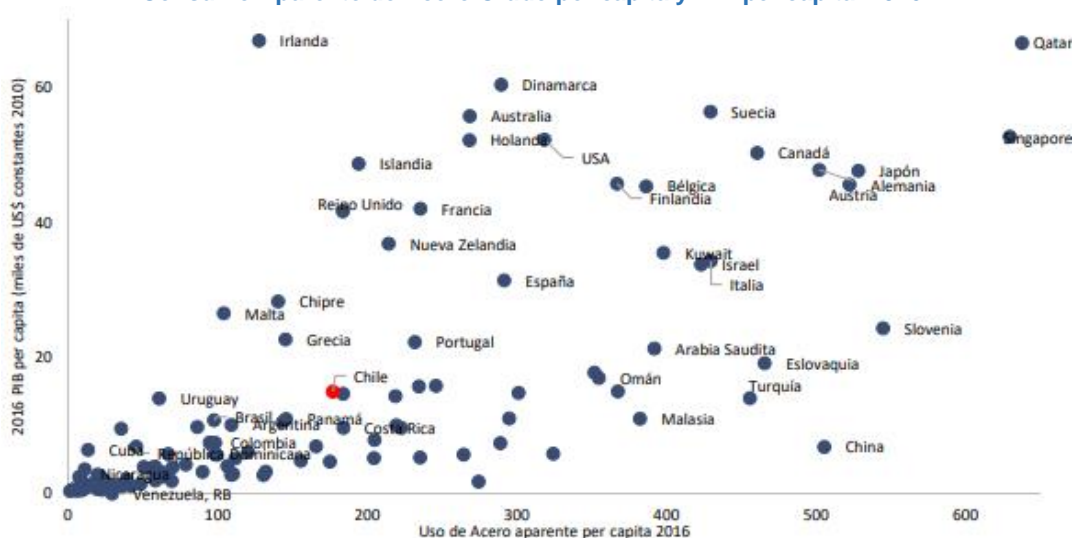
Elevadas concesiones mineras: En 2018, CAP cuenta con 112 mil hectáreas de concesiones disponibles para la exploración. En términos de concesiones explotadas, cuenta con 425 mil hectáreas y con recursos mineros estimados en 7.750 millones de toneladas a fin de año. Las reservas por su parte alcanzaron los 2.917 millones de toneladas de mineral de hierro.

Capacidad de redireccionamiento de negocios para mejorar márgenes: Ante escenarios desfavorables, CAP ha reestructurado sus negocios, como en su momento lo hizo con la Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. (CSH) cuando detuvo la producción de aceros planos, enfocándose en productos largos. Esto también se vio en el caso de Cintac S.A., que se vio reestructurado para enfocarse en los productos que generan mayor margen. Se crearon nuevas líneas de negocios que han significado una mayor diversificación de sus ingresos y flujos, orientándose a productos de mayor valor agregado, lo que ha

determinado que el EBITDA del segmento de procesamiento de acero haya exhibido un crecimiento de más de 95% entre 2015 y 2018.

Potencial de crecimiento de la demanda interna: Las compañías del *holding* se encuentran insertas en algunos mercados donde el uso del acero es aún escaso (en relación con economías más desarrolladas), lo que le permite contar con un alto potencial de crecimiento. De acuerdo a la Ilustración 1, los países en que se inserta la operación de la emisora aún presentan bajos niveles de consumo aparente de acero. Por lo tanto, al desarrollarse estas economías, habría espacio para un mayor consumo de hierro y acero.

Ilustración 1
Consumo Aparente de Acero Crudo per cápita y PIB per cápita. 2016³



Factores de riesgo

Alta correlación de las ventas con la actividad económica: El nivel de actividad de la compañía está directamente relacionado con la evolución de la producción de cada país. Esta dependencia hace vulnerable a la empresa a las oscilaciones de la actividad interna de los mercados nacionales, principalmente de Chile y China, con una participación del 41% y 31% de las ventas totales en 2018. Con esto, la ralentización de estas economías repercute directamente en el nivel de actividad de **CAP** y presiona a los niveles de caja de la compañía.

