



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 2016

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+ ¹
Tendencia	Desfavorable ²
Acciones	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2015

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-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Ingresos de actividades ordinarias	2.787.033	2.470.003	2.304.739	1.789.755	1.475.260
Costo de ventas	-1.644.586	-1.762.294	-1.598.710	-1.479.482	-1.285.470
Costo de distribución	-22.060	-24.935	-28.680	-20.238	-19.591
Gastos de administración	-140.913	-119.504	-116.336	-86.770	-82.262
Costos financieros	-89.044	-49.529	-40.560	-69.615	-60.513
Ganancia (Pérdida)	630.194	330.751	282.238	84.708	12.063
EBITDA	1.184.502	767.685	711.978	381.033	286.546

¹ Clasificación anterior: AA-

² Tendencia anterior: Estable.

Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Activos Corrientes	1.984.602	1.705.910	1.355.601	1.167.746	1.259.528
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	133.467	295.297	111.193	131.156	227.734
Activos No Corrientes	2.788.024	3.456.933	4.335.891	4.577.261	4.449.013
Total Activos	4.772.626	5.162.843	5.691.492	5.745.007	5.708.541
Pasivos Corrientes	772.812	857.280	873.988	926.675	717.542
Pasivos No Corrientes	1.029.388	1.197.153	1.579.812	1.658.675	1.830.221
Pasivos Totales	1.802.200	2.054.433	2.453.800	2.585.350	2.547.763
Patrimonio total	2.970.426	3.108.410	3.237.692	3.159.657	3.160.778
Patrimonio y Pasivos, Total	4.772.626	5.162.843	5.691.492	5.745.007	5.708.541
Deuda Financiera	629.548	718.685	931.531	1.269.980	1.478.787

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 2015 ingresos por 1.475 millones, una ganancia por US\$ 12 millones y EBITDA por US\$ 286,5 millones. Los ingresos aportados por las áreas de "Minería", "Acero", "Soluciones en acero" e "Infraestructura", representaron el 42%, 28%, 24% y 5%, respectivamente. Sin embargo, "Minería" es la que aporta 64% del EBITDA con su empresa Compañía Minera del Pacífico S.A. (CMP). Su deuda financiera al 30 de diciembre de 2015 era de US\$ 1.478,8 millones, para un patrimonio de US\$ 3.160,8 millones.

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 existirán períodos de precios muy elevados (por ejemplo 2010-2014) y otros muy reducidos (por ejemplo, a principios 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.

Sin perjuicio de lo anterior, y no obstante que los riesgos considerados en el proceso de evaluación y, por ende, en la nota crediticia asignada al emisor, ya incorporaban la volatilidad de los precios del acero y la importancia de China como cliente de CAP, el cambio de clasificación desde “Categoría AA-” a “Categoría A+” obedece a la constatación palmaria de que el accionar de China, principal productor y comprador de hierro, ha generado importantes excedentes del producto, los que, por una parte, presionan a la baja en el precio y, por otra, evitan que la oferta y demanda se ajuste en forma análoga a lo esperado en mercados menos concentrados y más eficientes. Bajo este contexto, es posible esperar que la baja en el precio quede principalmente determinada por efecto del desempeño de un agente en particular y no por las condiciones de mercado, lo cual influye directa y negativamente en la rentabilidad de CAP.

Lo anterior ha tenido como consecuencia un incremento en la deuda financiera de la sociedad emisora. Aun cuando se reconoce que esta política ha permitido incrementar la liquidez del emisor, estas acciones dan cuenta de la dificultad que enfrentan las empresas que operan en mercados excedentarios, cuyos desequilibrios se originan en compañías que no necesariamente se encontrarían operando bajo criterios de maximización de utilidades. De esta forma, los estados financieros de diciembre de 2015 reflejan la 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.

En tanto, la tendencia se modifica desde “Estable” a “Desfavorable” por la expectativa de que acciones individuales de un agente del mercado, al no operar bajo el criterio de rentabilidad, mantengan los actuales niveles de precio.

