

	Nov. 2022	Nov. 2023
Solvencia	A+	A+
Perspectivas	Positivas	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2021	2022	Sep-23
Margen Operacional	42,4%	20,4%	12,5%
Margen Bruto	46,6%	25,4%	18,7%
Margen Ebitda	49,3%	30,3%	23,8%
Endeudamiento total	0,8	0,8	0,9
Endeudamiento financiero	0,2	0,3	0,4
Ebitda / Gastos financieros	28,6	11,3	6,0
Deuda financiera / Ebitda	0,4	1,2	2,0
Deuda financiera neta / Ebitda	-0,1	0,9	1,6
FCNOA / Deuda financiera	190%	21,3%	29,0%
Liquidez corriente	1,2	1,1	1,1

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	
				Satisfactorio	Fuerte
Comportamiento commodity de sus principales productos					
Estructura de costos					
Diversificación de ingresos					
Sensibilidad al ciclo económico					
Industria intensiva en capital					

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	
				Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

FUNDAMENTOS

La clasificación "A+" de CAP S.A. refleja un perfil de negocios clasificado como "Satisfactorio" y una posición financiera clasificada como "Satisfactoria".

El principal negocio de CAP es la minería del hierro (CMP), el que representó gran parte del Ebitda consolidado a septiembre de 2023. Adicionalmente, la entidad opera en el área siderúrgica, posee el control de un grupo de empresas de procesamiento de acero y participa del negocio de infraestructura.

El flujo de fondos operacional de CAP está altamente expuesto a las variaciones de los precios internacionales y al desempeño del mercado asiático. Sin embargo, su estructura de costos le ha permitido mantenerse operativa en escenarios adversos.

A partir de 2022, se comenzó a observar una tendencia a la baja en los precios de venta que se ha mantenido a 2023 y, que en conjunto con el alza en los costos operacionales, ha generado un efecto negativo en los resultados de la compañía al tercer trimestre de 2023.

De esta forma, los ingresos operacionales de CAP alcanzaron US\$2.036 millones a septiembre de 2023, exhibiendo una caída del 5,9% respecto a los US\$2.162 millones registrados en el mismo periodo del año anterior, mientras que el Ebitda fue de US\$484,8 millones, con una disminución del 27,7% respecto a septiembre de 2022. Esto se debió, principalmente, a la reducción de los ingresos de la mayoría de sus líneas de negocios y a los mayores costos de venta a nivel consolidado. Específicamente en el caso de CMP, a septiembre 2023 el *cash cost* llegó a los US\$55,3 la tonelada, situándose por sobre el promedio de los últimos años; esto, dado los mayores costos de energía y un tipo de cambio menos favorable durante el primer trimestre de 2023.

En el periodo analizado, la deuda financiera alcanzó los US\$1.429 millones, aumentando un 31,8% desde los US\$1.084 millones registrados a septiembre de 2022. Este incremento se explica por el alza en la deuda de corto plazo de CMP y Cintac, usada para financiar las mayores necesidades de capital de trabajo.

Producto del aumento en la deuda financiera y la caída en el Ebitda de la compañía a septiembre de 2023, se observó un deterioro en el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda, que alcanzó las 1,6 veces (0,9 veces en diciembre de 2022). A igual fecha, la cobertura de intereses se vio mermada, llegando a un indicador de Ebitda sobre gastos financieros de 6,0 veces (11,3 a diciembre de 2022).

La liquidez de la compañía es "Intermedia". Ello, considerando una caja y equivalentes por US\$259,7 millones al cierre de septiembre de 2023; un FCNOA anualizado en torno a US\$415,0 millones; la existencia de líneas de crédito tanto en la matriz como en las filiales; un perfil de amortizaciones estructurado en el largo plazo; y un buen acceso al mercado de capitales tanto nacional como internacional.

PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: La estabilización de las perspectivas incorpora las mayores presiones que ha tenido la empresa producto de los menores precios de hierro y acero, que, en conjunto con un deterioro de la industria de la construcción en Chile y un contexto económico global más presionado, resultó en un debilitamiento de sus indicadores crediticios y de su posición de liquidez. A lo anterior se suma una estructura de costos para CMP que se prevé se mantenga entorno de los US\$50/ton, lo que toma mayor relevancia ante un escenario de incertidumbre actual respecto a la evolución de los precios de sus productos.

Analista: Andrea Faúndez
Andrea.faundez@feller-rate.com

Con todo, Feller Rate espera que la empresa mantenga un indicador de deuda financiera Ebitda menor a las 2,0 veces, junto con el buen acceso al mercado financiero.

ESCENARIO DE ALZA: Podría gatillarse ante la presencia, de forma estructural, de indicadores de deuda financiera neta sobre Ebitda y de Ebitda sobre gastos financieros en torno a 1,0 vez y 5,0 veces, respectivamente. Asimismo, considera un escenario de mayor estabilidad en el precio del mineral que, en conjunto con una recuperación en su generación de flujo de caja operacional, le permita robustecer su posición de liquidez a niveles históricos con respecto a lo visto en 2022.

