



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

CAP S.A.

Marzo 2007

www.feller-rate.com

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.



CAP S.A.

SOLVENCIA	A+
PERSPECTIVAS	Estables

Contacto: Manuel Acuña G. Fono: (562) 7570445

Clasificaciones

	Marzo 2003	Marzo 2004	Diciembre 2004	Agosto 2005	Marzo 2007
Solvencia	A-	A-	A	A+	A+
Perspectivas	Estables	Positivas	Estables	Estables	Estables
Acciones	1ª Clase Nivel 3				
Líneas de Bonos (Serie D)	-	-	-	A+	A+
Bonos Serie C	A-	A-	A	A+	A+

FUNDAMENTACION

Las clasificaciones asignadas a los bonos y acciones de CAP responden al fortalecimiento de su perfil financiero, que se refleja en un alto saldo de caja disponible, la sostenida disminución de su nivel de endeudamiento neto, una consistente política financiera más conservadora y un favorable acceso a los mercados financieros. Considera, asimismo, la expectativa que la mayor flexibilidad financiera obtenida en los últimos años, su fuerte posición comercial en el mercado local del acero, su capacidad competitiva y su estratégico desarrollo minero en hierro, permitirán que la empresa continúe manteniendo niveles de endeudamiento significativamente menores a los históricos y un adecuado perfil de negocios. En contraposición a lo anterior, sus clasificaciones están principalmente afectadas por el carácter cíclico del negocio del acero.

Los negocios de CAP comprenden principalmente el área siderúrgica y la minería de hierro, operando en forma integrada. Posee yacimientos propios de hierro para abastecer de materia prima a la siderúrgica y exportar mineral con retornos favorables. También dispone de su propia planta de coque y suministro de caliza. Ello le permite un control directo de parte relevante de los costos y asegurar su abastecimiento de mineral. CAP tiene una posición de liderazgo como el principal productor y comercializador de acero en Chile, a costos competitivos con otros productores en Latinoamérica. Sin embargo, el flujo operacional de la empresa está expuesto a las condiciones de los precios internacionales. En los últimos años, los precios internacionales del acero y el hierro han presentado una positiva evolución, llegando a niveles históricamente altos en 2005 y 2006. Conjuntamente, los despachos de acero en el mercado chileno han mostrado un considerable crecimiento y la empresa ha mantenido su fuerte posición comercial. Las favorables condiciones de mercado y una mayor eficiencia, han impulsado un crecimiento de los resultados y la generación operacional. Con ello, también ha logrado importantes avances en su política de reducción del endeudamiento, que se traduce en una posición financiera menos vulnerable a los ciclos del acero. A diciembre de 2006, la empresa disponía de US\$ 242

millones en caja y saldos de deuda financiera bruta y de deuda neta de caja de 2,5 y 1,6 veces su Ebitda ajustado anual (incluyendo dividendos recibidos de inversión estratégica en hierro), respectivamente. Lo anterior, sumado a la venta en 2007 de su inversión en minería del cobre, una política financiera conservadora del manejo de fondos y un mejorado acceso a los mercados financieros, permiten a CAP disponer de una adecuada flexibilidad financiera. Al cierre de 2006 la empresa consolidó con el negocio de acero procesado, pero sin incorporar sus resultados, que generó en ese año un Ebitda del orden de US\$ 40 millones.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas "Estables" obedecen al fortalecimiento de la flexibilidad financiera de CAP. Feller Rate espera que en el futuro su deuda financiera neta de caja se mantenga consistentemente por debajo de 2,5 veces su Ebitda anual, aún ante un eventual ciclo de precios del acero menos favorables. Los márgenes en el negocio del acero han sido afectados por alzas en las materias primas. Sin embargo, se espera que esta tendencia de modere y que la empresa incremente los beneficios de su inversión en hierro a través de su participación en Minera Huasco. El plan financiero de largo plazo incluye la realización de importantes inversiones en mayor capacidad de producción.

Resumen Financiero Consolidado

(cifras en miles de dólares)

	2003	2004	2005	2006
Ingresos operacionales	530.187	725.103	879.784	997.357
Resultado operacional	59.835	153.273	154.941	135.117
Ebitda	114.144	207.803	206.050	192.443
Gastos financieros	-21.938	-20.822	-19.307	-30.281
Utilidad	21.043	124.820	187.025	165.386
Caja y equivalentes	14.754	67.655	153.944	241.802
Deuda Financiera	398.530	331.162	411.140	636.272
Patrimonio	472.777	561.741	645.675	732.199
Margen Ebitda (%)	21,5%	28,7%	23,4%	19,3%
Endeudamiento total (vc)	1,14	0,99	1,08	1,17
Ebitda / Gastos Fin.	5,20	10,0	10,7	6,4
Deuda Financ. / Ebitda	3,49	1,59	2,00	3,3
Liquidez Corriente (vc)	1,40	1,34	1,55	2,46

CAP

HECHOS RELEVANTES

- *Acuerdo para la adquisición de IMSA Chile.* En marzo de 2006, CAP suscribió un acuerdo para adquirir la propiedad de IMSA Chile, una empresa elaboradora de productos de acero con valor agregado. El monto preliminar de la transacción sería de US\$ 39 millones.
- *Nuevas líneas de bonos.* CAP se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos por montos máximos de 4 y 6 millones de UF, y plazos máximos de 15 y 10 años, respectivamente. El uso de los fondos colocados será destinado a refinanciar deudas y/o financiar inversiones. Los contratos de emisión por línea de bonos contemplan suficientes resguardos. Las emisiones de bonos con cargo a las líneas están garantizadas con fianza y codeuda solidaria a favor de los tenedores de bonos por las sociedades Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. y Compañía Minera del Pacífico S.A.
- *Anuncio de inversión.* En agosto de 2005, CAP anunció la futura realización de inversiones por US\$ 84 millones para aumentar su capacidad de producción de acero en aproximadamente un 20%.
- En octubre de 2004, CAP prepagó la totalidad de sus bonos serie A, cancelando US\$ 25 millones de capital, instrumentos cuyo plazo final de vencimiento era en octubre de 2005.
- En octubre de 2003, la compañía concretó una operación de crédito de largo plazo por US\$ 150 millones con un sindicato de 18 bancos, liderado por ABN AMRO Bank. Este se cancelará a partir de 2006, con plazo final en 2008. A fines de 2004, reestructuró este crédito, reduciendo considerablemente el costo financiero.
- En 2003, producto de una situación internacional más favorable, finalizó la aplicación de salvaguardias a las importaciones de acero en los mercados de Chile y EE.UU.