Con todo, cabe señalar que, no obstante la baja en la clasificación de riesgo, **CAP** mantiene una adecuada capacidad de pago de su deuda, lo cual queda refrendado por los excedentes positivos obtenidos en un escenario particularmente adverso. 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 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 han resentido 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 2.723 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 70% 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 ha disminuido. La tasa de inversión ha seguido un ritmo más lento, alcanzando el 2015 un CAPEX de US\$ 60 millones, los cuales corresponden principalmente a mantenciones.

Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo se encuentran la alta volatilidad del precio del hierro y del acero y, por otra parte, la sensibilidad de la compañía al desempeño de la actividad de la economía, variables que en el largo plazo implican una alta movilidad a los resultados de la compañía³. Por ello, para enfrentar ciclos de precios reducidos, la administración impulsa 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**, en los que China representó aproximadamente el 50,3% de las ventas al exterior y el 27% de los ingresos de la compañía durante 2015.

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 (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 inicios de 2014. Adicionalmente, se agrega que la importancia de China, tanto como producto como demandante, otorga a las decisiones de este país una influencia determinante en el precio del acero, pudiendo acentuar y prolongar los ciclos de baja.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que la compañía consolide su operación bajo el nuevo escenario de precios, ajuste sus costos 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 99,9% a abril de 2015.

³ Importante es señalar que, para efectos de proyecciones, se trabajó sobre la base de un precio de largo plazo de US\$ 40 la tonelada métrica de hierro y US\$ 590 la de acero.

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 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 2015

Durante el 2015, los ingresos de **CAP** llegaron a US\$ 1.475,2 millones, lo que significó una disminución de 17,6% en relación al mismo período del año anterior. Por áreas de negocio, las ventas de “Minería”, “Acero”, “Soluciones en acero” e “Infraestructura” fueron de US\$ 662,0 millones, US\$ 442,9 millones, US\$ 373,7 millones y US\$ 82,2 millones, respectivamente, con variaciones anuales de -9,7%, -19,3%, -3,5% y 135%, en el mismo orden.

Los costos de venta experimentaron una disminución de 13,1%, llegando a US\$ 1.285,5 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a US\$ 189,8 millones, con una disminución de 38,8%, pasando del 17,3% al 12,9% de las ventas totales.

Por su parte, los gastos de administración fueron de US\$ 82,3 millones, disminuyendo de ese modo en 5,2% con respecto a igual periodo del año anterior. Con ello, el resultado operacional tuvo una baja de 51,2%, alcanzando los US\$ 81,9 millones, con lo que, como proporción de las ventas, alcanzó el 5,6%, contra el 9,4% de un año atrás.

Los ingresos se vieron fuertemente afectados por una caída de los precios del hierro y del acero, donde llegaron a niveles promedio de precios de venta de US\$ 48,8 y US\$ 569,2 la tonelada métrica,

respectivamente, siendo que en 2014 se promedió US\$ 72,7 y US\$ 783,0, cada una. Los precios se vieron afectados por un conjunto de factores. Por un lado, hubo un fuerte incremento de la oferta mundial, especialmente en Australia y Brasil, y, por otro lado, la contracción de la economía china tuvo como consecuencia una disminución de la demanda por estos *commodities*.

Por su parte, los negocios de la nueva área, CAP Infraestructura, la planta desalinizadora de Cleanairtech S.A. y las líneas de transmisión han empezado a generar importantes ingresos, del orden de los US\$ 82 millones al 31 de diciembre de 2015, reflejando aumentos de un 135% respecto del año 2014.

Durante el mes de mayo del año pasado se efectuó la venta de terreno de Tupemesa por un valor de MUS\$2.829, y en agosto, la venta de la planta de Santa Marta por un valor de MUS\$ 2.452.; Ambos valores representan el ingreso final que se obtuvo por la venta de los terrenos descontando todos los costos relacionados con la venta del inmueble como por ejemplo: los gastos notariales, traslado de máquinas, entre otros.