ESCENARIO DE BAJA: Se considera poco probable, pero podría gatillarse ante condiciones de mercado más complejas o políticas financieras más agresivas que generen una mantención o deterioro por sobre las 2,0 veces del indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda en términos estructurales.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Posición competitiva en costos permite enfrentar ciclos negativos del hierro con mayor flexibilidad.
- Resultados de CMP altamente sensibles a la variabilidad del precio del hierro.
- Alta exposición a la economía china mitigada, en parte, por la atomización de clientes.
- Pertenece a una industria intensiva en capital de trabajo
- Industria con alta exposición al ciclo económico.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

- Sólidos indicadores de cobertura.
- Plan de inversiones con foco en aumento de eficiencias, reducción de costos y gestión medio ambiental.
- Deterioro relativo en posición de liquidez producto de mayores presiones en su flujo operacional.
- Bajo nivel de endeudamiento financiero.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El mayor accionista de CAP es la sociedad de inversiones Invercap S.A. con un 43,3% de la propiedad, seguido por la compañía japonesa Mitsubishi Inversiones Limitada (clasificado en “A/Estable” en escala internacional) con un 12,5% de la participación. Mitsubishi Corporation participa en un amplio rango de negocios tanto en Japón como en el exterior, siendo las áreas de energía y metales las principales contribuyentes a las utilidades consolidadas.

PERFIL DE NEGOCIOS

| SATISFACTORIO

CAP S.A. fue fundada en 1946, bajo el nombre de Compañía de Aceros del Pacífico, en el marco del plan del gobierno de aquella época de incentivar, junto a privados, el desarrollo de la industria chilena. En 1950, la compañía inauguró y puso en marcha la planta siderúrgica Huachipato.

En 1978, la compañía se reorganizó en el grupo de empresas CAP, formando al alero de la matriz la Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH) y la Compañía Minera del Pacífico (CMP).

A comienzos de la década de los 2000, CAP adquirió participación en Cintac, para posteriormente continuar invirtiendo en ella y dando pie a la formación de su línea de negocios de procesamiento de acero (GPA). Otras adquisiciones notables en el plan de expansión de esta línea han sido Calaminon, Signovial y Sehover en 2018, y Promet en 2020.

En 2014, la compañía comenzó las operaciones de su planta desalinizadora, que junto a Puerto Las Losas y Tecnocap, forman parte de la unidad de negocios de infraestructura.

VENTAJAS COMPETITIVAS EN SU PRODUCCIÓN DE HIERRO POSICIONAN A CAP EN LA PARTE BAJA DE LA CURVA DE COSTOS

El mineral extraído por la división minera CMP cuenta con la ventaja de ser de mayor concentración, sobre 65%, y con propiedades magnéticas que mejoran sus condiciones de uso posterior.

Al igual que China, CAP exporta Magnetita, mientras que los grandes productores de Brasil y Australia producen Hematita, que, si bien se encuentra más cerca de la superficie, es producto de la oxidación de la primera y obliga a un mayor consumo energético y de materias primas en los procesos siderúrgicos.

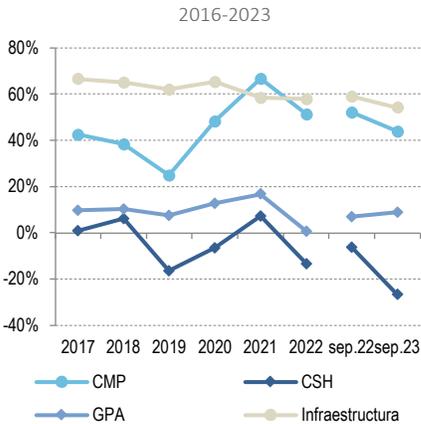
Las empresas chinas en particular mantienen una preferencia por la Magnetita puesto permite enfrentar de mejor forma ciertas regulaciones ambientales.

Respecto a los costos de CMP, desde 2018 a 2022 la empresa ha registrado un cash cost promedio en torno a los US\$ 50,3 la tonelada, encontrándose en la parte media-baja de la curva de costos de *Pellet Feed 66% Fe* y en la parte baja de la curva de *Pellet Feed Magnetita 66% Fe*, lo que le da mayor flexibilidad para enfrentar los ciclos negativos de precios. Esta ventaja se explica principalmente por una desarrollada logística, la ubicación de las minas muy cercanas al mar y la mejor ley del mineral respecto de la competencia.

Pese a lo anterior, a septiembre 2023 el cash cost llegó a los US\$ 55,3 la tonelada, exhibiendo un deterioro y situándose por sobre el promedio de los últimos años, esto dado los mayores costos de energía y un tipo de cambio menos favorable durante el primer trimestre de 2023.

De todas formas, se espera que las iniciativas de control de costo se mantengan como un elemento clave para competir, dado que se vislumbra que frente al escenario de precios actual y a la volatilidad que ha registrado el sector, una empresa poco eficiente puede verse obligado a salir del mercado.