FORTALEZAS Y RIESGOS

Fortalezas

- *Siderúrgica integrada con adecuado abastecimiento de mineral.* CAP realiza su actividad siderúrgica bajo un esquema integrado; es propietaria de yacimientos de hierro, mineral que explota y procesa para utilizarlo en la fabricación del acero. Ello le permite un control directo de los distintos costos y le asegura el suministro de mineral a largo plazo, con una base de costos razonables y más estable que en el mercado internacional.
- *Posición de mercado.* CAP tiene una posición de liderazgo en el mercado nacional, siendo el único productor integrado del país.
- *Relación con clientes y distribuidores.* El ingreso de importaciones se dificulta al establecer CAP relaciones de largo plazo con sus clientes, mantener inventarios disponibles para compradores, contar con una apropiada distribución y disposición a vender tanto en pequeños como en grandes lotes.
- *Consistente política de reducción de deuda.* La empresa ha utilizado la disponibilidad de flujos de caja provenientes de su operación para reducir significativamente su nivel de endeudamiento y/o financiar inversiones con recursos propios.

CAP

Riesgos

- *Competencia internacional.* La empresa enfrenta la competencia de productos de acero importados, con una tendencia a transferir al mercado local la situación de los precios internacionales. Adicionalmente, eventuales medidas de protección a las importaciones impuestas en los principales mercados, podrían provocar un exceso de oferta de acero y afectar los precios en mercados no protegidos.
- *Volatilidad de los precios del acero y hierro.* Los productos de acero y el hierro, son bienes transables a nivel internacional por lo que sus precios están influenciados por la oferta y demanda mundial. No obstante, debido a las características de la producción y demanda de hierro mundial, los precios son bastante más estables en relación al acero.
- *Variación del tipo de cambio.* La compañía se ve afectada en períodos de revalorización del peso, producto de su incidencia en sus costos internos, retornos de exportación de hierro y competitividad de las importaciones de acero.
- *Riesgo de ciclo económico.* El consumo de acero se ve afectado por los periodos recesivos de los ciclos económicos en sus mercados. Ello, ya que los productos de acero son utilizados por sectores que, de igual forma, se resienten cuando hay bajas en la actividad económica, tales como la construcción y la industria metalúrgica.

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

La Compañía de Aceros del Pacífico (CAP S.A) fue creada el año 1946, con un 53% de la propiedad suscrita por el sector privado, un 33% por la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y un 14% por la Caja de Amortización de la Deuda Pública. En 1985 la empresa fue completamente privatizada, proceso que duró dos años.

En 1994, la compañía se dividió en tres sociedades, creándose las empresas Forestal Terranova S.A. e Invercap S.A. y manteniéndose Compañía de Aceros del Pacífico S.A.

Actualmente, el controlador de la compañía es Invercap S.A., sociedad en la que participan de manera importante empresas relacionadas a ejecutivos y empleados de CAP. Destaca en la administración de CAP S.A. la larga permanencia de sus principales ejecutivos.

Principales Accionistas

(Diciembre de 2005)

	Participación
Invercap S.A.	31,3%
Mitsubishi Corporation	5,2%
Inversiones Rand Ltda.	3,7%
A.F.P. Provida S.A. para Fondo de Pensión	3,3%
Cía. Explotadora de Minas S.C.M.	2,5%
Citibank N.A.	2,5%
A.F.P. Habitat para Fondo de Pensión	2,3%
Fundación CAP	2,2%
A.F.P. Provida para Fondo Tipo B	2,0%
Inversiones AEGIS Chile S.A.	1,9%
Penta Corredores de Bolsa S.A.	1,6%
BanChile Corredores de Bolsa S.A.	1,5%
Total	60,1%

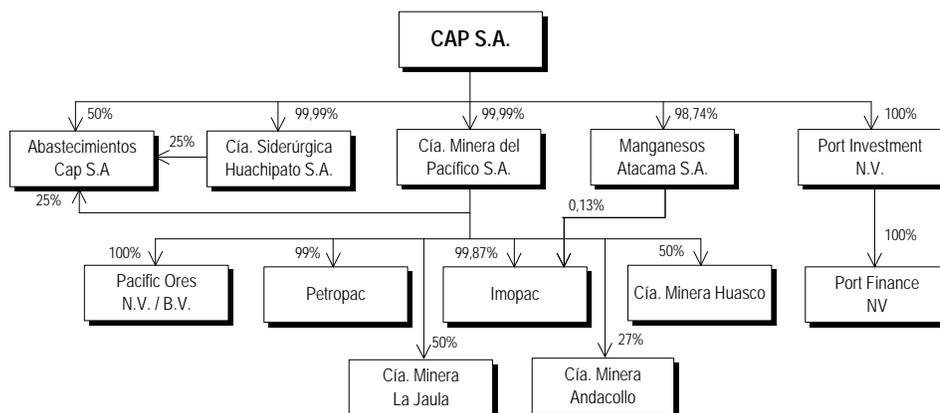
CAP

POSICION COMPETITIVA

El negocio del grupo CAP S.A. comprende principalmente la actividad siderúrgica y la minería de hierro, operaciones que realiza a través de la Compañía Siderúrgica de Huachipato y la Compañía Minera del Pacífico, respectivamente. Adicionalmente, participa en la minería de manganeso y diversos servicios relacionados a sus negocios básicos, como distribución de combustibles y servicios de transporte, entre otros.

CAP es el principal productor y comercializador de acero en Chile, con cerca de un 50% de participación del mercado total y del orden de un 60% de su mercado objetivo. Sus actividades también comprenden la exportación de mineral de hierro y productos de acero, representando éstas del orden de un 20% de sus ingresos consolidados. Asimismo, en 2004 el negocio del acero representó un 77% de sus ingresos y 80% de su Ebitda, mientras el resto fue aportado por el hierro.

Principales Filiales y Coligadas



En términos relativos, las inversiones más relevantes para CAP S.A. son la producción de acero, por medio de Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., y la minería del hierro, a través de Compañía Minera del Pacífico S.A. y su coligada Cia. Minera Huasco S.A.

