



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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

CAP S.A.

Abril 2018

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
Líneas de bonos	A+
Tendencia	Favorable¹
Acciones (CAP)	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2017

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 434 de 14.09.2005
Serie F (BCAPS-F)	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 435 de 14.09.2005
Línea de bonos	Nº 591 de 11.06.2009
Línea de bonos	Nº 592 de 11.06.2009

Estado de Resultados Consolidado, cuentas seleccionadas IFRS					
M US\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ingresos de actividades ordinarias	2.304.739	1.789.755	1.475.260	1.635.606	1.931.645
Costo de ventas	-1.598.710	-1.479.482	-1.285.470	-1.314.002	-1.456.340
Costo de distribución	-28.680	-20.238	-19.591	-16.208	-15.832
Gastos de administración	-116.336	-86.770	-82.262	-75.858	-90.344
Costos financieros	-40.560	-69.615	-60.513	-80.958	-91.579
Ganancia (Pérdida)	282.238	84.708	12.063	98.702	192.093
EBITDA	712.091	381.033	286.546	442.643	575.962

¹ Tendencia anterior: "Estable"

Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Activos Corrientes	1.355.601	1.167.746	1.259.528	1.377.889	1.343.961
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	111.193	131.156	227.734	224.238	295.338
Activos No Corrientes	4.335.891	4.577.261	4.449.013	4.252.452	4.206.340
Total Activos	5.691.492	5.745.007	5.708.541	5.630.341	5.550.301
Pasivos Corrientes	873.988	926.675	717.542	750.615	1.065.360
Pasivos No Corrientes	1.579.812	1.658.675	1.830.221	1.701.890	1.221.149
Pasivos Totales	2.453.800	2.585.350	2.547.763	2.452.505	2.286.509
Patrimonio total	3.237.692	3.159.657	3.160.778	3.177.836	3.263.792
Patrimonio y Pasivos, Total	5.691.492	5.745.007	5.708.541	5.630.341	5.550.301
Deuda Financiera	931.531	1.269.980	1.478.787	1.357.044	1.077.928

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 2017 ingresos por US\$ 1.932 millones, una ganancia por US\$ 192 millones y EBITDA por US\$ 576 millones. Los ingresos aportados por las áreas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura", representaron el 56%, 24%, 17% y 4%, respectivamente. Sin embargo, "Minería" es quien aporta 84% del EBITDA con su empresa Compañía Minera del Pacífico S.A. (CMP). Su deuda financiera al 30 de diciembre de 2017 era de US\$ 1.078 millones, para un patrimonio de US\$ 3.264 millones.

El cambio de tendencia de clasificación de las líneas de bonos y bono serie F, responde al incremento en la capacidad de generación de flujos de la compañía, que ha significado una caída en los indicadores de endeudamiento relativo, 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 los instrumentos de oferta pública en “*Categoría A+*” 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 2017 reflejan la recuperación 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 37% de los gastos de distribución y de 24% de los gastos de administración en el período 2012-2017. 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 2.810 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 55% 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 2016 un CAPEX de US\$ 99 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 66% de las ventas de mineral de hierro y el 34% de los ingresos de la compañía durante 2017. 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 perspectiva 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 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 2017.

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 2017

Durante 2017 los ingresos de **CAP** llegaron a US\$ 1.932 millones, lo que significó un crecimiento de 18,1% en relación al mismo período de 2016. Por áreas de negocio, las ventas de “Minería”, “Acero”, “Soluciones en acero” e “Infraestructura” fueron de US\$ 1.140 millones, US\$ 481 millones, US\$ 338 millones y US\$ 80 millones, respectivamente, con variaciones anuales de 20,1%, 19,2%, 17,9% y 3,2%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron un incremento de 10,8%, llegando a US\$ 1.456 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 475 millones, con un crecimiento de 47,8%, pasando del 19,7% al 24,6% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 90,3 millones, incrementándose de ese modo en 19,1% con respecto a igual periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional exhibió un aumento de más de 64%, totalizando US\$361,9 millones, que como proporción de las ventas, alcanzó el 18,7%, contra el 13,5% de un año atrás.