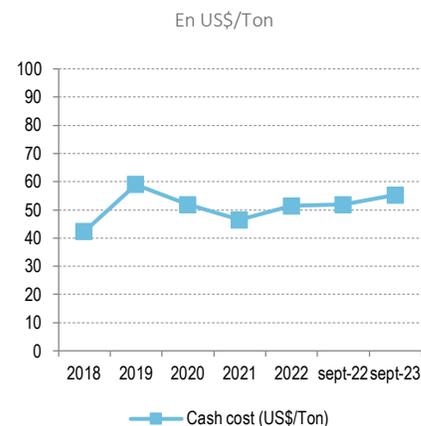
EVOLUCIÓN DEL MARGEN EBITDA POR LÍNEA DE NEGOCIOS



EVOLUCIÓN DE PRECIO INTERNACIONAL DEL HIERRO



EVOLUCIÓN DE CASH COST CMP



EXPOSICIÓN A PRECIOS DE HIERRO Y SUS DERIVADOS

Desde el año 2009 la mayor parte del Ebitda de CAP es generado por su área de minería CMP, con lo que la generación de utilidad de la empresa es altamente sensible a la industria del hierro y en mucha menor medida a la relativa al acero y sus productos.

En 2020, los precios del hierro se mantuvieron estables, gracias a que la menor demanda dada la coyuntura del Covid-19 permitió hacer un contrapeso a la menor oferta disponible, por la baja en la capacidad de producción de la brasilera Vale por el accidente en Minas Gerais en 2019.

Durante 2021, en línea con la flexibilización de medidas sanitarias a nivel mundial y reapertura económica a nivel mundial, hubo una fuerte alza en la demanda de hierro, que provocó un alza en los precios a niveles históricos, en torno a US\$ 214/dmt al cierre de junio. También se observó un aumento en los premios por hierro de alta calidad.

Pese a lo anterior, a partir de abril de 2022, se observó una menor actividad en el sector siderúrgico en China, disminuyendo así la producción de acero de dicho país. Esto generó una presión a la baja en los precios del mineral de hierro, pero manteniendo niveles por sobre los US\$ 100/dmt y además el país asiático ha mantenido una alta demanda por los concentrados de alta ley que ha incrementado los premios.

En términos de volumen de venta de la empresa, se ha recuperado fuertemente con posterioridad al accidente de Puerto Guacolda, volviendo a colocar producción a un nivel similar a 2018. Así a septiembre de 2023, los despachos de hierro totalizaban 11.500 MTM, en línea con los valores históricos y un 4,9% por sobre a igual periodo del año anterior, lo que no compensó la disminución en el precio promedio de un 8,7%, generando un impacto en la generación de esta línea de negocio.

En ese escenario, la capacidad de competir en costo se vuelve una ventaja comparativa que permite la viabilidad de mediano plazo de las operaciones, ya que el aplanamiento de la curva de costos de la oferta implicaría potenciales salidas de los productores de mayor costo, potenciando la volatilidad del precio del mineral, dependiendo de factores como el *timing* de la salida o consideraciones como la cobertura del costo variable y expectativas de precios.

Por otra parte, la industria del acero enfrenta un deterioro en comparación al año anterior, viendo afectados los precios a partir del segundo trimestre, lo que se ha mantenido hasta ahora. Esto producto del menor consumo interno de acero en China, que ha provocado que el país asiático aumente las exportaciones evidenciando una brecha entre los precios globales y los precios de CSH, que han impactado los márgenes del negocio de acero de CAP.

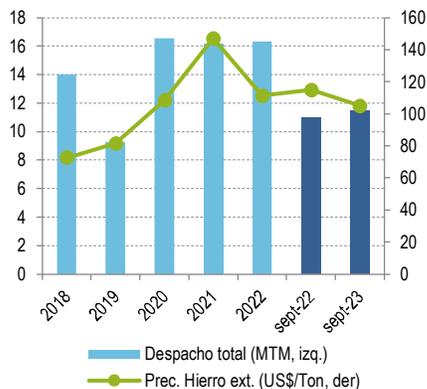
Feller Rate espera que se mantenga una volatilidad en el precio del hierro y sus derivados, ligada al contexto económico mundial, a la crisis del mercado inmobiliario en China, y una industria de construcción en Chile que se ha mantenido deteriorada desaceleración.

ALTA EXPOSICIÓN A LA ECONOMÍA CHINA MITIGADA, EN PARTE, POR UN ALTO NIVEL DE DEMANDA A TRAVÉS DE CONTRATOS

Durante los últimos años, se observa una creciente concentración de las exportaciones hacia las economías asiáticas, con foco principalmente en China que representaba a septiembre de 2023 un 43,8% de los ingresos de la compañía, asociado principalmente con las exportaciones de hierro.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO Y DESPACHOS DE HIERRO

2016-2023



La transición de la economía china desde la inversión en infraestructura hacia una economía de valor agregado y consumo afecta las perspectivas de demanda sobre los materiales de construcción, arrastrando consigo las expectativas sobre los precios de los productos de CAP.

Sin embargo, gran parte de las ventas de CMP son a través de contratos a largo plazo en los cuales se establecen los niveles de venta en toneladas.

ESTRUCTURA DE CONTRATOS, RESERVAS Y ESTABILIDAD DE LA DEMANDA COMPROMETIDA PERMITEN PROYECTARSE EN PLAZOS LARGOS

CAP cuenta con reservas que, a 2022, sumaban 2.706 millones de toneladas, con CAGR desde 2017 del -0,8%, en posición de ser explotadas en la medida en que las condiciones del mercado y, en particular, del precio del hierro lo vuelvan económicamente factible.