Sensibilidad a los precios internacionales: La compañía es especialmente sensible a los precios del hierro y el acero que han mostrado ser esencialmente volátil. Es así como CMP, a un mayor nivel de ventas el 2015 comparado con 2014, el EBITDA disminuyó un 41,1% debido a la importante reducción del precio internacional del hierro fino de 62% de pureza (precio de referencia), en donde en plazo de un año (entre

³ Fuente: COCHILCO, "Mercado Internacional del Hierro y del Acero", Diciembre 2017

diciembre de 2014 a diciembre de 2015), cayó del orden de los US\$ 70 a US\$ 40. Durante 2017, en tanto, la reducción en el tonelaje despachado fue más que compensado por los incrementos de precio. Durante 2018, el crecimiento de los precios no se tradujo en un incremento en las ventas, debido a un accidente en el puerto Guacolda II en el mes de noviembre de 2018 que interrumpió los despachos físicos. Con todo, se reconoce que dada la composición de la venta de la empresa, se obtiene un premio sobre el precio de referencia. Una consideración es el hecho de que dado el tamaño de la empresa y los bajos costos por escala y posicionamiento a los que puede acceder, el emisor está mejor posicionado para enfrentar escenarios de bajos precios en relación a numerosas empresas más pequeñas que participan del sector.

Entrada de nuevos competidores: Los buenos resultados en el negocio de procesamiento del acero y los bajos costos comparativos en el acero por parte de países con una mayor escala, podrían incentivar la entrada de nuevos operadores al mercado, aumentando la competencia y, posiblemente reduciendo los márgenes del negocio (ello en un análisis de largo plazo, por cuanto es un evento con muy baja probabilidad de ocurrencia en el corto plazo).

Elevada importancia de China dentro de la industria: China representa en torno al 51,3% de la producción de acero, con una producción de 928 millones de toneladas. Esta elevada importancia relativa permite que dicho país influya fuertemente en el precio de los productos (por ejemplo, al mantener la oferta de acero aun cuando se haya reducido la actividad económica, generando elevados excedentes en el mundo y presión a la baja de precios). En lo más reciente, sin embargo, esta tendencia se habría revertido, exhibiendo tanto el hierro como el acero aumentos en su cotización.

Concentración de ventas: China ha concentrado el 38% de las ventas de **CAP** en 2016, el 34% del 2017 y el 31% en 2018. Aun cuando se presenta una tendencia decreciente, los ingresos del emisor podrían verse reducidos significativamente ante eventuales restricciones que impusiera el gobierno de dicho país a las importaciones de hierro (en todo caso, a la fecha no existe ningún antecedente que permita visualizar una acción de tal naturaleza). También, como elemento negativo se incluye la elevada importancia de la construcción como sector demandante.

Repercusiones de proteccionismo en mercados mundiales: EEUU ha implementado una sobretasa arancelaria a la internación de productos de acero. El incremento de las barreras arancelarias del primer comprador de acero del mundo puede tener como impacto su desvío hacia los mercados internacionales, lo que podría redundar en una caída de su cotización, impactando de esta manera los ingresos de **CAP**.

Antecedentes Generales

Historia

Compañía de Acero del Pacífico S.A. fue creada en el año 1946, siendo inicialmente una empresa de propiedad mixta, conformada en un 53% por el sector privado, un 33% por la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y el 14% restante por la Caja Autónoma de Amortización de la Deuda Pública.

En el año 1950, se inauguró y se puso en Marcha la Plata Siderúrgica Huachipato para CAP Acero. Luego se incorporan actividades mineras como los yacimientos de hierros de El Algarrobo (1959) y El Romeral (1971) para CAP Minería, siendo este último el principal abastecedor de hierro de la siderúrgica. En 1978 se inauguró la Planta de Pellets de Huasco que es abastecido por la mina Los Colorados.