Por otra parte, mensualmente se mantiene el arriendo de las instalaciones de Varco Pruden por un valor aproximado de US\$ 15.000

También es importante señalar que en mayo de 2015 se lograron flexibilizar *covenants* financieros, correspondientes al crédito sindicado con el Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd, específicamente, el que dice relación de deuda financiera sobre EBITDA (el que pasó de 4,0 a 5,5 veces hasta marzo de 2016) y el de cobertura de gastos financieros (que pasó de 2,5 a 2,0 veces hasta marzo de 2016).

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 Desfavorable

Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada 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 2015, las ventas físicas alcanzaron 14.327 mil toneladas de mineral de hierro, 719 mil toneladas de productos largos y 403 mil toneladas de procesados de acero en 2015, monto menor al 1% de la demanda mundial de hierro y el 35% del consumo aparente en Chile, respectivamente. En 2015, la compañía cuenta con 240 mil hectáreas para concesiones mineras de explotación del país, teniendo aún 327 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 del 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 1,76 veces, y un patrimonio de US\$ 3.160,7 millones a diciembre de 2015. 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 anterior la beneficia porque alrededor del 63% de las ventas de CMP son contratos a largo plazo, teniendo junto con ello 327 mil hectáreas disponibles, de las que se podría desprender para generar caja, además de numerosos gastos de inversión recortables por un período de tiempo. En promedio, en los últimos tres años, el CAPEX fue de US\$ 495 millones, de los cuales US\$ 60 millones corresponden a mantenciones, por lo que existe una holgura que puede utilizarse en caso de 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 2015, CAP cuenta con 327 mil hectáreas de concesiones disponibles para la exploración. En términos de concesiones explotadas, cuenta con 240 mil hectáreas y con recursos mineros estimados en 7.522 millones de toneladas a fin de año. Las reservas por su parte alcanzaron los 2.723 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 en 2015, luego de varios períodos con flujos negativos. Esto también se observó en el caso de Cintac S.A., que reestructuró 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 en los que el uso del acero es aún escaso (en relación con economías más desarrolladas) y esto 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 47% y 27% de las ventas totales en 2015. 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 los que han mostrado ser esencialmente volátiles. 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 el que en el plazo de un año (diciembre 2014 - diciembre 2015), cayó del orden de los US\$ 70 a US\$ 40. Por su parte, durante 2015 CSH registró un precio promedio de US\$ 511,4 por tonelada. 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 sus bajos costos comparativos 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. 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).

Concentración de ventas: El 30% de las ventas de **CAP** en 2014 y el 27% del 2015, se destinaron al mercado chino, 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 antecedente que permita visualizar una acción de tal naturaleza). También, como elemento negativo se incluye la elevada importancia de la construcción como sector demandante.

Antecedentes generales

Historia

En el año 1946, bajo la presidencia 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 abastecida 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 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 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 Lozas S.A.

Propiedad y administración de CAP S.A.

Directorio y ejecutivos

A diciembre de 2015, el directorio de la compañía estaba formado por nueve miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Roberto De Andraca Barbás	Presidente
Eddie Navarrete C.	Vicepresidente
Osamu Sasaki	Director
Tokoru Furukawa Y.	Director
Hérmán Orellana H.	Director
Rodolfo Krause L.	Director
Mario Seguel S.	Director

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

Nombre	Cargo
Fernando L. Reitich	Gerente General
Eduardo Frei	Gerente de Servicio Jurídico
Raúl Gamonal	Gerente de Finanzas
René Camposano	Gerente Corporativo de Tesorería
Roberto De Andraca	Gerente Desarrollo e Infraestructura
María Elena Sanz	Gerente Sustentabilidad y Personas
Andrés Del Sante	Gerente Control Interno
Arturo Wenzel	Gerente Planificación y R. Estratégicos