A la fecha, gran parte de la producción exportada correspondía a contratos, encontrándose al resto de la producción dependiente del mercado spot. En el caso de estas últimas, en las ventas solo se fija el volumen, dado que el precio tiene un ajuste posterior.

A diferencia de la política de otros exportadores, la producción comprometida no necesita salir en busca de compradores, por lo que históricamente CAP no ha tenido que enfrentar problemas de exceso de oferta, sino de precios.

POSICIÓN DE LIDERAZGO EN LA INDUSTRIA DEL ACERO LOCAL. SIN EMBAGRO, CON ALTA COMPETENCIA E IMPORTANTES DESAFÍOS

A través de la compañía siderúrgica Huachipato (CSH), históricamente CAP ha sido el principal productor y comercializador de acero en Chile, con una capacidad de producción de 800.000 toneladas métricas, gracias al cambio del Alto Horno 1 al Alto Horno 2 que ocurrió en abril de 2019. El grueso de las ventas de CSH están concentradas en el mercado nacional.

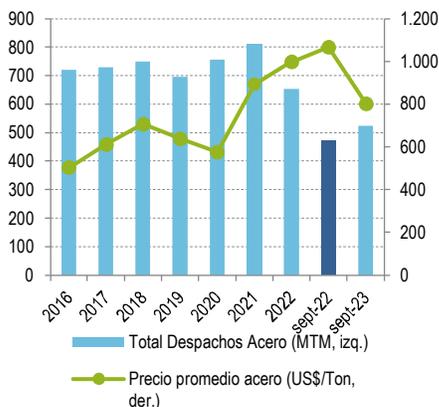
Adicionalmente, la compañía cuenta con un alto grado de integración hacia la materia prima que le permite aprovechar importantes sinergias en la producción, comercialización y distribución de sus diferentes productos permitiéndole sustentar el riesgo de su perfil de negocios.

En su historia, la posición de CAP en el mercado nacional se ve favorecida por la tendencia a preferir el acero local dado que permite mayor flexibilidad en el manejo de volúmenes de las órdenes de compra, cobertura del riesgo de tipo de cambio y la posibilidad de evitar el costo financiero de mantener inventarios.

Sin embargo, en el ultimo tiempo la disminución de la demanda interna de China ha provocado que el país asiático aumente considerablemente la exportación de acero al resto del mundo a precios por debajo de los de los demás países. De esta forma, CSH ha visto un impacto relevante en sus márgenes de los últimos periodos, debiendo establecer un plan estratégico que implica ahorro de costos por US\$ 60 millones a 2024, un cambio en la estrategia comercial orientándose mas a productos para la minería y una solicitud de media antidumping por la brecha de precios con el acero proveniente de China.

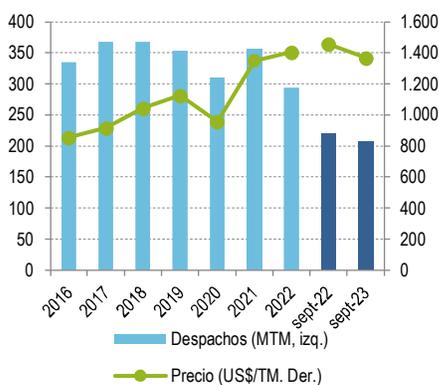
EVOLUCIÓN DEL PRECIO Y DESPACHOS DE ACERO

2016-2023



EVOLUCIÓN DE PRECIOS Y DESPACHOS DEL GPA

2016-2023



En línea con lo anterior, el 30 de octubre de 2023, la compañía suscribió 21.999.460 acciones de la Compañía Siderúrgica Huachipato como consecuencia del aumento de capital realizado. Las acciones se pagaron a través de la capitalización de una parte de los créditos que CAP mantenía en contra de CSH, por lo que no implican desembolsos por parte de la empresa. Lo mencionado se realizó con el objetivo de mejorar la posición financiera de CSH, reforzar su patrimonio y reducir los gastos financieros.

Es importante mencionar el difícil escenario que enfrenta la actividad siderúrgica en el corto plazo, con una sobrecapacidad instalada (a nivel mundial se utiliza menos del 75% de su capacidad instalada) y un escenario de menor dinamismo, lo que ha derivado en un periodo de disminución de precios a partir del segundo trimestre.

NEGOCIO DE PROCESAMIENTO DE ACERO CON EXPOSICIÓN A LA INDUSTRIA DE CONSTRUCCIÓN, PERO CON FOCO EN PRODUCTOS DE MAYOR MARGEN

El objetivo de esta línea de negocios es la creación de soluciones de acero principalmente para los sectores de la construcción, la industria e infraestructura. CAP participa en esta industria a través de sus filiales Cintac S.A. e Intasa S.A, y tiene presencia en los mercados chilenos, peruanos y argentinos.

El procesamiento de acero se ve fuertemente influido por los costos de su materia prima - el acero - y por el dinamismo presente en los mercados en los que participa. Es por esto que en los últimos periodos se observó una menor demanda, principalmente en Chile producto de la difícil situación de la industria de la construcción que impactaron los resultados de Cintac.

