

Por complejo escenario de precios internacionales del hierro y acero, así como el incremento de la deuda financiera de la sociedad emisora

***Humphreys* modifica la clasificación de los títulos de deuda de CAP S.A desde "Categoría AA-" a "Categoría A+"**

Santiago, 2 de mayo de 2016. **Humphreys** modificó la clasificación de los bonos de emitidos por **CAP S.A. (CAP)** desde "Categoría AA-" a "Categoría A+"; y la tendencia se modificó desde "Estable" a "Desfavorable", mientras que las acciones se mantienen 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.

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**, la clasificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos por compañía, se modifican desde "Categoría AA-" a "Categoría A+", obedece a la constatación palmaria en cuanto a 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 las acciones individuales de un agente, del mercado, al no operar bajo el criterio de rentabilidad, mantenga los actuales niveles de precios.

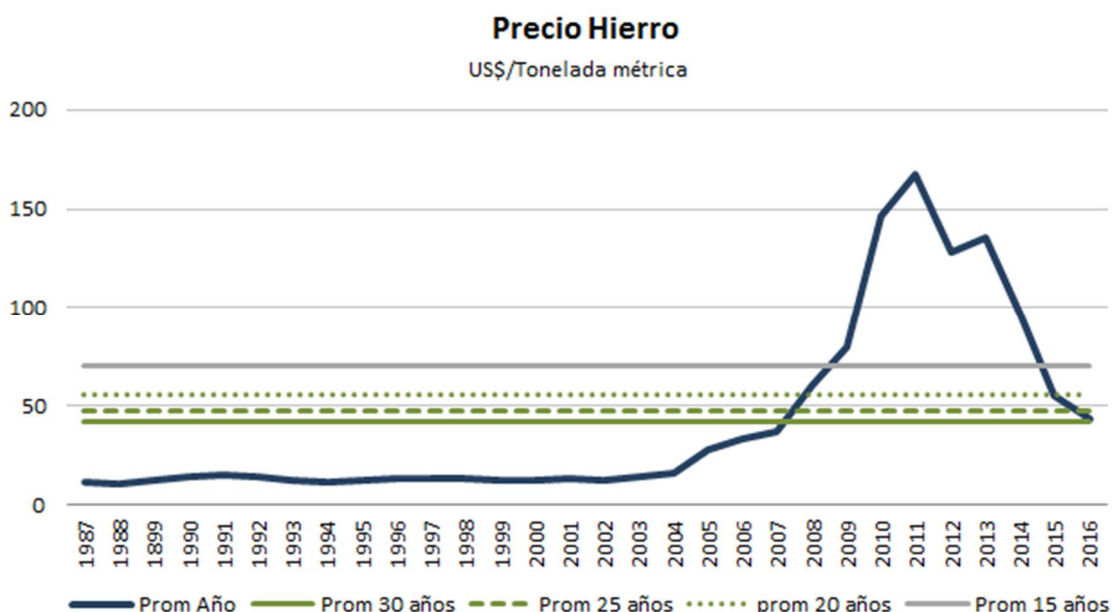
Con todo, cabe señalar que, no obstante la baja en la clasificación de riesgo, **CAP** mantiene una adecuada capacidad de pago de su deuda, lo cual queda refrendado por los excedentes positivos obtenidos en un escenario particularmente adverso.

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.

A continuación se muestra el comportamiento del precio del hierro¹, corregido por la inflación de Estados Unidos, para los últimos 30 años. Del gráfico se desprende que los niveles de precios registrados en los años 2010 hasta mediados del 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, mientras más reciente el período de tiempo considerado para su cálculo, el promedio del precio del hierro se incrementa, lo que es indicativo de que el aumento corresponde a un fenómeno reciente).

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 A+" 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.



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.

¹ Fuente: **Humphreys** en base a series de precios publicadas por IndexMundi.

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 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 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 compañía². 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 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 (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. 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 acero, pudiendo acentuar y prolongar los ciclos de baja.

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 2016.

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 US\$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 quien 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.

Resumen de instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		A+
Bono	BCAPS-F	A+
Acciones	CAP	Primera Clase Nivel 1

Contacto en **Humphreys**:
Carlos García B.
Teléfono: 56 - 22433 5200
E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl

² 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.

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

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

<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".