En 1981, la compañía se organiza y forma el Grupo de Empresas CAP, la cual posteriormente, en el año 1987 se privatizaría en un 100%, creándose de este modo formalmente el sector forestal a través de sus inversiones en Andinos S.A. y en la Sociedad Forestal Millalemu S.A. Luego, como una forma de enajenar económicamente los activos fijos de la compañía, se constituyó para su comercialización la inmobiliaria y constructora San Vicente Ltda.

En 1991, al diversificar su rubro pasa a llamarse **CAP S.A.**, en el año 2000 el grupo ingresa al negocio de Procesamiento de Acero con Novacero. En 2013 abre su primer centro de operaciones en Hong Kong, cuyo principal objetivo es potenciar sus negocios en Asia. Al año posterior, da inicio a las operaciones de la planta desalinizadora, la cual fue construida por CAP Matriz a través de su subsidiaria Aguas CAP.

Estructura del Grupo CAP

El grupo **CAP** se estructura principalmente en cuatro áreas de negocios:

- **CAP Minería:** Es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del Pacífico, concentrando sus operaciones en las regiones de Atacama y Coquimbo. Adicionalmente, la compañía extrae caliza desde Guarello, ubicada en la región de Magallanes y tiene una oficina comercial en Hong Kong.
La empresa comercializa hierro magnético o Premium de alta ley en forma de concentrados y pellets. Este producto cuenta con una ventaja respecto a los minerales hemáticos ya que contribuye a la sustentabilidad del proceso siderúrgico, requiriendo menor cantidad de materias primas y energía.
- **CAP Acero:** Desarrolla sus actividades a través de la compañía Siderúrgica Huachipato S.A., filial que tiene sus instalaciones en la ciudad de Talcahuano en la región del Biobío.
CAP Acero es una industria siderúrgica integrada, única en su tipo en Chile. Ello significa 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.
- **CAP Soluciones de Acero:** Área de negocios del Grupo CAP que ofrece soluciones de valor agregado para la construcción habitacional, industrial y de Infraestructura en Chile, Perú y Argentina. La integran las empresas Intasa S.A. y filiales (Tubos argentinos S.A. y Steel House do Brasil

Comercio Ltda.), Novacero S.A. y filiales; Cintac S.A. y sus filiales (Cintac S.A.I.C, Tubos y Perfiles Metálicos S.A. y Steel Building S.A.C.).

- **CAP Infraestructura:** Es el negocio más reciente el cual comprende a la compañía productora de agua desalinizadora Cleanairtech Sudamérica, la empresa de transmisión eléctrica Tecnocap S.A. y el Puerto las Losas S.A.

Propiedad y administración de CAP S.A.

Directorio y ejecutivos

A marzo de 2019, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Rodolfo Krause Lubascher	Presidente
Jorge Salvatierra Pacheco	Vicepresidente
Victor Toledo Sandoval	Director
Juan Rassmuss Raier	Director
Roberto De Andraca Adriasola	Director
Tadashi Omatoi	Director
Nobuyuki Ariga	Director

La administración de la compañía está conformada por los siguientes ejecutivos:

Nombre	Cargo
Erick Weber Paulus	Gerente General
Rodrigo Briceño Carrasco	Gerente General Cía. Siderúrgica Huachipato
Marcel Deprez Mateljan	Gerente Corporativo de Planificación y Control de Gestión
Carlos Pineda Westermeier	Gerente General Cía. Minera del Pacífico S.A.
Arturo Wenzel Alvarez	Gerente de Desarrollo y Nuevos Negocios
Stefan Franken Osorio	Fiscal
José Aguirre Silva	Gerente General Intasa S.A.
Javier Romero Madariaga	Gerente General Cintac. S.A.
René Camposano Larraechea	Gerente Corporativo de Tesorería

Nombre	Cargo
Raúl Gamonal Alcaíno	Gerente de Finanzas

Accionistas

Los doce mayores inversionistas de **CAP** marzo de 2019, clasificados de acuerdo al porcentaje de participación son los siguientes:

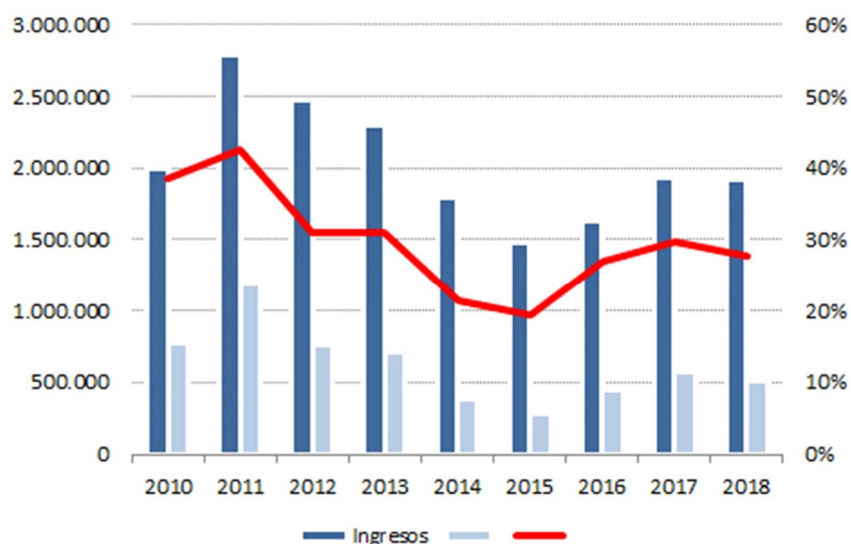
Accionistas	Porcentaje
Invercap S.A.	31,32%
M.C. Inversiones Ltda	19,27%
Itau-Corpbanca por Cta. De Inv. Extranjeros	6,17%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros CA	4,12%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	3,72%
Banco Santander Chile para Inv Extranjeros	2,61%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	2,27%
Fundación CAP	2,21%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	2,06%
Itau-Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	1,56%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	1,35%
South Pacific Investments S.A.	1,29%
Otros	22,05%

Análisis financiero

Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

Luego de su *peak* en 2011, los ingresos de **CAP** habían mostrado una tendencia decreciente, que se revierte a partir de 2016 y que se confirma durante 2017. El año 2018 se registra una caída anual de 0,8%, totalizando US\$1.917 millones. En tanto, el EBITDA exhibe una disminución de 7,41%, al totalizar US\$533 millones. De esta manera, durante 2018 el margen EBITDA alcanzó 27,8% (ver Ilustración 2).

Ilustración 2
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
(Miles de dólares y porcentaje. 2010-2018)