La estrategia actual de esta línea es pasar de la venta de *commodities* a la venta de productos y servicios de valor agregado que proporcionan un mayor margen, a la vez que mantienen un crecimiento orgánico e inorgánico. En este contexto, durante mayo de 2020 adquirieron el 60% de la propiedad de Promet, empresa enfocada en la construcción e instalación de plantas industriales, comerciales y agrícolas en base a sistemas modulares.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

Durante 2021, se diseñó el Modelo de Sostenibilidad para todas las empresas del grupo, definiendo las directrices para alcanzar un crecimiento sostenible.

En este mismo periodo, la empresa fue listada en el *Dow Jones Sustainability Index* Mercado Integrado Latinoamericano, situándose dentro de las empresas de su industria más sostenibles del mundo.

— AMBIENTALES

En su reporte integrado de 2021, la compañía definió 5 temas claves en el área medioambiental: energía y emisiones; agua; residuos, materiales y transporte; adaptación al cambio climático; y biodiversidad y patrimonio natural.

Por el lado de CSH, la compañía está enfocada en avanzar en la descarbonización de sus operaciones. Para esto, en 2021 entró en vigencia un contrato de energía renovable que permitirá disminuir las emisiones de CO₂. A su vez, han gestionado el consumo de energía en base a la utilización de los gases que se generan como subproductos del proceso productivo.

Por otra parte, CMP ha avanzado en el uso de agua desalinizada en sus operaciones, la cual es producida por Aguas CAP, reduciendo el impacto de sus operaciones en su zona, la cual sufre de sequía. Durante 2022 comenzó el proyecto de descarbonización de la Planta de Pellets que implica reemplazar el carbón por gas natural.

La compañía, a su vez, mantiene un plan de cumplimiento en el Huasco, en el contexto del plan de prevención de contaminación atmosférica en esa zona. El enfoque de este plan es la reducción de material particulado, para lo cual se han implementado diversas iniciativas como la limpieza de las vías férreas, la incorporación de un sistema de abatimiento de NO_x en las dos chimeneas de la planta, la instalación de un precipitador electrostático y la implementación de un depósito de relaves filtrado para la Planta de Pellets.

Finalmente, en el caso de Cintac, han implementado varias iniciativas con foco en la gestión de residuos y la eficiencia hídrica. Respecto a esta última, la compañía puso en marcha en 2022 un sistema de recirculación de agua para disminuir el uso de agua en la fabricación de perfiles.

— SOCIALES

En este aspecto, los principales actores sociales vinculados a CAP son sus trabajadores. Al respecto, la compañía mantiene una estrategia de identificación y desarrollo de talentos en cargos críticos, además de velar por la mantención de un ambiente que resguarde la salud y bienestar.

A su vez, la empresa mantiene una fuerte vinculación con las zonas donde opera, incentivando en lo posible la contratación de personal local, el cual representa cerca del 91% a nivel de grupo CAP, y privilegiando el uso de contratistas y servicios locales. También desarrolla programas de inversión social en las comunidades donde está presente, a diciembre de 2022 este monto ascendió a US\$ 4,7 millones.

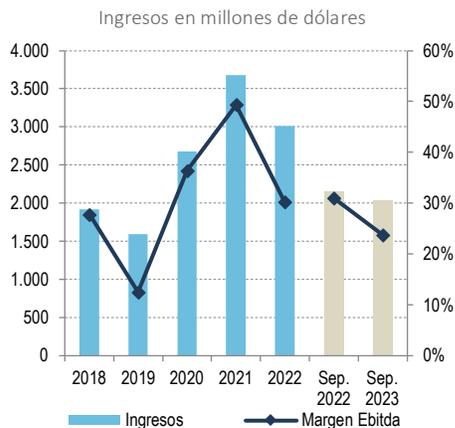
— GOBIERNOS CORPORATIVOS

Considera como suficientes aspectos de sus gobiernos corporativos, donde la empresa es administrada por un directorio de siete miembros, elegidos por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos de forma indefinida. Éste tiene la responsabilidad de establecer los lineamientos estratégicos que guíen la conducción de la empresa y velar por su cumplimiento.

Asimismo, posee un Comité de Directores que sesiona regularmente en los cuales se abordan los diferentes temas claves de la compañía con mayor profundidad y de manera más especializada. Además, la empresa cuenta con un comité de finanzas, comité de estrategia y comité de gestión de riesgos.

Durante 2021, se recertificó el modelo de prevención de delitos para CAP, Puerto Las Losas y Aguas CAP.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



POSICIÓN FINANCIERA

SATISFACTORIA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Ingresos y márgenes muestran un deterioro producto de una tendencia a la baja en el precio promedio del hierro y acero.

Los resultados y márgenes de la compañía tienen una volatilidad inherente relacionada con los precios internacionales y las condiciones de mercado imperantes en la economía. Sin embargo, su posición de productor de alta ley le ha permitido mantenerse operativa en escenarios adversos.