Los ingresos del segmento minero se incrementaron en 20,1%, influidos por un incremento en el precio del hierro, el cual registró un incremento de 24,8% que más que compensó la caída en las toneladas despachadas. Este mayor precio se debe, en parte, por la mayor demanda de materias primas por parte de China; en tanto que el acero exhibió un aumento de 21,4% en el precio promedio, así como una expansión de 1,3% de los despachos físicos.

En tanto, el segmento de procesamiento de acero muestra un incremento de 17,9% en sus ingresos, debido al efecto conjunto de una caída de un incremento de 7,1% del precio promedio así como un incremento del tonelaje despachado.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible a 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 menor 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 Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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 2017, las ventas físicas alcanzaron 16.135 mil toneladas de mineral de hierro, 729 mil toneladas de productos largos y 368 mil toneladas de procesados de acero, lo que representa alrededor de 1% de la producción mundial de hierro. En 2017, la compañía cuenta con 415 mil hectáreas para concesiones mineras de explotación del país, teniendo aún 18 mil hectáreas disponibles para exploración.

Dispone de seis 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 1,26 veces, y un patrimonio de US\$ 3.264 millones a diciembre de 2017. 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 55% de las ventas de CAP 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\$ 72 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 2017, CAP cuenta con 18 mil hectáreas de concesiones disponibles para la exploración. En términos de concesiones explotadas, cuenta con 415 mil hectáreas y con recursos mineros estimados en 7.645 millones de toneladas a fin de año. Las reservas por su parte alcanzaron los 2.810 millones de toneladas de mineral de hierro, haciendo factible la operación por un par de años.

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, medida con la que paulatinamente se han ido reduciendo las pérdidas de esta compañía, llegando a

obtener un EBITDA positivo a finales de 2013, luego de varios períodos con flujos negativos. 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 creó una nueva área de negocios de infraestructura, la que, según la emisora, tendría buenas proyecciones de generación de caja.

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 datos de la World Steel Association, en 2014 Chile superó apenas los 168 kg. de consumo per cápita aparente, que frente a los 331 kg. de EE.UU o los 217 kg. que promedió el mundo, demuestran que hay una importante brecha por cubrir. En Perú en tanto el consumo per cápita aparente apenas llega a los 98 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es que la producción de acero mundial en los últimos diez años ha crecido en torno al 60%.

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 38% y 34% de las ventas totales en 2017. 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 contra el de 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 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. Pese a lo anterior, 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: En el mercado del acero, China representa en torno al 47% de la demanda mundial y, aproximadamente, el 50% de la producción de acero, con una producción de 832 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: El 38% de las ventas de **CAP** en 2016 y el 34% del 2017. Por ello 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 antecedentes 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: Recientemente, 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

En el año 1946, bajo la presencia de don Juan Antonio Ríos se creó la **Compañía de Acero del Pacífico S.A.**, 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.

Finalmente, en el año 2015 los despachos de la compañía Minera del Pacífico S.A. alcanzaron un nuevo record llegando a 14 millones 327 mil toneladas.

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 Guarelo, 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 Procesamiento 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 Cintac S.A. con sus filiales Cintac S.A.I.C, Instapanel S.A. y Tupemesa S.A. e Intasa, con su filial Tubos Argentinos S.A.
- **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 diciembre de 2017, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Fernando Reitich Sloer	Presidente
Rodolfo Krause Lubascher	Vicepresidente
Victor Toledo Sandoval	Director
Eduardo Frei Bolivar	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
Arturo Wenzel Alvarez	Gerente de Desarrollo y Nuevos Negocios
Rodrigo Briceño Carrasco	Gerente de Planificación y Gestión
Stefan Franken Osorio	Fiscal
María Elena Sanz Ibarra	Gerente de Sustentabilidad y Recursos Humanos
Andrés del Sante Scroggie	Gerente de Control Interno
René Camposano Larraechea	Gerente Corporativo de Tesorería
Raúl Gamonal Alcaíno	Gerente de Finanzas

Accionistas

Los doce mayores inversionistas de **CAP** al 31 de diciembre de 2017, clasificados de acuerdo al porcentaje de participación son los siguientes:

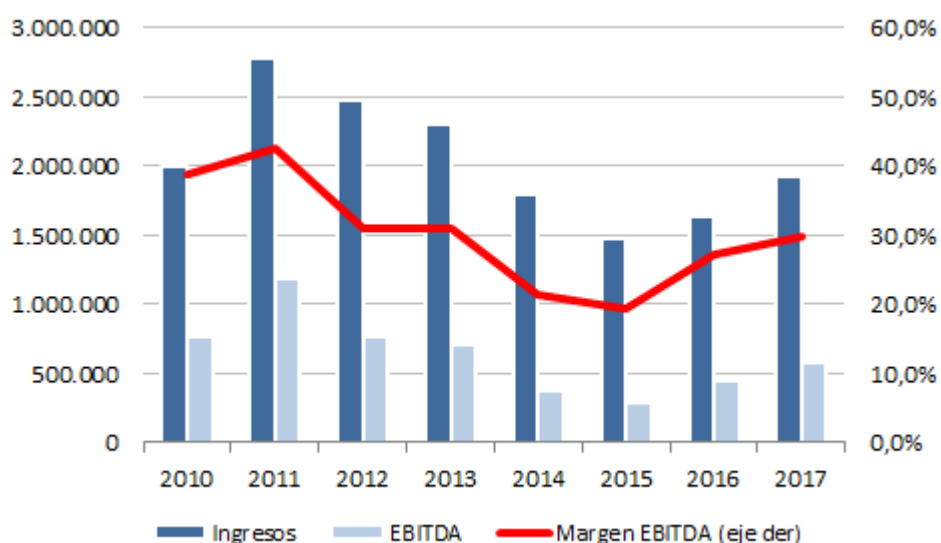
Accionistas	Porcentaje
Invercap S.A.	31,32%
Mitsubichi Corporation	19,27%
Itau-Corpbanca por Cta. De Inv. Extranjeros	4,80%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros CA	4,17%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	3,55%
Fundación CAP	2,21%
Banco Santander Chile para Inv Extranjeros	2,17%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	2,15%
BCI Corredores de Bolsa S.A	2,10%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,81%
Itau-Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	1,57%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	1,34%
Otros	23,54%

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. Durante el año pasado las ventas alcanzaron US\$1.932 millones, lo que representa un incremento interanual de 18,1%. En tanto, la generación de EBITDA se incrementa sobre 30%, al totalizar más de US\$576 millones. De esta manera, durante 2017 el margen EBITDA alcanzó 29,8% (ver Ilustración 1).

Ilustración 1
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
(Miles de dólares y porcentaje. 2010-2017)

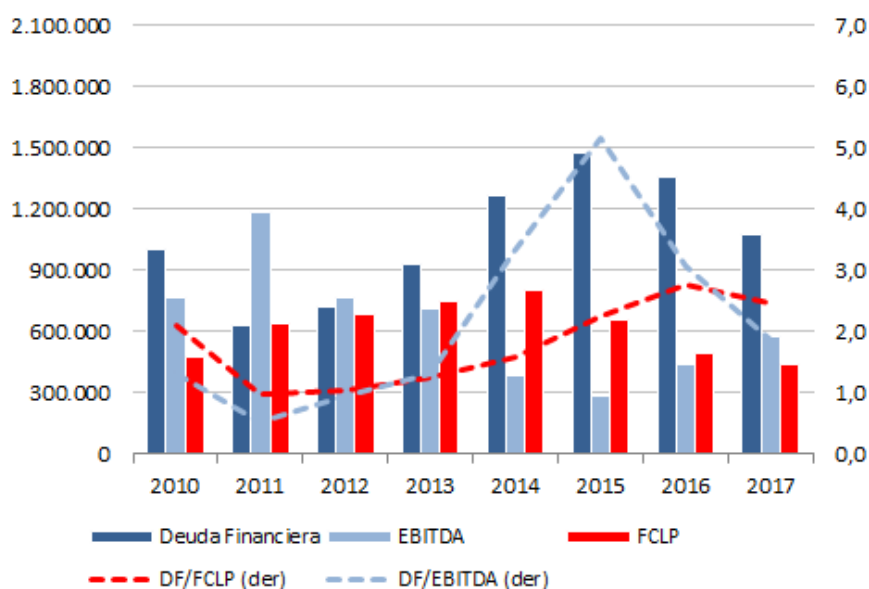


Evolución del endeudamiento y la liquidez

Hasta 2015 **CAP** había aumentado progresivamente los 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, para reducirse a 3,1 a diciembre de 2016 y 1,9 veces en diciembre de 2017. En tanto la relación de la deuda financiera con el flujo de caja de largo plazo (FCLP²), 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.