A partir de agosto del 2000, CAP, junto a su principal accionista Invercap, pasaron a controlar un 62% de las acciones de Cintac S.A., una de las más importantes procesadoras de acero de Chile. CAP, mediante una inversión que involucró US\$18 millones, participa directa e indirectamente en un 26% de la propiedad de esta compañía.

CAP también posee inversiones, en conjunto con su accionista controlador Invercap, en empresas elaboradoras y distribuidoras de productos de acero de mayor valor agregado, como es el caso de Cintac.

Compañía Siderúrgica de Huachipato

Compañía Siderúrgica de Huachipato es la única siderúrgica integrada del país, es decir, es la única que produce acero a partir de hierro. Inició sus operaciones en 1950 y está ubicada en la Bahía de San Vicente en la Octava Región.

Huachipato produce arrabio por reducción del mineral de hierro en los altos hornos y luego lo transforma en acero líquido. De éste obtiene planchones en colada continua y lingotes de acero para, posteriormente, por laminaciones sucesivas, obtener

CAP

productos semiterminados, como palanquillas y planchones, y productos terminados, como barras, planchas en rollo, tubos, planchas zincaluminum y hojalatas.

La principal materia prima que utiliza para la elaboración de acero es mineral de hierro, cuyo abastecimiento proviene de la Compañía Minera del Pacífico. Otros insumos necesarios son caliza, la cual extrae de depósitos propios en la duodécima región, y carbón importado (proveniente de Australia, Canadá y Estados Unidos), que posteriormente se convierte en coque.

Las principales instalaciones de la empresa son una planta de coque, dos altos hornos y una acería de convertidores al oxígeno, todas ubicadas en la bahía de San Vicente, Octava Región. Los altos hornos y la acería tienen una capacidad total de producción de 1,2 millones de toneladas de acero líquido al año, equivalente al orden de 1 millón de toneladas de productos terminados.

Despachos de acero (CSH)

	(miles TM)								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mercado interno	953	788	782	745,1	834,7	810,9	852,3	1.007,7	1.030,4
Barras	485	439	384	338,9	368,6	388,2	n.d.	n.d.	n.d.
Planos	460	343	397	405,2	465,6	422,7	n.d.	n.d.	n.d.
Tubulares	5	3	1	0,9	0,5	0,0	n.d.	n.d.	n.d.
Semiterminados	3	3	1	0,1	0,0	0,0	n.d.	n.d.	n.d.
Mercado externo	68	94	93	112,7	12,5	110,8	83,1	35,3	34,7
Barras	3	12	23	7,9	7,3	8,7	n.d.	n.d.	n.d.
Planos	57	82	68	100,6	3,4	98,6	n.d.	n.d.	n.d.
Semiterminados	8	-	2	4,2	1,8	3,5	n.d.	n.d.	n.d.
Total Despachos Acero	1.022	882	874	857,8	847,2	921,7	935,4	1.043,0	1.065,1

Alrededor del 50% de los despachos nacionales son hechos a través de distribuidores oficiales e independientes y el saldo se vende directamente a los usuarios finales. El principal demandante de los productos de CAP es la industria metalúrgica, seguido por el sector construcción. Algunos productos semiterminados y terminados se exportan a Estados Unidos, México, Ecuador, Uruguay y a algunos países centroamericanos.

Distribución de los despachos de acero al mercado interno (CSH)

Sector	Productos	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Industria Metalúrgica	Alambrón, rollos, planchas laminadas en caliente y en frío y planchas gruesas	48%	48%	55%	57%	56%	54%
Minero	Barras rectas gruesas y planchas gruesas	17%	19%	19%	10%	11%	12%
Edificación y obras	Planchas y rollos zincaluminum, barras para hormigón y tubos	30%	28%	21%	28%	25%	28%
Conservero y Envases	Hojalata	5%	5%	5%	5%	8%	6%

Del total de acero despachado por la empresa, la mayor parte es destinada al mercado interno, mientras que el remanente se despacha al exterior. Desde 1994 hasta 1997, se observa un crecimiento de las ventas de acero, producto del desarrollo que tuvieron los sectores de la minería y la construcción en Chile. A partir de 1998, debi-

CAP

do a la baja en los niveles de actividad de estos mismos sectores y del ingreso de importaciones a precios de dumping, los despachos físicos al mercado interno decrecieron.

En el 2001 se observa una recuperación en el nivel de despachos interno, el que, dado los bajos precios prevalecientes en el mercado, sólo se reflejó en un 1,58% de aumento en los ingresos. Por otra parte, el mayor tonelaje destinado al mercado nacional significó a su vez menores despachos al mercado externo, los que también enfrentaron precios deprimidos.

En el 2002, respecto del año anterior se observa una reducción de los despachos de acero al mercado interno y un fuerte aumento de las exportaciones, estimuladas por el alza del precio en los mercados de Estados Unidos y México. La caída de los precios internos, se explica por el exceso de oferta existente en el mercado local, de manera que el incremento de los precios internacionales ocurrido en el 2002 se traspasó gradualmente al mercado doméstico de acuerdo al ritmo en que se redujeron los inventarios.

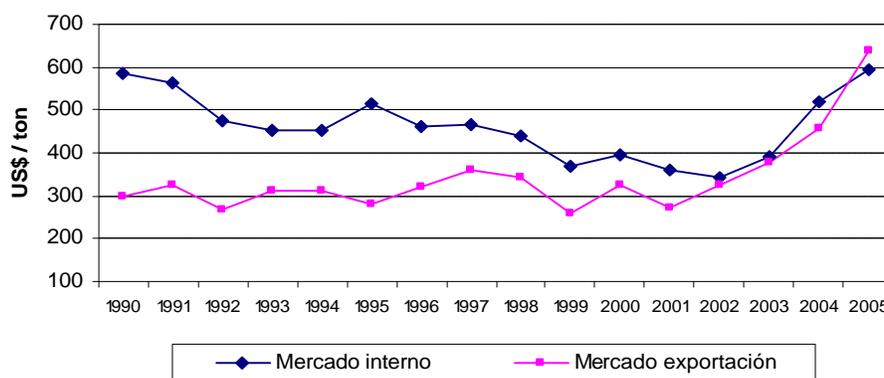
En 2003, la demanda interna mantuvo un mayor nivel de actividad y los precios internos del acero presentaron una importante tendencia creciente, incorporando de esta manera la positiva evolución de los precios internacionales. Esa tendencia se mantuvo en 2004 y 2005, alcanzando las cifras de precios y despachos más altas en los últimos 10 años.