De esta forma, a septiembre de 2023, los ingresos operacionales de CAP alcanzaron los US\$ 2.036 millones, exhibiendo una caída del 5,9% respecto de los US\$ 2.162 millones registrados en el mismo periodo del año anterior, producto de la tendencia a la baja en el precio de los *commodities* a nivel internacional.

Por su parte, los ingresos de CMP disminuyeron en un 4,1% respecto de septiembre de 2022, alcanzando los US\$ 1.219 millones, debido a la baja en el precio del hierro, que alcanzó los US\$ 105,0 por tonelada a septiembre de 2023, esto no logró ser compensado por los mayores volúmenes despachados. Lo anterior, sumado a mayores costos operacionales producto de un tipo de cambio menos favorable y por el efecto del incremento en los precios de energía, generó que el Ebitda del periodo mostrara un deterioro del 19,2%, alcanzando los US\$ 535,3 millones.

En el caso de CSH, al tercer trimestre de 2023 los volúmenes despachados registraron un aumento de 10,8% respecto a septiembre de 2022, sin embargo, la disminución de 25% en los precios del acero generó una caída de 13,7% en los ingresos, que llegaron a los US\$ 450,1 millones al cierre de septiembre de 2023. Esto, no fue compensado por la disminución en los costos unitarios y significó que la compañía registrara un Ebitda aún más negativo a septiembre de 2023, situándose en US\$ 120,5 millones en comparación a los US\$ 32,3 millones alcanzados a septiembre de 2022.

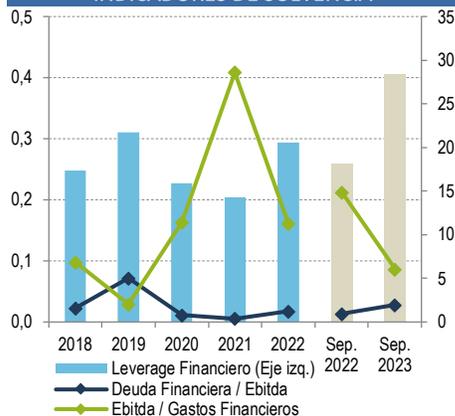
Los ingresos de GPA, en tanto, también registraron una caída de 7,6% respecto de septiembre de 2022, alcanzando los US\$ 404,0 millones, debido a menores despachos. Sumado a esto, los mejores márgenes obtenidos producto de mayores ingresos por servicio y mejores resultados de su operación en Argentina significaron un aumento en el Ebitda del periodo en un 19,4%, alcanzando los US\$ 35,7 millones.

Finalmente, el segmento de infraestructura registró ingresos por US\$ 80,8 millones, reflejando un aumento de 9,5% respecto de igual periodo del 2022. En el caso del Ebitda se observó cierta estabilidad, alcanzando los US\$ 43,8 millones a septiembre 2023.

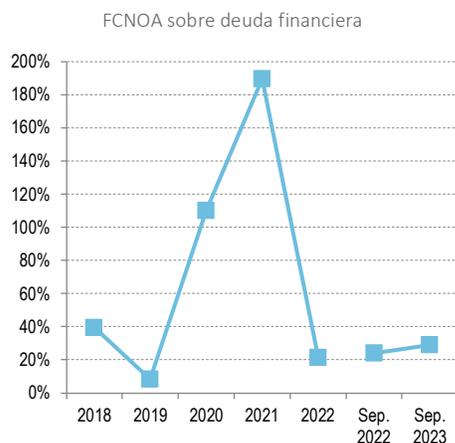
A nivel consolidado, los costos de venta de CAP a septiembre de 2023 alcanzaron los US\$ 1.655,7 millones, con un alza de 5,5% respecto del mismo periodo del año anterior, mientras que los gastos de administración y ventas alcanzaron los US\$ 126,4 millones, un aumento del 20,0% respecto de septiembre de 2022, en línea con el aumento del cash cost de su negocio minero mencionado anteriormente

Así, el Ebitda a nivel consolidado alcanzó los US\$ 484,8 millones. La disminución de 27,7% se debe principalmente a la disminución en los ingresos de la mayoría de sus líneas de negocios y a los mayores costos de ventas a nivel consolidado. El margen Ebitda del periodo, en tanto, fue de 23,8%, por debajo de lo registrado en periodos anteriores.

EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



INDICADORES DE COBERTURA



PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

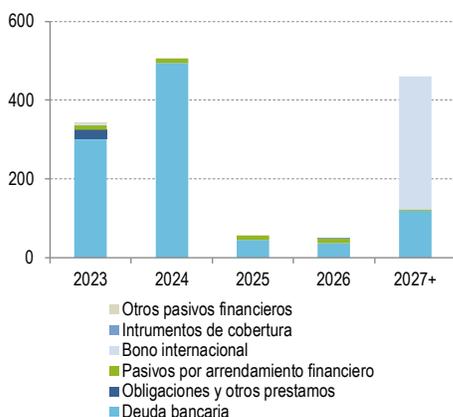
- Caja y equivalentes, al cierre de septiembre de 2023, de US\$ 259,7 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordadas al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.
- Reparto de dividendos flexibilizado en torno al 50% de las utilidades del ejercicio.