Accionistas

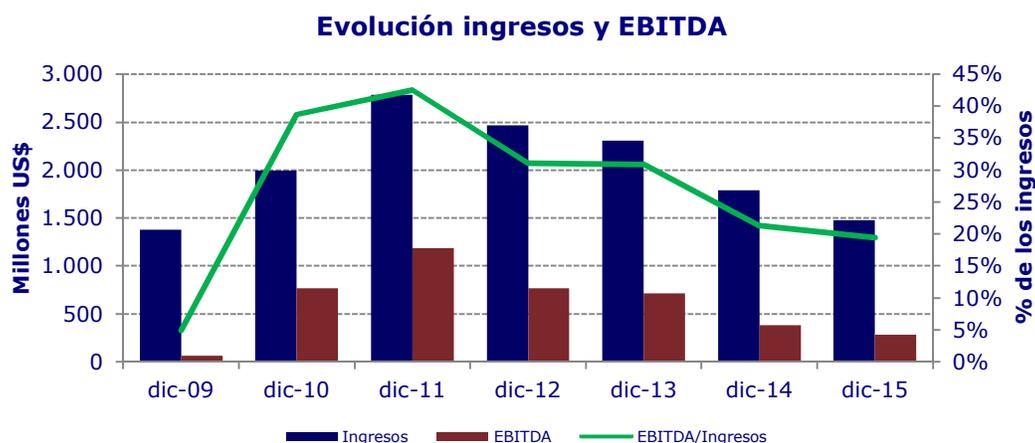
Los doce mayores inversionistas de **CAP** al 31 de diciembre de 2015, clasificados de acuerdo al número de acciones y porcentaje de participación son los siguientes:

Accionistas	N° Acciones	Porcentaje
Invercap S.A.	46.807.364	31,32%
Mitsubichi corporation	28.805.943	19,27%
Banchile Corredores de bolsa S.A.	6.101.594	4,08%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros CA	5.024.477	3,36%
Banco Itau por Cta. De Inv. Extranjeros	4.890.713	3,27%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	4.368.374	2,92%
Fundación CAP	3.299.497	2,21%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	2.679.113	1,79%
BCI Corredores de Bolsa S.A	2.661.658	1,78%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	2.658.250	1,78%
Bolsa Electrónica de Chile Bolsa de Valores	2.017.324	1,35%
BTG Pactual chile S.A. Corredores de Bolsa	1.637.112	1,10%

Análisis financiero

Evolución de los ingresos, EBITDA y márgenes

Los ingresos de **CAP** han tenido una tendencia decreciente desde 2011, siendo esa fecha el *peak* en términos de ventas para los últimos siete años, alcanzando los US\$ 2.787,0 millones. Este ejercicio que coincide con el mayor precio del hierro, período en que se aproximó a los US\$ 180 por tonelada. Desde entonces, pese al incremento de las ventas físicas por parte de CMP, los ingresos exhibieron una tendencia similar a la del precio, salvo entre 2012 y 2013 cuando la caída también se explica por una reducción en los despachos. El margen EBITDA ha seguido la misma trayectoria de los ingresos, llegando a diciembre del 2015 a 19,4%