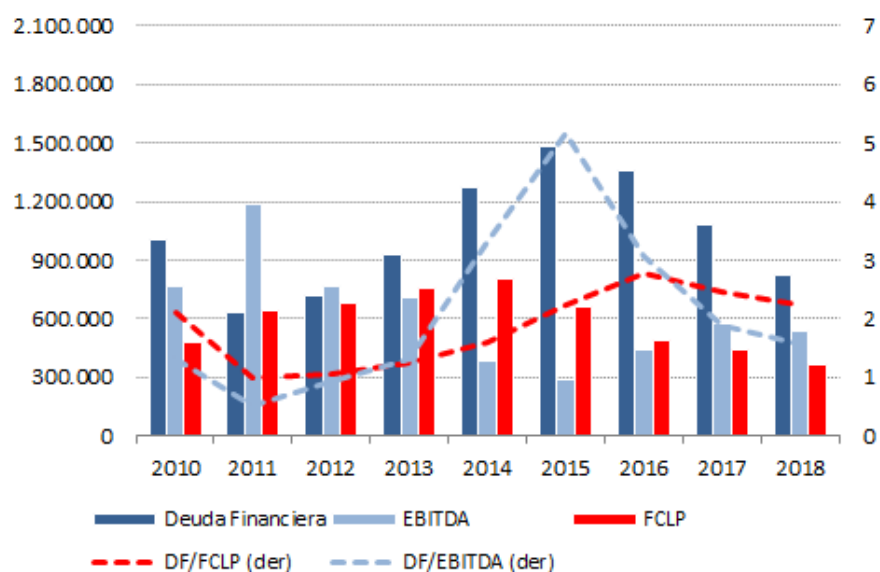


Evolución del endeudamiento y la liquidez

Hasta 2015 **CAP** había aumentado progresivamente sus niveles de endeudamiento, pasando desde una deuda financiera de US\$ 629,5 millones en el año 2011 a US\$ 1.478,8 millones en diciembre de 2015, significando así un incremento de 134,9% en dicho período. Los índices de deuda financiera sobre EBITDA siguen la misma trayectoria, pasando desde 0,9 a 1,3 veces entre 2012 y 2013, a 3,3 veces a 2014 y llegando a 5,2 veces a diciembre de 2015. Posteriormente, este indicador se redujo a 3,1 a diciembre de 2016, 1,9 veces en diciembre de 2017 y, en lo más reciente, a 1,6 a diciembre de 2019. En tanto la relación de la deuda financiera respecto del flujo de caja de largo plazo (FCLP⁴), calculado por **Humphreys**, ha mostrado –como cabría esperar– una mayor estabilidad en el tiempo y, por lo tanto, si bien ha tendido a subir, lo ha hecho en menor magnitud que la relación DF sobre EBITDA, llegando a diciembre de 2016 a un valor de 2,8, para posteriormente reducirse a 2,5 veces en diciembre de 2017 y 2,2 a fines de 2018 (ver Ilustración 3).

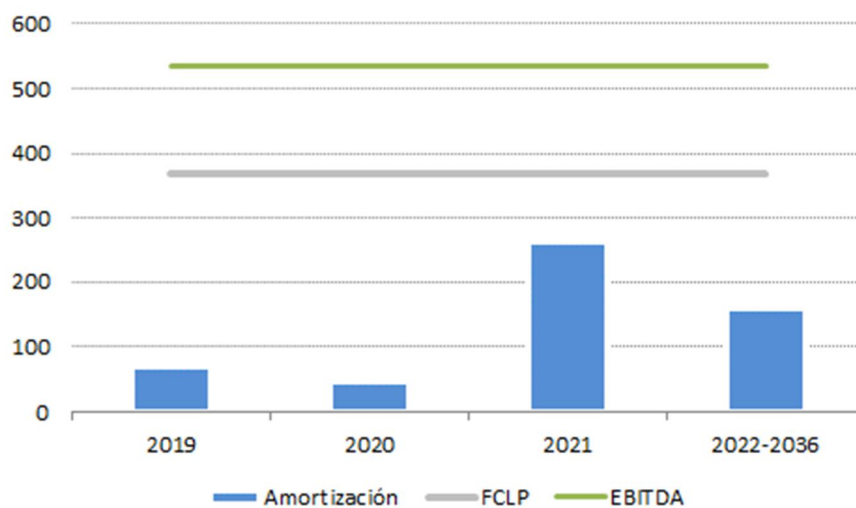
⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 3
Evolución Deuda Financiera
 (Miles de dólares y número de veces. 2010-2018)



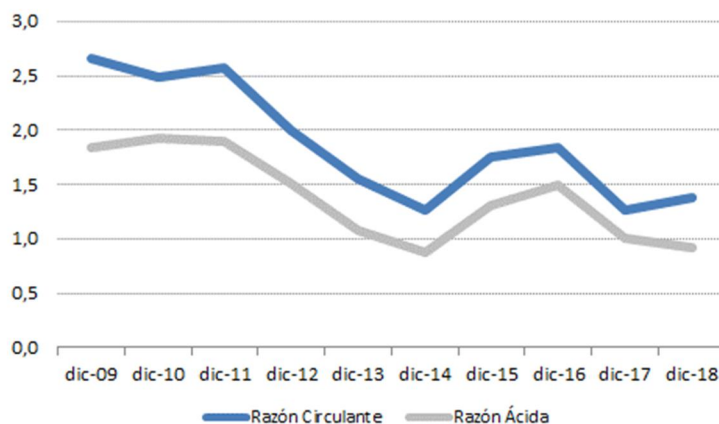
Con el FCLP calculado utilizando el más reciente escenario de precios, los flujos generados por la compañía serían capaces de cubrir con holgura su calendario de amortizaciones (ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Calendario de Vencimientos



La Ilustración 5 se puede apreciar la evolución de la liquidez de la compañía, medida como razón circulante y como razón ácida. Aun cuando las últimas observaciones presentan una reversión de los índices de liquidez, la razón circulante presenta un incremento respecto a lo registrado en diciembre de 2017, en tanto que la razón ácida se sitúa en valores ligeramente inferiores a la unidad.