Despachos valoradas de acero por destino (CSH)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mercado interno	93%	95%	92%	92%	89%	98%	89%	91%	97%	97%
Mercado externo	7%	5%	8%	8%	11%	2%	11%	9%	3%	3%

Precios de venta acero

(US\$/TM)



CAP

Compañía Minera del Pacífico (CMP)

La Compañía Minera del Pacífico produce mineral y pellets de hierro mediante la explotación de los yacimientos mineros El Romeral y Los Colorados. Posee, además, cinco propiedades mineras sin explotar: El Romeral Baja Ley, El Laco, Cerro Negro Norte, El Tofo y Distrito Algarrobo.

Los recursos de mineral de hierro probados e inferidos exceden las 1.260 millones de toneladas de mineral de alta, mediana y baja ley.

Características de yacimientos de hierro

	Reservas probadas (MM Tons.)	Ley (% Fe)	Años de vida útil
Mina El Romeral	29,0	46,8%	8
Mina Los Colorados	250,0	48,0%	25

La operación minera se divide en dos grupos de producción: Valle del Huasco y Valle del Elqui. El primero incluye la Planta de Pellets, Mina Los Colorados y Puerto Guacolda II; el segundo corresponde a la Mina El Romeral y Puerto Guayacán.

De la mina el Romeral se extrae hierro con bajo contenido de impurezas, por lo que puede ser cargado directamente a los altos hornos luego de un proceso de molienda y concentración.

La mina Los Colorados entró en operaciones en 1998, reemplazando a la mina Algarrobo que fue cerrada a fines de dicho año. La explotación de la mina está en manos de Compañía Minera Huasco (CMH), empresa propiedad en partes iguales de Minera del Pacífico y MC Inversiones, filial de Mitsubishi Coporation.

La empresa CMH (que no consolida con CAP, pero aporta utilidades no operacionales y flujos de dividendos) ha incrementado fuertemente su rentabilidad en los últimos años, producto de la situación favorable del negocio del hierro. Esta empresa no posee requerimientos importantes de inversión y no presenta endeudamiento financiero, de manera que reparte sus utilidades como dividendos.

El mineral que se extrae de este yacimiento tiene un contenido de impurezas relativamente alto, por lo que requiere un proceso químico de peletización para reducir las, antes de ser cargado a los altos hornos. La totalidad de la producción de la mina está destinada al abastecimiento de la planta de pellets.

La planta de pelletización tiene una capacidad de producción de 4 millones de toneladas anuales. Con la reserva de Los Colorados, esta planta tiene suficiente mineral para operar 25 años más. Después de este plazo, la empresa explotaría las reservas de Cerro Norte, con 130 millones de toneladas de mineral pelletizable de 38% de hierro.

Principales Productos de Compañía Minera del Pacífico S.A.

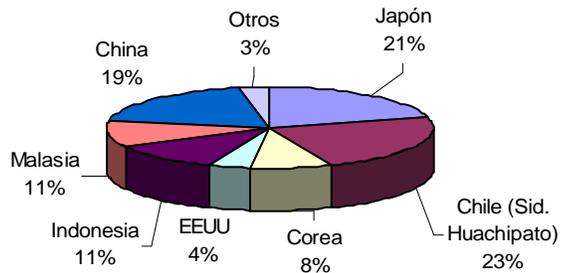
Planta de Pellets	El Romeral
Pellets básico	Granzas
Pellets reducción directa	Finos
Filos magnéticos	Pellets feed
Pellet chips	

CAP

La producción y despachos de mineral y pellets se destinan principalmente al mercado externo, y el resto a la Compañía Siderúrgica de Huachipato. La exportación de los productos, desde la puesta en marcha de las instalaciones, está amparada por contratos de mediano y largo plazo, los que se renuevan periódicamente.

Distribución de ventas de mineral de hierro de Cía. Minera del Pacífico por mercados

(- % sobre despachos físicos)



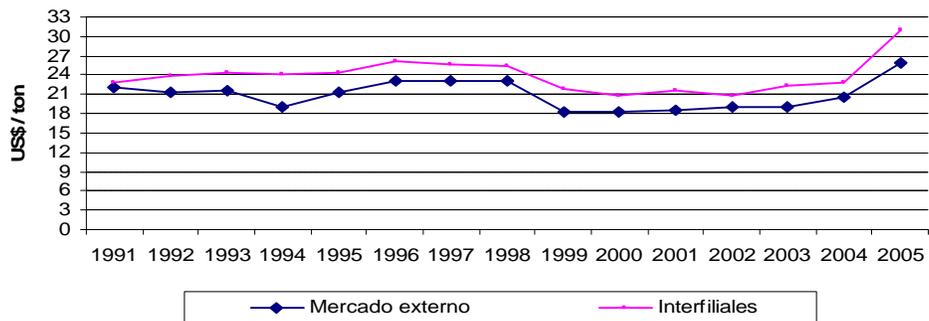
El principal mercado de exportación de la Compañía Minera del Pacífico S.A. es Japón, seguido por China, Corea, Indonesia y Malasia.

Minera del Pacífico S.A. hasta 1998 realizaba en forma directa la comercialización de sus productos. Sin embargo, a partir de julio de ese año, como consecuencia de un contrato de asociación con Mitsubishi Corporation, CMP vende los pellets de mineral de hierro que produce a CMH para su comercialización tanto al mercado interno (CSH) como externo. Por lo anterior, para analizar la evolución de las exportaciones se debe considerar las ventas de pellets que realizó CMP al exterior por cuenta propia (producción proveniente de la mina El Romeral) y a través de CMH.

En 2003 la compañía firmó una asociación estratégica de largo plazo con la empresa Jinan Steel de China, para la producción y venta de pellet de hierro. En 2004, la situación del mercado del acero impulsó fuertemente la demanda por hierro, lo que se refleja en precios, tendencia que se ha mantenido fuertemente durante 2005.