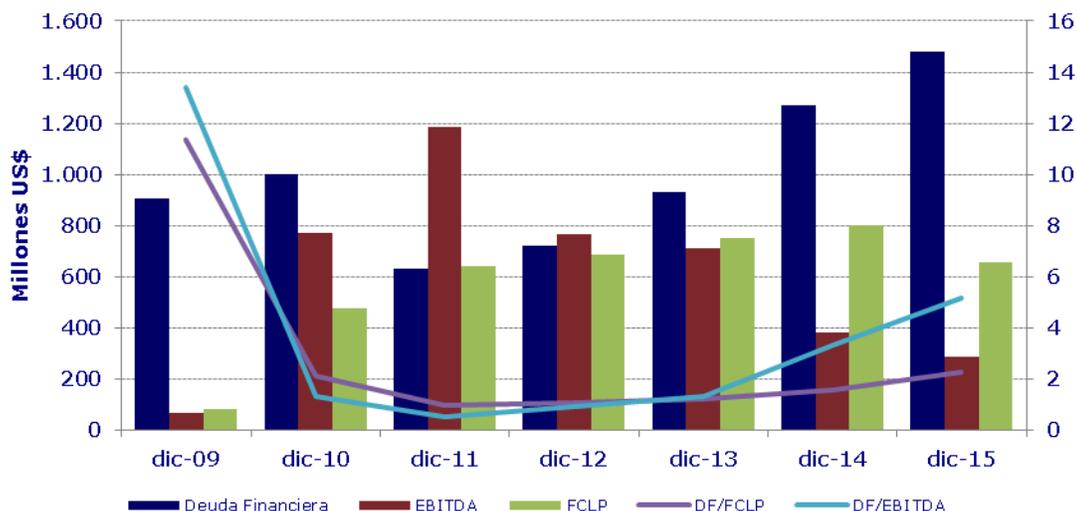


Evolución del endeudamiento y la liquidez

En los últimos años **CAP** ha 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. Esto debido tanto al mencionado aumento de deuda, como por la disminución del EBITDA. En tanto la relación de la deuda financiera con el 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 al año móvil a marzo de 2015 a las 2,2 veces.

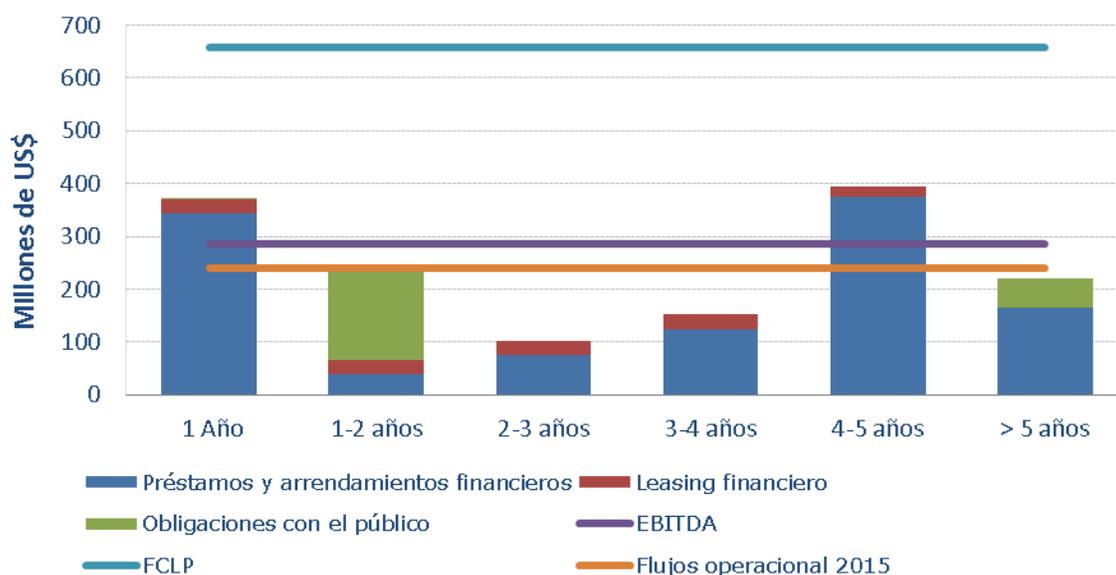
⁴ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular. Sin embargo, en el caso de **CAP** se decidió calcular este indicador utilizando la rentabilidad del último año, dada la alta sensibilidad al precio que exhibe la compañía, y que los precios de los cuatro años anteriores se ven como poco probables de ser alcanzados, no siendo representativos del precio de largo plazo del mineral.