PERFIL DE AMORTIZACIONES

Millones de dólares



Por último, en relación a la generación operacional, medida a través del flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA), a septiembre de 2023 estaba en torno a los \$ US\$ 224,2 millones (\$ 41,4 millones en septiembre 2022). De esta forma, el indicador de FCNOA anualizado sobre deuda financiera, en tanto, alcanzó un 29,0%, mejor que el 24,0% registrado al cierre de septiembre de 2022.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Pese a la disminución en la generación operacional, la empresa mantiene sólidos indicadores de cobertura

Históricamente, la compañía había evidenciado un conservador nivel de endeudamiento, financiándose principalmente con fondos propios. Los cambios en sus niveles de deuda han estado mayormente relacionados con las mayores necesidades de financiamiento de sus filiales producto de mayores requerimientos de capital de trabajo.

De esta forma a septiembre de 2023, la deuda financiera alcanzó los US\$ 1.429,1 millones, aumentando un 31,8% desde los US\$ 1.084,6 millones registrados a septiembre de 2022. Este incremento se explica por el aumento de la deuda de corto plazo principalmente de CMP y Cintac para financiar las mayores necesidades de capital de trabajo.

La deuda financiera consolidada se encuentra diversificada por tipo de instrumento, donde un 70,0% corresponde a deuda bancaria, 23,9% a obligaciones con el público, un 4,8% a pasivos por arrendamiento financiero (considerando IFRS16) y el porcentaje restante a otros instrumentos, como pasivos de cobertura y cartas de crédito. En términos de tasa, alrededor de un 91,3% de la deuda financiera está definida en tasa fija, exponiéndose una menor parte a riesgo de variabilidad en la tasa de interés.

Los conservadores niveles de deuda de la compañía han estado acompañado de cierta estabilidad en su base patrimonial que a septiembre de 2023 llegó a los US\$ 3.512 millones. Con esto, en los periodos analizados, el endeudamiento financiero de la empresa se ha mantenido estable, por debajo de las 0,5 veces (0,4 veces al tercer trimestre de 2023), evidenciando una política de endeudamiento conservadora.

Producto del aumento en la deuda financiera y la caída en el Ebitda de la compañía a septiembre de 2023, se observó un deterioro en el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda que alcanzó las 1,6 veces (0,9 veces en diciembre de 2022). A igual fecha, la cobertura de intereses se vio mermada, llegando a un indicador de Ebitda sobre gastos financieros de 6,0 veces (11,3 a diciembre de 2022).

Feller Rate considera que antes las distintas condiciones de mercado de los últimos años la compañía ha visto impactos en su generación operacional y en sus requerimientos de financiamiento externo, que la han llevado a evidenciar un deterioro de sus indicadores de cobertura. Sin embargo, continúa manteniendo una política financiera conservadora e indicadores de solvencia en línea con su clasificación actual.

LIQUIDEZ: INTERMEDIA

La liquidez de la compañía considera una caja y equivalentes por US\$ 259,7 millones al cierre de septiembre de 2023 y un flujo de caja neto de la operación (FCNO) esperado de 12 meses en torno a los US\$ 415,0 millones.

Adicionalmente, la compañía cuenta con líneas de crédito comprometidas, tanto a nivel de filial como del *holding*. La filial CMP S.A. tiene vigente hasta septiembre de 2026 un contrato por US\$ 375 millones con un sindicato de bancos para el financiamiento de

capital de trabajo, inversiones y exportaciones. Por su parte, CAP S.A. se encuentra negociando una línea por US\$ 150 millones.

Dentro de los usos de fondos, el análisis considera vencimientos de corto plazo en torno a los US\$ 612,5 millones, de los cuales cerca de US\$ 200 corresponden a créditos PAES de CMP los cuales son de fácil refinanciamiento. Además, considera un nivel de *Capex* cercano a los US\$ 400 millones, junto con un reparto de dividendo en línea con la política histórica de dividendos de la compañía.

Asimismo, CAP sustenta su flexibilidad financiera en un perfil de deuda concentrado en el largo plazo contando con un demostrado acceso al mercado financiero tanto nacional como internacional.

La compañía mantiene *covenants* asociados al crédito sindicado, relacionados con la cobertura del servicio de deuda actual como proyectado, los cuales se mantienen bajo un adecuado nivel de cumplimiento a la fecha. Adicionalmente, el bono internacional 144-A no posee *covenants*, pero si mantiene limitaciones en lo referido a la creación de gravámenes, participar en transacciones de venta y/o arrendamiento, y en la participación en fusiones y/o consolidaciones.

ANÁLISIS INDIVIDUAL TIPO HOLDING

CAP, es una sociedad de inversiones, por lo que su principal fuente de flujos son los dividendos recibidos de sus filiales. Por lo cual, el desempeño de sus subsidiarias (CMP, CSH y Grupo de Procesamiento de Acero) son determinantes en el resultado final de la compañía.

La política de dividendos de CAP consiste en repartir el 50% de la utilidad líquida distribuible de cada ejercicio.