Precios de venta del hierro

(US\$/TM)



CAP

Despachos de Hierro

	<i>(miles ton largas)</i>								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cía. Minera del Pacífico									
Mercado externo	6.941	5.071	2.733	2.704	2.842	2.294	5.813*	5.548*	5.911*
<i>Pellets</i>	3.510	1.822	0	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Finos</i>	2.141	1.985	1.611	1.372	1.231	512	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Pellet Feed</i>	1.063	1.084	1.101	1.210	1.160	1.594	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Otros</i>	227	180	21	122	451	188	n.d.	n.d.	n.d.
Mercado Interno (CSH)	1.519	1.186	808	929	833	688	1.507*	1.764*	1.668*
<i>Pellets</i>	738	468	0	0	0	0	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Granzas</i>	781	718	808	929	833	688	n.d.	n.d.	n.d.
Total Despachos CMP*	8.460	8.003	7.731	7.931	7.294	7.493	7.320	7.312	7.579
Cía. Minera Huasco	-	1.746	4.190	4.298	3.619	4.511	n.d.	n.d.	n.d.
Mercado externo		1.430	3.430	3.592	3.073	3.719	n.d.	n.d.	n.d.
Mercado Interno (CSH)	-	316	760	706	546	792	n.d.	n.d.	n.d.

*Totales destinados a consumos internos y externos, incluyendo lo generado tanto por CMP como a través de CMH.

INDUSTRIA, MARCO
NORMATIVO Y LEGAL

Siderurgia

La industria siderúrgica se caracteriza por elevados requerimientos de capital. El costo de las plantas productoras, los requerimientos de capital de trabajo (condicionados por altas economías de escala), hacen que las barreras de entrada sean altas. Aun cuando la tecnología de producción de acero es de fácil acceso, es importante la experiencia en el manejo de la actividad.

La capacidad de negociación de los demandantes es relativamente baja, dada la poca disponibilidad de sustitutos. Asimismo, la industria tiene poca flexibilidad para fijar sus precios, debido a que dependen de la oferta y demanda a nivel mundial.

Uno de los riesgos principales que enfrenta el sector es su alta dependencia del ritmo de la economía internacional, así como del entorno nacional, específicamente de la industria metalúrgica y del sector construcción, lo que explica el carácter cíclico del consumo y las variaciones del precio internacional del acero. Asimismo, debe enfrentar las fluctuaciones del tipo de cambio, que, en caso de revaluación, además de afectar los retornos de las exportaciones, hace más competitivas las importaciones.

CAP S.A. es el único productor integrado de Chile, donde cuenta con una participación del orden de 60% en su mercado objetivo. La compañía, producto de su experiencia y tamaño, ha establecido una amplia red de distribución, que le permite un eficiente acceso a los principales clientes y constituye una de sus principales ventajas frente a otros participantes de la industria.

La competencia local está dada básicamente por la empresa siderúrgica AZA, perteneciente al Grupo Gerdau de Brasil. Ésta tiene una capacidad de producción de 400 mil toneladas de acero, el cual elabora a partir de chatarra de hierro. Los principales productos que elabora son varillas y barras para hormigón, alambón y perfiles estructurales. AZA compite con CAP fundamentalmente en la venta de barras para hormigón.

AZA, desde la puesta en marcha de su nueva planta en junio de 1999, planea aumentar gradualmente su producción a 300 mil toneladas al año, lo que inicialmente le permitirá sustituir del orden 100 mil toneladas importadas por ella. Sin embargo,

CAP

esta nueva estructura la obligará a realizar significativas importaciones de chatarra, que no genera la economía chilena, para abastecer de materia prima sus operaciones.

Otra importante competencia la han constituido las importaciones de productos de acero, especialmente desde Ucrania, Turquía y Rusia, que incluso han ingresado con precios subsidiados. En menor medida, han provenido de Brasil y Argentina. De este último país, sólo han ingresado productos largos.

En 2004, el mercado interno representa un consumo de 1,8 millones de toneladas de acero. De estos, aproximadamente 1,0 millón de toneladas las despacha CAP, entre 250 mil y 300 mil Gerdau y el resto son importaciones.

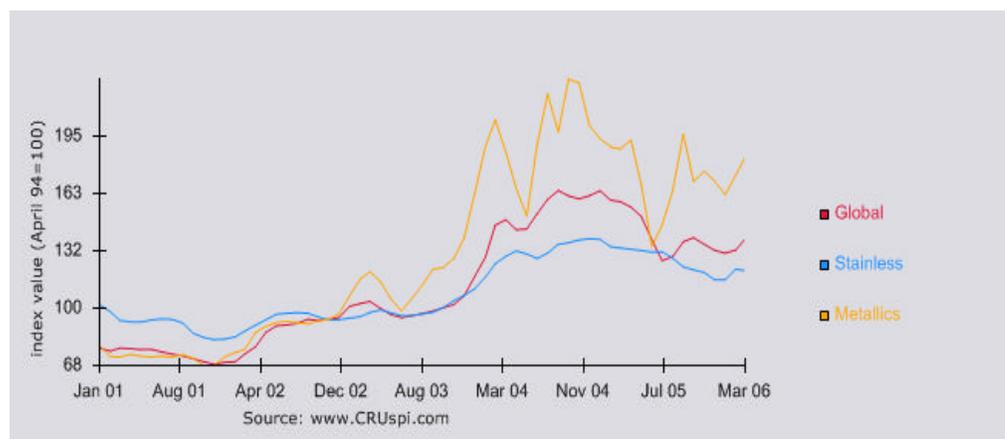
Cabe destacar que, ante crisis económicas y fluctuaciones de tipo de cambio, existe una tendencia a preferir el acero local. Lo anterior, debido a que permite mayor flexibilidad en el manejo de volúmenes de las órdenes de compra y con ello cobertura del riesgo de cambio y la posibilidad de evitar el costo financiero de mantener inventarios. Esto permite a CAP mantener su posición de mercado pese a las condiciones adversas de la economía, requiriendo sin embargo tender a ajustar sus precios a la tendencia de los mercados internacionales.

El deteriorado escenario de la industria internacional del acero entre 1999 y 2001 llevó al cierre de las empresas con estructuras de costos menos eficientes. A pesar de la salida del mercado de empresas productoras y del proceso de consolidación que experimentó la industria, durante el año 2001 persistió el desequilibrio entre oferta y demanda mundial, por lo que los precios del acero continuaron disminuyendo, llegando a niveles históricamente bajos.

