



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Clasificación de un nuevo  
Instrumento**

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

**CAP S.A.**

Febrero 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categorías de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	AA- Estable
Otros instrumentos Líneas de bonos Acciones Tendencia	AA- Primera Clase Nivel 1 Estable
EEFF base	30 septiembre 2019

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 y 30 años.
Monto máximo	UF 6.000.000 cada una.
Moneda de emisión	UF o Pesos.
Representante de Tenedores de Bonos	Banco de Chile.
Uso de fondos	Los fondos se destinarán al refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales, independientemente de que estén expresados en moneda nacional o extranjera; y/o al financiamiento del programa de inversiones del emisor y/o sus filiales; y/o a otros fines corporativos generales del emisor y/o sus filiales.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Razón Activos libres de gravámenes / Total pasivo exigible <math>\geq</math> 0,5 veces.</li> <li>- Razón endeudamiento financiero neto / Patrimonio total <math>\leq</math> 1,2 veces.</li> <li>- Patrimonio total <math>\geq</math> US \$ 1.000 millones.</li> <li>- Cobertura de gastos financieros <math>\geq</math> 2 veces (hasta el 30-09-2020) y 2,5 veces (del 31-12-2020 en adelante)</li> </ul>
Prepago	Salvo que se indique lo contrario para una o más series en la respectiva escritura complementaria que establezca sus condiciones, el emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los bonos que se emitan con cargo a esta línea. Para el caso de aquellos bonos emitidos en unidades de fomento o pesos, y sin perjuicio de lo indicado en las respectivas escrituras complementarias se especificará si los bonos de la respectiva serie o sub-serie tendrán la opción de amortización extraordinaria.
Garantías	La emisión no contempla garantías, salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor, de acuerdo a los artículos 2.465 y 2.469 del Código Civil.

**Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS**

<b>M US\$</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>ene-sep 2019</b>
Ingresos de actividades ordinarias	1.789.755	1.475.260	1.635.606	1.931.645	1.917.134	1.229.759
Costo de ventas	-1.479.482	-1.285.470	-1.314.002	-1.456.340	-1.470.506	-1.084.611
Costo de distribución	-20.238	-19.591	-16.208	-15.832	-16.883	-13.586
Gastos de administración	-86.770	-82.262	-75.858	-90.344	-86.109	-66.583
Costos financieros	-69.615	-60.513	-80.958	-91.579	-78.142	-79.222
<b>Ganancia (Pérdida)</b>	<b>84.708</b>	<b>12.063</b>	<b>98.702</b>	<b>192.093</b>	<b>174.466</b>	<b>-6.261</b>
EBITDA	381.033	286.546	442.643	575.962	533.273	193.493

**Balance General Consolidado IFRS**

<b>M US\$</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>dic-18</b>	<b>sep-19</b>
Activos Corrientes	1.167.746	1.259.528	1.377.889	1.343.961	1.198.596	1.246.466
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	131.156	227.734	224.238	295.338	194.789	214.733
Activos No Corrientes	4.577.261	4.449.013	4.252.452	4.206.340	4.142.889	4.231.103
<b>Total Activos</b>	<b>5.745.007</b>	<b>5.708.541</b>	<b>5.630.341</b>	<b>5.550.301</b>	<b>5.341.485</b>	<b>5.477.666</b>
Pasivos Corrientes	926.675	717.542	750.615	1.065.360	872.839	1.010.707
Pasivos No Corrientes	1.658.675	1.830.221	1.701.890	1.221.149	1.126.390	1.142.863
Pasivos Totales	2.585.350	2.547.763	2.452.505	2.286.509	1.999.229	2.153.570
Patrimonio total	3.159.657	3.160.778	3.177.836	3.263.792	3.342.256	3.324.096
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>5.745.007</b>	<b>5.708.541</b>	<b>5.630.341</b>	<b>5.550.301</b>	<b>5.341.485</b>	<b>5.477.666</b>
Deuda Financiera	1.269.980	1.478.787	1.357.044	1.077.928	827.514	918.168

## 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 e infraestructura. El principal accionista de la sociedad es Invercap S.A., con un 31,32% de la propiedad, seguido por Mitsubishi Corporation con el 19,27%.