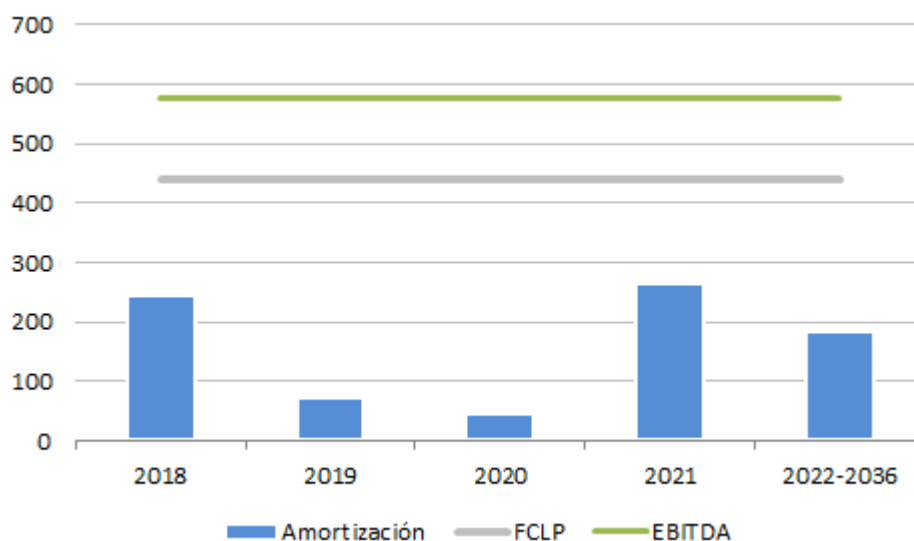
² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 2
Evolución Deuda Financiera
 (Miles de dólares y número de veces. 2010-2017)

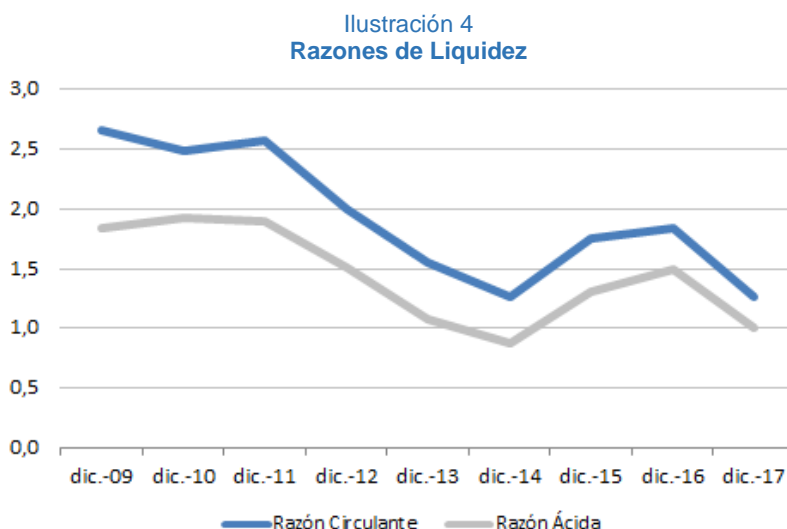


Con el FCLP calculado utilizando el más reciente escenario de precios, los flujos generados por la compañía serían capaces de cubrir con holgura su calendario de amortizaciones (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Calendario de Vencimientos