Ajustes en la industria internacional del acero, provocados por los anticipados anuncios proteccionistas de Estados Unidos y la Comunidad Europea, determinaron que durante el año 2002 el precio del acero en los principales mercados experimentara una significativa mejoría. Esa tendencia se mantuvo durante el 2003, con precios internacionales que superaron el nivel alcanzado a mediados del año 2000 durante el último ciclo al alza. En 2004 y 2005, la situación de la economía internacional y la fuerte demanda desde Asia han mantenido los precios en niveles altos. En el segundo semestre de 2005, se produjo un ajuste a la baja, por mayor acumulación de inventarios, no obstante, en 2006 el precio retomó una tendencia al alza.

Indices de Precios Internacionales del Acero (Fuente: Cruspi)

Global: promedio de productos de acero en principales mercados. Stainless: índice para aceros inoxidables. Metallics: índice para chatarra



CAP

Minería de hierro

La minería de hierro al igual que la minería en general, presenta altas barreras de entrada debido a los elevados requerimientos financieros en las etapas de prospección, evaluación y ejecución de obras. Una barrera importante es la necesidad de contar con yacimientos que tengan factibilidad técnica y económica.

El negocio compromete activos para el desarrollo de los yacimientos y para las plantas de tratamiento de minerales que, una vez instalados y en explotación, se traducen en altas barreras de salida debido a los elevados costos de cambio.

A nivel nacional, la Compañía Siderúrgica de Huachipato es la única demandante del mineral. En el extranjero existe una amplia gama de compradores, siendo los principales Japón, Korea, China y la Unión Europea.

En el mercado participan un gran número de competidores y ni ellos ni los demandantes tienen la posibilidad de controlar los precios, ya que éstos son establecidos como resultado de la oferta y demanda a nivel mundial. Sin embargo, la forma de actuar de la industria siderúrgica consiste dar prioridad a contratos de suministro de hierro de largo plazo, acordando precios anualmente que se mantienen fijos durante ese período.

Los compradores de mineral valorizan la estabilidad de la composición química del material, lo que favorece las relaciones de largo plazo entre productores de mineral y acero. Ello se traduce en precios internacionales del hierro más estables que los del acero.

A partir de 2005, los precios del hierro han mostrado una situación de alza, debido a los incrementos en la producción y demanda mundial por acero.

CAP

SITUACION FINANCIERA

Resumen de los Estados Financieros Consolidados

(cifras en miles de dólares)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ventas Acero (Miles Ton)	1.022	881	875	858	847	922	935	1.043	1.065	1.119
Precio Acero (US\$/Ton)	466	440	367	397	360	343	391	517	594	627
Ventas Hierro (Miles Ton)	6.941	6.501	6.163	6.296	5.915	6.013	5.813	5.548	5.911	6.119
Precio Hierro (US\$/Ton)	23,0	23,2	18,2	18,4	18,5	19,1	19,0	20,6	25,9	32,3

	Millones de \$	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos		481.380	530.187	725.103	879.784	997.357
Costos		-390.010	-392.018	-490.463	-644.029	-769.733
Gastos		-19.647	-24.002	-26.827	-29.699	-35.181
Ebitda		71.723	114.167	207.813	206.056	192.443
Depreciación y Amortización activos		-49.006	-54.332	-54.540	-51.115	-57.326
Resultado Operacional		22.717	59.835	153.273	154.941	135.117
Gastos Financieros		-25.681	-21.938	-20.822	-19.307	-30.281
Ingresos Financieros		3.154	2.675	2.055	3.223	8.795
Resultado Neto Empresas Relacionadas		4.536	13.226	29.812	84.052	87.976
Ingresos (egresos) Netos No Operac.		-2.167	-6.086	-5.175	-5.665	-13.480
Correc. Monet., Dif. Cambio, Amort. MV		7.711	-18.789	-6.286	-2.908	377
Resultado No Operacional		-12.447	-30.912	-416	59.395	53.387
Utilidad (pérdida) del ejercicio		3.352	21.043	124.820	187.025	165.386
Flujo Fondos Operación (FFO)		45.511	91.829	173.329	190.649	155.117
Variación Capital de trabajo		78.224	-10.797	-13.144	-13.939	25.064
Flujo Caja Neto de la Operación		123.735	81.032	160.185	176.710	180.181
Inversiones en activos fijos		-18.943	-16.077	-28.851	-55.251	-118.802
Inversiones netas en empresas		-2.649	0	0	-1	-24.166
Flujo Caja Operación Menos Inversiones		102.143	64.955	131.334	121.458	37.213
Dividendos pagados		-17	-1.689	-25.154	-96.023	-84.043
Flujo Caja Neto Disponible de Operación		102.126	63.266	106.180	25.435	-86.830
Variación de capital patrimonial		0	0	0	0	0
Variación de deudas financieras		-95.067	-45.525	-75.798	65.667	133.375
Otros movimientos de financiamiento		-1.950	-325	-1.019	-10.726	779
Movimientos con Empresas Relacionadas		-21.204	-11.992	16.956	4.743	0
Otros movimientos de inversiones		1.398	4.929	6.582	1.170	554
Flujo de caja Neto del Ejercicio		-14.697	10.353	52.901	86.289	87.878
Caja Inicial		19.098	4.401	14.754	67.655	153.924
Caja Final		4.401	14.754	67.655	153.944	241.802
Activos Circulantes		230.827	274.764	355.529	520.920	793.801
Activos fijos		654.750	619.001	636.131	637.339	811.292
Otros activos		122.938	116.313	126.886	183.101	166.674
Deudas bancos corto plazo		165.119	86.367	46.615	66.416	91.420
Deudas bonos corto plazo		19.249	19.554	61.930	69.531	5.503
Pasivos Circulantes		276.659	195.567	264.539	336.231	322.102
Deudas bancos de largo plazo		117.970	167.663	163.589	134.902	201.582
Deudas bonos largo plazo		121.876	124.946	59.028	140.291	337.767
Pasivos de largo plazo		278.471	341.662	292.188	359.372	634.694
Interés Minoritario		69	72	78	82	82.772
Patrimonio		453.316	472.777	561.741	645.675	732.199
Margen Ventas		19,0%	26,1%	32,4%	26,8%	22,8%
Margen Ebitda		14,9%	21,5%	28,7%	23,4%	19,3%
Rentabilidad operacional		2,3%	5,9%	13,7%	11,6%	7,6%
Rentabilidad patrimonial		0,7%	4,5%	22,2%	29,0%	22,6%
Liquidez corriente		0,83	1,40	1,34	1,55	2,46
Endeudamiento total		1,22	1,14	0,99	1,08	1,17
Endeudamiento financiero		0,94	0,84	0,59	0,64	0,78
Ebitda / gastos financieros		2,8	5,2	10,0	10,7	6,4
FFO / intereses		2,9	5,4	10,4	14,2	6,4
Deuda / Ebitda		5,9	3,5	1,6	2,0	3,3
FFO / Deuda		11%	23%	52%	46%	24%
Ebitda Aj = Ebitda + Dividendos Recibidos		71.723	114.290	208.266	255.472	250.896
Deuda Neta		419.813	383.776	263.507	257.196	394.470
Ebitda Aj / Gastos financieros		2,8	5,2	10,0	13,2	8,3
Deuda / Ebitda Aj		5,9	3,5	1,6	1,6	2,5
Deuda Neta / Ebitda		5,9	3,4	1,3	1,2	2,0
Deuda Neta / Ebitda Aj		5,9	3,4	1,3	1,0	1,6