Evolución de la deuda financiera

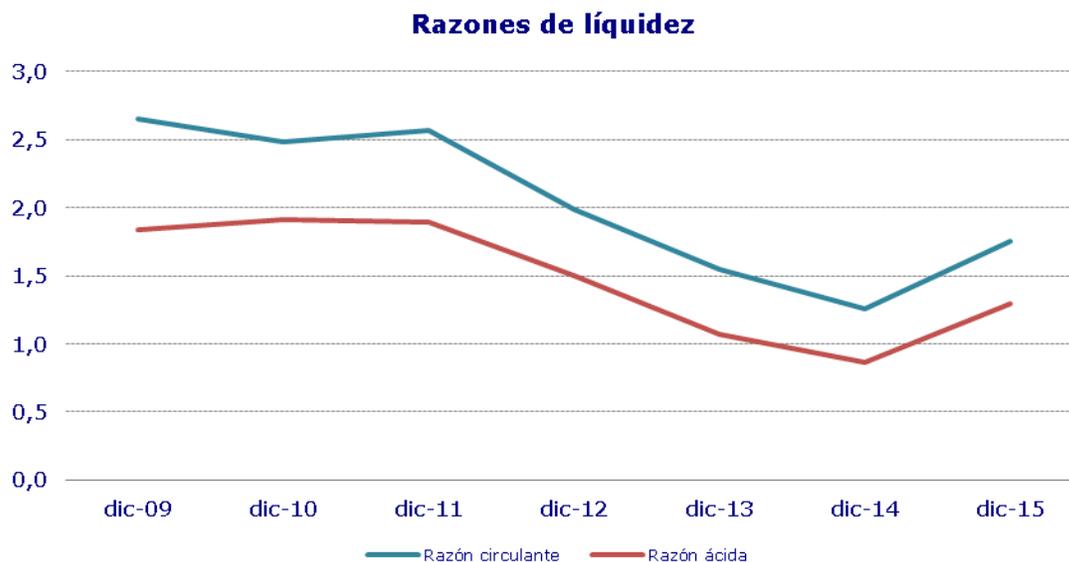


Al 31 de diciembre de 2015, de los US\$ 1.478,8 millones por compromisos financieros de **CAP**, el 75,7% correspondían a préstamos bancarios y arrendamientos financieros; el saldo recae, principalmente, en obligaciones por bonos y leasing. Con el FCLP calculado utilizando el más reciente escenario de precios, este flujo sería capaz de cubrir la totalidad de las obligaciones, mientras que el EBITDA sería insuficiente para cubrir los compromisos a menos de un año (no obstante, la compañía presenta una adecuada liquidez para responder a sus obligaciones de corto plazo).

Evolución ingresos y EBITDA

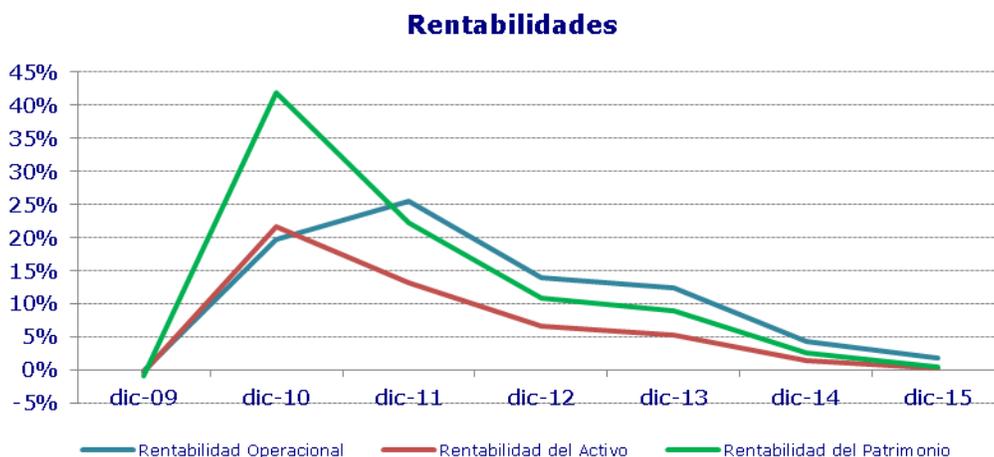


En el gráfico que se muestra a continuación se puede observar la evolución de la liquidez de la compañía, medida como razón circulante y como razón ácida. Se destaca que se revierte la caída mostrada por los indicadores entre 2011 y 2014