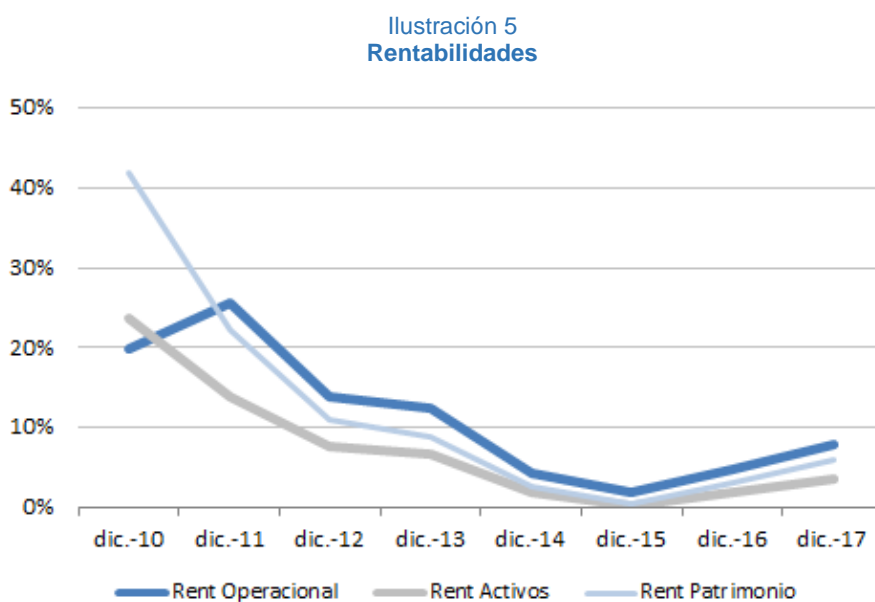


La Ilustración 4 se puede apreciar la evolución de la liquidez de la compañía, medida como razón circulante y como razón ácida. Aun cuando las últimas observaciones presentan una reversión de los índices de liquidez, éstos aún se encuentran en valores iguales o superiores a la unidad.



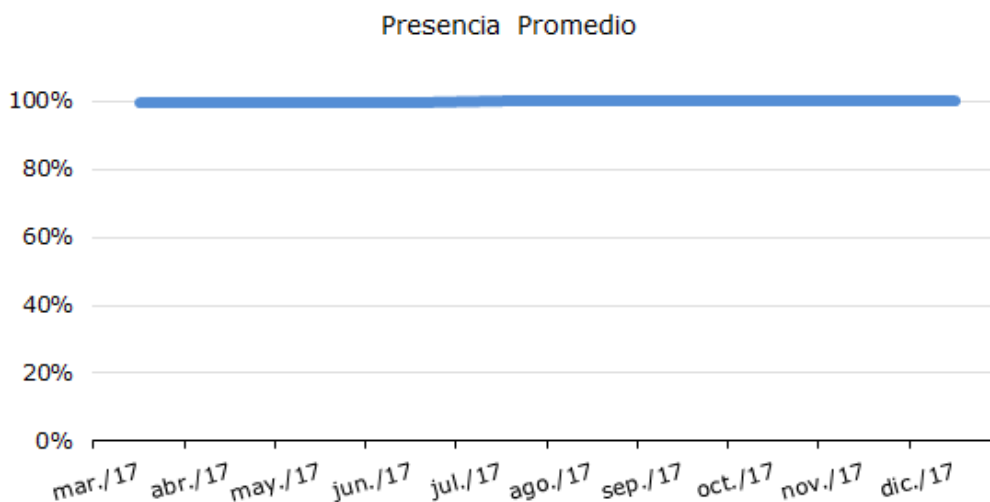
Evolución de la rentabilidad

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 al 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 2017 estos indicadores de rentabilidad fueron, en el mismo orden, de 7,7%, 3,6% y 6,0%.



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2017, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200).



Características de los instrumentos de deuda

Covenants línea de bonos N° 434, Serie F		
	Límite	31/12/2017
Total Pasivos Financieros Netos / Patrimonio Total	Menor o igual a 1,2 veces	0,11 veces
Total patrimonio	Mayor a US\$550 millones	US\$ 3.264 millones
Generación de Caja Consolidada / Gastos Financieros Consolidados Netos	Mayor o igual a 2,5 veces	7,55 veces
Activos Libres de Gravámenes / Pasivos Exigibles	Mayor a 0,5 veces	2,17 veces

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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".