CAP

Resultados y rentabilidad

En la década de los noventa, los ingresos operacionales de la compañía mostraron un comportamiento creciente hasta 1997, influenciados preferentemente por mayores ventas físicas de productos de acero, a excepción del año 1995 en que se produjo un alza importante de los precios medios del acero en el mercado interno.

A partir de 1998 y hasta 2003, las ventas consolidadas físicas y valoradas se mantuvieron deprimidas respecto al nivel alcanzado en 1997, debido principalmente al aumento de la oferta internacional de acero (con mayores excedentes de inventarios), a la presión sobre el valor del acero en el mercado chileno proveniente de productos importados con bajos precios (en ciertos casos utilizando dumping o producción subsidiada), y a periodos de mayor dificultades económicas relacionadas al nivel de actividad productiva en Chile.

Después de un leve repunte de los precios del acero en el mercado chileno en el año 2000, éstos volvieron a caer durante el 2001 y el 2002, llegando a niveles históricamente bajos.

En 2003, se produjo una mejoría del precio promedio, producto de la transferencia al mercado interno del alza en valores internacionales. Sin embargo, el precio continuó por debajo del nivel alcanzado en período 1995-1998. Pese a esta situación, en 2003 la empresa alcanzó un nivel de márgenes y rentabilidades similares a las obtenidas antes de la crisis asiática, lo que refleja los avances logrados en el desempeño operacional.

En el período 2004-2005, como resultado de un favorable escenario internacional del mercado del acero y el crecimiento de la demanda interna, el precio y las ventas físicas de acero alcanzaron los niveles más altos registrados en los últimos 10 años.

Por otra parte, en términos de precio y volúmenes de ventas, el negocio del hierro ha tenido en los últimos años un comportamiento bastante más estable que el acero. A partir de 2004, el precio mostró una tendencia positiva, que se espera se mantenga en el mediano plazo mediante el cierre de contratos de venta en mejores condiciones para CAP.

En el año 2002, los ingresos totales se incrementaron en un 4,2%, debido a mayores retornos por exportaciones, con aumentos en los despachos físicos y en los precios tanto de los productos de acero como mineros. A su vez, en el mercado interno los ingresos disminuyeron, por una caída en los volúmenes de venta de acero, con precios menores afectados por ajustes en los inventarios de productos en el mercado local.

Los mencionados ajustes en inventarios realizados en el 2002 son la principal causa de la caída en un 31,7% del resultado operacional, con un margen sobre ventas que cayó desde un 8,5% a un 4,7%. La reducción de inventarios de productos de acero se realizó con márgenes reducidos debido a la baja en los precios de venta y además este proceso requirió la detención de la operación de uno de los altos hornos durante el primer trimestre del año, generando costos extraordinarios estimados en al menos US\$10 millones. No obstante, dicha reducción del total de inventarios, que en términos valorados alcanzó a un 32% (US\$55 millones), permitió a la compañía incrementar su generación de flujos de caja netos provenientes de la operación y utilizar los excedentes disponibles para cancelar deuda.

CAP

Luego de realizado el ajuste de inventarios de acero en el mercado interno, a partir del tercer trimestre del 2002 se observó una gradual pero consistente recuperación de los precios, explicada por la transferencia al mercado local de la mejoría en los precios internacionales. Ello, fue acompañado por un crecimiento en los niveles de despachos físicos.

En 2003, los mayores ingresos totales provienen principalmente de las ventas de acero en el mercado interno. Estas experimentaron un crecimiento de un 5% en los despachos físicos y un alza de un 14% en el precio promedio. Los mejores precios y un importante control de costos se tradujeron en una mejoría del margen porcentual sobre ventas. Es importante destacar que los costos y gastos del período fueron afectados por la paralización de un alto horno en mantención programada y por el efecto contable de la baja del tipo de cambio en costos denominados en pesos (contabilidad en US\$).

En 2004 y 2005, la empresa obtuvo fuertes incrementos de ingresos y resultados, debido a la favorable situación de precios y despachos, en conjunto con una operación más eficiente.

El resultado no operacional es persistentemente negativo, debido principalmente a la fuerte carga financiera de la compañía. Esta última, ha estado asociada al endeudamiento generado para financiar un plan de inversiones por más de US\$500 millones, que le permitió modernizar sus instalaciones productivas durante los años 90.

En 2003, la compañía generó un significativo aumento de las utilidades, alcanzando excedentes por US\$ 21 millones. Ello, pese a la obtención de mayores pérdidas no operacionales, provenientes principalmente de resultados negativos por diferencias de cambio (efecto de la baja en el tipo de cambio sobre pasivos en pesos).

En 2004 y 2005, la obtención de mayores utilidades de relacionadas (negocio de hierro de Minera Huasco) y un menor impacto de diferencias de cambios, generaron un mejor resultado no operacional.

Para el período 2006, es factible esperar una situación favorable en precios y despachos de acero, escenario que permitiría a la empresa mantener una fuerte generación flujos operacionales y recepción de dividendos de Minera Huasco, pese a la presión sobre los márgenes del negocio del acero producto de mayores costos de materias primas (carbón, energía, entre otros). Ello, sobre la base de una favorable situación de precios en los mercados internacionales y el soporte de adecuadas expectativas para la evolución de la economía local.

Estructura de capital y flexibilidad financiera

En noviembre de 1999, CAP realizó una emisión de bonos reajustables en dólares por un monto total de US\$100 millones a seis años plazo, cuyos fondos se utilizaron para reestructurar los vencimientos de su deuda financiera. Con este mismo objetivo, en agosto del 2001 la empresa emitió bonos por UF3,8 millones. No obstante, con la excepción de esta deuda y otras no relevantes, la política de CAP ha sido contratar préstamos en dólares y a tasa de interés flotante.