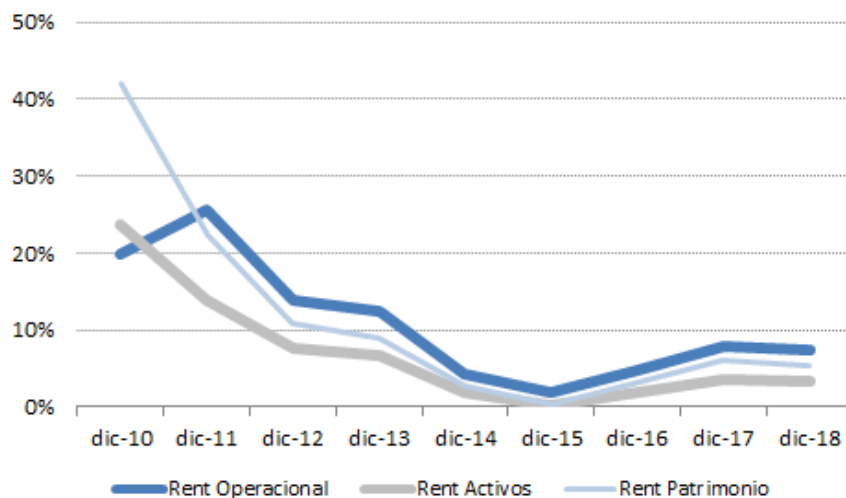
Ilustración 5
Razones de Liquidez



Evolución de la rentabilidad

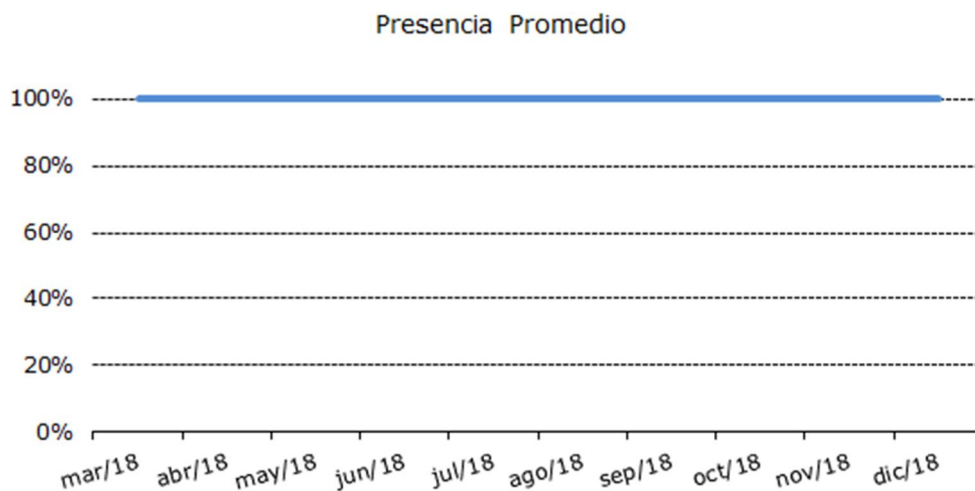
Siguiendo la misma trayectoria que los ingresos y las ganancias, con posterioridad a 2010, cuando la rentabilidad operacional, la de los activos y la del patrimonio alcanzaban, respectivamente, 19,7%, 21,7% y 41,9%, el rendimiento de la compañía exhibió un continuo descenso, que se revierte a contar de 2015. Al año móvil terminado en diciembre de 2018 estos indicadores de rentabilidad fueron, en el mismo orden, de 7,4%, 3,3% y 5,3%.

Ilustración 6
Rentabilidades



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2018, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200).



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".