**CAP**, de manera consolidada, obtuvo a septiembre de 2019 ingresos por US\$ 1.229,8 millones, un EBITDA por US\$ 193,5 millones y una pérdida por US\$ 6,3 millones. Los ingresos aportados por las áreas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura", representaron el 44,6,0%, 27,6%, 22,8% y 4,9%, respectivamente. Sin embargo, "Minería" es quien aporta 86,6% del EBITDA con su empresa Compañía Minera del Pacífico S.A. (CMP). Su deuda financiera al tercer trimestre del año 2019 era de US\$ 918,2 millones, para un patrimonio de US\$ 3.324,1 millones.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de dos nuevas líneas de bonos por parte de **CAP**, a 10 y 30 años, por un monto máximo de colocación de UF 6 millones cada una. Los fondos provenientes de la colocación de los bonos correspondientes a estas líneas se destinarán al refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo del emisor y/o sus filiales, y/o al financiamiento del programa de inversiones del emisor y/o sus filiales; y/o a otros fines corporativos generales del emisor y/o sus filiales.

Dentro de las fortalezas que fundamentan la clasificación de las líneas 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. 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 alcanzaba los 2.917 millones de toneladas a diciembre de 2018, 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 con los últimos años, lo cual la ha llevado a asumir una estrategia de control de gastos y mayor focalización en productos de mayor margen.

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 el 37,3% de los ingresos de la compañía a septiembre de 2019. 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. En consideración de lo anterior, esta clasificadora monitoreará los posibles efectos de una “guerra comercial” entre USA y China.

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 estos, pero se reconoce que esta volatilidad es consustancial a la naturaleza de la industria.

Finalmente se reconoce que la compañía ha obtenido resultados negativos durante el año 2019 producto, principalmente, de la indisponibilidad de los servicios de carguío en el puerto Guacolda II de CAP Minería (CMP), que reinició sus operaciones durante el último mes del año 2019. No obstante, en opinión de **Humphreys** los menores resultados corresponden a un hecho excepcional y no reflejan la capacidad de generación de flujos de la empresa en el futuro.

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. Cabe señalar que bajo un escenario con precios del hierro más elevados, se esperaría un incremento en las utilidades y generación de flujo del emisor; no obstante, tal situación, por sí sola, no implicaría un alza en la clasificación de riesgo de los títulos de deuda por cuanto la evaluación de **Humphreys**, esencialmente con una visión de largo plazo, ya recoge la volatilidad de los ingresos de la compañía.

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.

La tendencia de la categoría de riesgo se califica “*Estable*” por cuanto no se espera que en el corto plazo se sucedan hechos que afecten significativamente la capacidad de pago de la compañía.

## 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 2018

Durante 2018 los ingresos de **CAP** llegaron a US\$ 1.917 millones, derivados de las ventas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura" que, sin descontar las transacciones intercompañías, fueron de US\$ 1.045 millones, US\$ 561 millones, US\$ 384 millones y US\$ 79 millones, respectivamente.

Los costos de venta fueron de US\$ 1.471 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 446,6 millones, es decir, un 23,3% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 86,1 millones y el resultado operacional de US\$343,6 millones que, como proporción de las ventas, alcanzó el 17,9%.

### Resultados enero-septiembre 2019

A septiembre 2019 los ingresos de la compañía llegaron a US\$ 1.230 millones, lo que significó una disminución de 15,8% en relación con mismo período de 2018. Por áreas de negocio, sin descontar las transacciones intercompañías, los ingresos de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura" fueron de US\$ 589 millones, US\$ 364 millones, US\$ 301 millones y US\$ 64 millones, los cuales variaron en -27,3%, -13,5%, +1,7% y +9,8%, respectivamente, en relación con el periodo enero-septiembre de 2018 (efecto, como ya se mencionó, del siniestro que afectó a puerto Guacolda II).

Durante los tres primeros trimestres del año 2019 los costos de venta fueron de US\$ 1.085 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 145,1 millones, con una caída de 132%, pasando del 23,1% al 11,8% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración llegaron a US\$ 66,6 millones, aumentando en 6,8% con respecto a igual periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional exhibió una fuerte caída, desde los US\$134,9 millones de ganancia obtenidos a septiembre de 2018 a una pérdida de US\$6,3 millones para el periodo en análisis, debido principalmente a la disminución de un 40,8% en los despachos físicos de la filial CAP Minería, llegando a 6.517 MTM, aun cuando el precio promedio de la mezcla de productos despachados fue mayor en 22,6% alcanzando US\$ 87,9 por TM y, en segundo lugar, por la disminución de 6,5% a US\$ 661,3 por TM en el precio promedio, sumado a una disminución de 9,0% en el tonelaje despachado, a 509.637 TM de la filial CAP Acero.

## 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.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl) en la sección Corporaciones – Bonos.*

*"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."*