Dada la fuerte disminución del flujo operacional de la empresa tras la crisis asiática, hasta diciembre de 2001 su objetivo de disminuir pasivos con costo no se había cumplido. Sin embargo, en el 2002, mediante el uso de excedentes de flujos de caja de la operación, la compañía redujo en US\$104 millones su deuda financiera, con lo cual

CAP

su nivel de endeudamiento se redujo de 1,17 a 0,94 veces el patrimonio. Asimismo, durante 2003, el saldo de deuda fue reducido en otros US\$26 millones adicionales.

En 2004, la empresa redujo su deuda financiera en US\$ 67 millones, alcanzando un saldo de US\$ 331 millones. Este equivale a 0,59 veces el patrimonio, un nivel muy bajo en relación a los rangos históricos.

Entre 1999 y 2002, como consecuencia de la desfavorable situación del mercado internacional del acero y el alto endeudamiento relativo de la compañía, los indicadores de coberturas financieras se mantuvieron en niveles estrechos en relación con el riesgo de su industria. No obstante, la cobertura de flujo operacional (resultado operacional antes de depreciación) sobre los gastos financieros conservó un nivel superior a 2 veces, incrementándose durante el año 2002 de 2,1 veces a 2,8 veces. A su vez, durante los 4 años mencionados, la deuda financiera representó entre 5 a 7 veces el flujo operacional.

En 2003, el mejor desempeño operacional permitió que la compañía alcanzara indicadores financieros en rangos que no se habían presentado desde el período 1997-1998. La cobertura de gastos financieros se elevó a 5, 2 veces y la relación deuda financiera sobre flujo operacional disminuyó a 3,5 veces.

En 2004 y 2005, las coberturas financieras del flujo operacional reflejan la buena situación de resultados. La cobertura del Ebitda sobre gastos financieros se elevó a 10 veces y la deuda representa menos de 2 veces el Ebitda (la deuda neta 1,25 veces).

La compañía dispone de líneas de crédito de corto plazo no utilizadas y una capacidad de generación de caja operacional disponible para amortizaciones que le otorgan suficiente flexibilidad financiera para cubrir los vencimientos de sus deudas. Además, el nivel de inversiones recurrentes necesarias para la operación es relativamente bajo en relación con la depreciación anual (US\$15 a US\$20 millones anuales), durante 2002-2003 se completó el programa de mantenciones mayores para los altos hornos de la siderúrgica y los gastos por pago de intereses se han reducido (producto de menores tasas y saldo de deudas).

Debido a la favorable situación de mercado, la empresa realizará inversiones para aumentar su capacidad de producción de acero en el orden de un 20% y para incrementar su producción de hierro. De acuerdo con la política financiera que ha presentado CAP, Feller Rate espera que este nivel de inversiones adicionales y otras que podrían destinarse al negocio de la minería de hierro no debieran afectar el perfil financiero de la compañía.

Su posición de liquidez y el perfil de vencimientos de la deuda de largo plazo experimentaron una significativa mejoría durante 2003. En octubre de 2003, la compañía obtuvo un crédito sindicado por US\$ 150 millones, con un plazo total de 5 años y un período de gracia para el capital de dos y medio años, fondos utilizados para refinanciar el vencimiento de pasivos.

Pese a que los altos niveles de utilidad obtenidos en los últimos años generan una presión adicional sobre los flujos para destinar recursos al pago de dividendos, debido a una política de reparto de 50% de las ganancias, no se espera que ello afecte la calidad de su posición de liquidez y flexibilidad financiera. A diciembre de 2005, la empresa presentaba un saldo de efectivo de US\$ 154 millones.

El actual perfil de vencimientos de la deuda de largo plazo se ajusta de mejor manera a la capacidad operacional anual de la empresa para generar flujos de fondos.

CAP

Esto favorece la posibilidad que en el futuro CAP pueda mantener o continuar reduciendo su nivel de deuda, sosteniendo una posición financiera menos vulnerable a las condiciones y variabilidad del negocio del acero.

Una nueva colocación de bonos realizada en 2005 y la buena posición generadora de caja de sus operaciones y de sus inversiones en empresas, representan una fuerte flexibilidad financiera para enfrentar sus vencimientos de deuda y sus inversiones.

CAP

CARACTERISTICAS DE
LOS INSTRUMENTOS

Acciones

Presencia ajustada	100,0%
Rotación	40,0%
Concentración de la propiedad	31,3%
Mercados en que transa	Chile
Política de dividendos	50% de la utilidad líquida del ejercicio
Volatilidad (desviación anualizada)	33,0% (tercer cuartil)
Valor libro de la acción	\$ 2.035,1
Valor de la acción en bolsa	\$ 5.007,8
Utilidad por acción	\$ 465,4
Relación precio utilidad	10,8

Bonos Serie C

Monto de la emisión	Serie C: UF\$3.800.000
Plazo final	5 años
Vencimiento	1° Agosto 2006
Amortización	4 cuotas semestrales iguales a partir del 1° de febrero del 2005
Tasa de interés	6% anual, compuesto semestralmente
Resguardos	Suficientes
Garantías	Fianza y Codeuda solidaria de Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. y Compañía Minera del Pacífico S.A.

Línea de Bonos

Monto máximo de la línea	UF 4.000.000
Plazo máximo de la línea	15 años
Resguardos	Suficientes
Garantías	Las emisiones de bonos con cargo a la línea estarán garantizadas con fianza y codeuda solidaria a favor de los tenedores por las sociedades Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. y Compañía Minera del Pacífico S.A. La constitución de las garantías deberá otorgarse a más tardar en la fecha en que se otorgue la escritura complementaria respectiva a cada emisión de bonos.

Línea de Bonos

Monto máximo de la línea	UF 6.000.000
Plazo máximo de la línea	10 años
Resguardos	Suficientes
Garantías	Las emisiones de bonos con cargo a la línea estarán garantizadas con fianza y codeuda solidaria a favor de los tenedores por las sociedades Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. y Compañía Minera del Pacífico S.A. La constitución de las garantías deberá otorgarse a más tardar en la fecha en que se otorgue la escritura complementaria respectiva a cada emisión de bonos.