

Por solvencia y capacidad de desenvolverse en un mercado altamente competitivo

Humphreys clasifica en "Categoría AA-" títulos de deuda de CAP S.A.

Santiago, 27 de mayo de 2015. **Humphreys** acordó clasificar tanto el bono Serie F, como las líneas de bonos de **CAP S.A. (CAP)** en "Categoría AA-", con tendencia "Estable", mientras que las acciones se clasifican en "Primera Clase Nivel 1" con tendencia "Estable".

Es importante señalar que desde la perspectiva de **Humphreys**, los ciclos propios de la industria y de la economía afectan en forma recurrente los precios del hierro y del acero, tanto positiva como negativamente; de tal manera que se tendrán períodos de precios muy elevados (por ejemplo 2010-2014) y otros con precios muy reducidos (por ejemplo, a principio de la década pasada y lo observado en los últimos meses). Por ello, la categoría de riesgo no puede estar determinada por la relación entre deuda financiera y resultados de un año en particular; requiriendo el análisis una perspectiva de largo plazo.

Dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de los títulos de deuda en "Categoría AA-" destaca la alta capacidad mostrada por la compañía para desenvolverse en un mercado competitivo (abierto) y en diferentes escenarios económicos, incluidos crisis mundiales y, como en 2002, con un precio del hierro históricamente bajo. Asimismo, los estados financieros de marzo de 2015 reflejan la adecuada reacción mostrada por el emisor a la abrupta baja que comenzó a experimentar el precio del metal desde mediados del año 2014 y, particularmente, en el último semestre. Desde esta perspectiva, se reconoce la competitividad de la empresa, lo cual no inhibe el hecho que los resultados de la sociedad se tienen que resentir ante la caída en los precios.

Otra fortaleza que sustenta la clasificación de **CAP** dice relación con sus reservas de mineral de hierro, que alcanzan las 2.214 millones de toneladas, dando 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 70% de las ventas de Compañía Minera del Pacífico S.A. (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. También es importante señalar que del CAPEX de US\$ 450 millones en 2014, no más de US\$ 60 millones corresponden a mantenciones, lo cual genera un importante margen para reducir este flujo en caso de ser necesario (a estos se pueden sumar los US\$ 33 millones utilizados en gastos de exploración).

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 compañía¹. Por ello, para enfrentar ciclos de precios reducidos, la administración es activa en mantener líneas de créditos abiertas con diferentes entidades bancarias.

¹ Importante es señalar que, para efectos de proyecciones, se trabajó sobre la base de un precio de largo plazo de US\$ 60 la tonelada métrica de hierro y US\$ 630 la de acero.

Adicionalmente, la categoría de riesgo recoge la alta concentración del destino de las exportaciones de **CAP**, donde China representó aproximadamente el 64,0% de las ventas al exterior y el 34,6% de los ingresos de la compañía durante 2014.

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).

Con todo, y coyunturalmente, la industria está enfrentando un exceso de oferta que debiera mantener los precios distantes de lo observado en el período 2010-2013 e inicio de 2014.

La tendencia de clasificación de los títulos de deuda se mantiene en "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía. La perspectiva 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 (y que la compañía ha demostrado su capacidad de adaptación a esta volatilidad).

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 marzo de 2015.

CAP S.A., 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, recientemente, en el área de 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%.

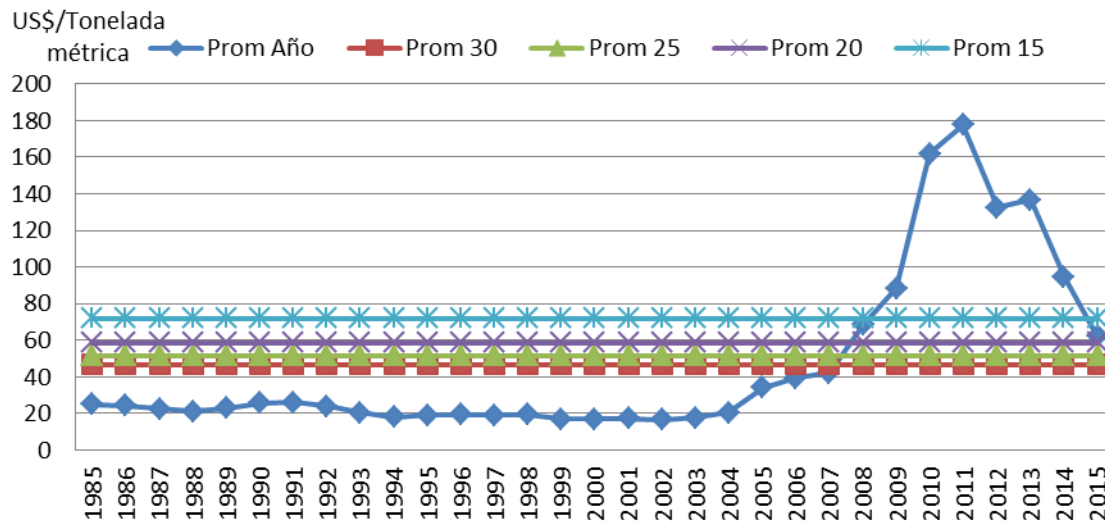
CAP, de manera consolidada, obtuvo en 2014 ingresos por 1.789,8 millones, una ganancia por US\$ 84,7 millones y EBITDA por US\$ 381,0 millones. Considerando el ejercicio del primer trimestre de 2015, alcanzó ingresos por US\$ 369,3 millones, ganancias de US\$ 12,9 millones (de los cuales US\$ 7,3 millones son atribuibles a los propietarios de la controladora) y un EBITDA de US\$ 89,1 millones. Los ingresos aportados por las áreas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura", representaron el 37%, 31%, 25% y 7%, respectivamente. Sin embargo, "Minería" es quien aporta 80% del EBITDA con su empresa CMP. Su deuda financiera al 31 de marzo de 2015 era de US\$ 1.369,7 millones, para un patrimonio de US\$ 3.162,5 millones.

A continuación se muestra el comportamiento del precio del hierro², corregido por la inflación de Estados Unidos, para los últimos 30 años. Del gráfico se desprende que los niveles de precios registrados en el lustro 2010-2014 son comparativamente elevados y, por ende, era altamente predecible que pudiera experimentar una baja, aun comprendiendo que la estructura del mercado ha variado en el tiempo (en efecto, en la medida que se reduce el período para el cálculo del precio promedio, se evidencia un alza en el mismo).

Sin desconocer que el nivel de precio afecta el valor de la empresa y sus resultados finales, la clasificación de los bonos de **CAP** en "*Categoría AA*" refleja la capacidad de largo plazo del emisor para responder al pago de sus obligaciones, el cual incluye períodos de elevada generación de caja y otros en donde es necesario ajustar sus gastos, en la medida que estos ajustes no afecten la operación de la compañía, y fortalecer la liquidez (y disposición de líneas de créditos) para enfrentar ciclos menos favorables, tal como está sucediendo en la actualidad.

² Fuente precios mensuales: IndexMundi. La corrección de los precios por el IPC de EEUU y el cálculo de los promedios anuales es responsabilidad de **Humphreys**.

Precio Hierro



Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Ignacio Peñaloza F.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: ignacio.penaloza@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 - Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200- Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".