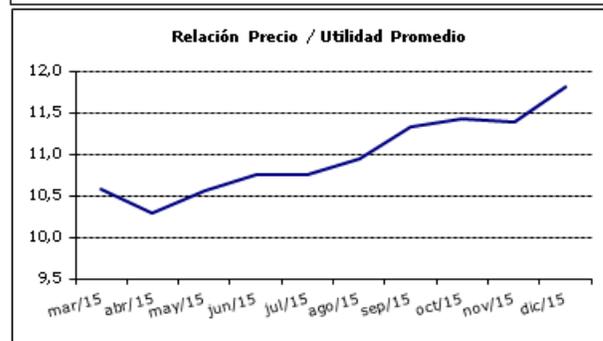
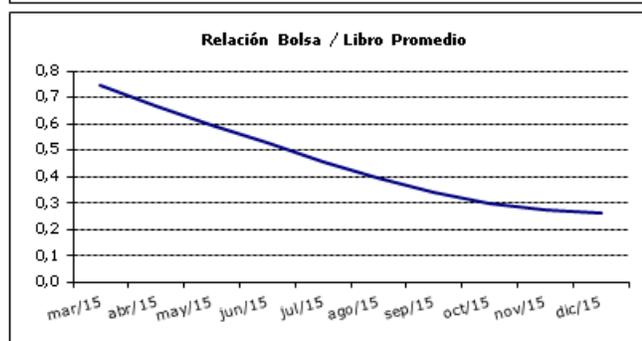
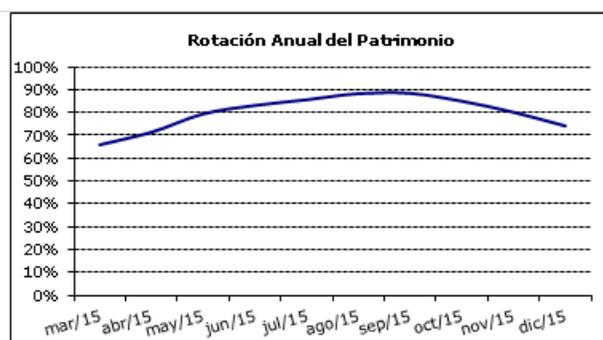
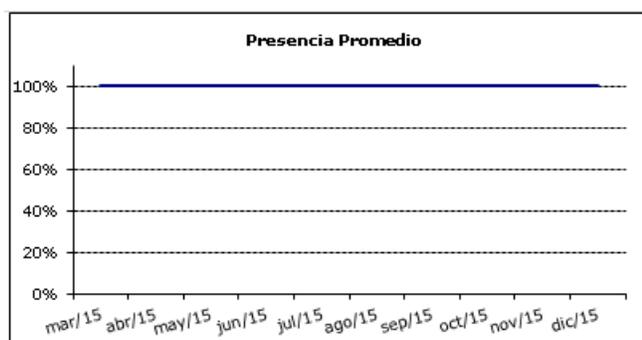
Evolución de la rentabilidad

Siguiendo la misma trayectoria que los ingresos y las ganancias, el rendimiento de la compañía ha registrado un descenso a partir del año 2010, cuando la rentabilidad operacional, la de los activos y la del patrimonio, alcanzaban al 19,7%, 21,7% y 41,9%, respectivamente. Al año móvil terminado en diciembre de 2015 estas fueron, en el mismo orden, de 1,8%, 0,2% y 0,4%.



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía a diciembre de 2015, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200) y rotación anual del patrimonio bursátil (montos transados sobre patrimonio bursátil). Además, se presenta la evolución de las razones precio-utilidad (razón entre el precio de cierre y la utilidad de la acción en doce meses) y bolsa-libro (precio de cierre dividido por el valor contable de la compañía).



Covenants de las líneas de bonos

Covenants líneas de bonos			
	Definición	Límite	31-12-2015
Nivel de endeudamiento	Total Pasivos Financieros Netos / Patrimonio Total	Menor a 1,2 veces	0,25 veces
Patrimonio mínimo	Total patrimonio	Mayor a US\$550 millones	US\$ 3.160.778.000
Cobertura de gastos financieros	Generación de Caja Consolidada / Gastos Financieros Consolidados Netos	Mayor a 2,5 veces	4,57 veces
Activos libres de gravámenes	Activos Libres de Gravámenes / Pasivos Exigibles	Mayor a 0,5 veces	2,02 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".