CAP se ha caracterizado históricamente por radicar la mayor parte de la deuda en la matriz, la cual, a septiembre de 2023, alcanzó alrededor de US\$ 341,721 millones correspondientes al bono internacional 144-A de 2006 (*Bullet* con saldo de US\$ 41 millones al 2036) y al bono internacional 144-A de 2021 (*Bullet* con saldo de US\$ 300 millones al 2031).

Por otra parte, la sociedad, a nivel individual, recibe un flujo anual de dividendos, principalmente de CMP que reparte el 75% de su utilidad (de la cual CAP mantiene el 75% de la propiedad), lo que históricamente le ha permitido cubrir el pago de intereses, los gastos operacionales y la distribución de dividendos.

CLASIFICACIÓN DE TÍTULOS ACCIONARIOS: PRIMERA CLASE NIVEL 2

La clasificación de las acciones de la compañía en "Primera Clase Nivel 2" refleja la adecuada combinación entre su posición de solvencia y factores como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor.

El Directorio de la compañía está conformado por siete miembros. De conformidad con el artículo 50 bis de la Ley N°18.046 y la circular N°1.526 de la Superintendencia de Valores y Seguros, la empresa cuenta con un Comité de Directores. El Directorio y el Comité de Directores son parte de las estructuras formales del gobierno corporativo de la compañía.

Respecto de la disponibilidad de información, la compañía posee un área de relación con los inversionistas, y publica en su página web información significativa para sus

accionistas que incluyen su memoria anual, sus estados financieros trimestrales con los análisis razonados, comunicados de prensa y presentaciones a inversionistas.

	30 Nov. 2015	30 Nov. 2016	30 Nov. 2017	30 Nov. 2018	29 Nov. 2019	03 Feb. 2020	30 Nov. 2020	30 Nov. 2021	30 Nov. 2022	23 Nov. 2023
Solvencia	A+									
Perspectivas	Estables	Estables	Positivas	Positivas	Estables	Estables	Estables	Positivas	Positivas	Estables
Acciones	1° Cl. Nivel 2									
Líneas de bonos	A+									

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de dólares

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sep-22	Sep-23
Ingresos Operacionales	1.475	1.636	1.932	1.917	1.590	2.679	3.677	3.006	2.162	2.036
Ebitda ⁽¹⁾	287	443	576	533	199	974	1.814	910	671	485
Resultado Operacional	88	230	369	344	20	758	1.561	614	487	254
Ingresos Financieros	4	10	15	15	12	6	3	10	5	13
Gastos Financieros	-61	-81	-92	-78	-98	-85	-63	-81	-52	-92
Ganancia (Pérdida) Operaciones Discontinuas									-8	
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	12	99	192	174	-89	432	993	335	292	-110
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	239	372	494	334	92	879	1.416	232	41	224
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	239	372	484	324	85	863	1.415	231	41	224
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	208	354	441	284	41	815	1.376	184	12	164
Inversiones en Activos Fijos Netas	-47	-44	-99	-126	-247	-249	-396	-417	-291	-401
Inversiones en Acciones	6	-22		-40	4	-39	-15	-4	-4	-9
Flujo de Caja Libre Operacional	167	288	342	117	-203	527	964	-237	-282	-246
Dividendos Pagados	-47	-11	-81	-113	-42	-83	-462	-603	-566	-137
Flujo de Caja Disponible	120	277	261	4	-245	444	502	-840	-848	-383
Otros Movimientos de Inversiones	-242	-137	162	128	181	-26	25	16	34	20
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-121	139	423	132	-63	419	527	-824	-814	-362
Variación de Deudas Financieras	220	-141	-351	-223	133	-259	-73	226	198	334
Otros Movimientos de Financiamiento	-2	-2	-1	-9	-3	0	-10	2	0	-7
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	97	-3	71	-101	66	161	446	-596	-615	-35
Caja Inicial	131	228	224	295	195	261	422	868	868	271
Caja Final	228	224	295	195	261	422	868	271	253	236
Caja y Equivalentes	618	731	644	435	281	495	891	292	274	259
Cuentas por Cobrar Clientes	190	254	312	245	277	530	338	460	267	337
Inventario	327	252	277	403	512	309	602	769	794	796
Deuda Financiera	1.479	1.357	1.078	828	1.007	785	747	1.085	954	1.429
Activos Clasificados para la Venta				0				2	2	1
Activos Totales	5.709	5.630	5.550	5.341	5.479	5.909	6.612	6.562	6.300	6.565
Pasivos Clasificados para la Venta								4	8	2
Pasivos Totales	2.548	2.453	2.287	1.999	2.235	2.446	2.945	2.862	2.627	3.053
Patrimonio + Interés Minoritario	3.161	3.178	3.264	3.342	3.243	3.463	3.667	3.700	3.673	3.512

* Cálculo de indicadores puede diferir de lo indicado en los EEFF de la empresa.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sep-22	Sep-23
Margen Bruto (%)	12,9%	19,7%	24,6%	23,3%	8,2%	33,2%	46,6%	25,4%	27,4%	18,7%
Margen Operacional (%)	6,0%	14,0%	19,1%	17,9%	1,3%	28,3%	42,4%	20,4%	22,5%	12,5%
Margen Ebitda (%)	19,4%	27,1%	29,8%	27,8%	12,5%	36,4%	49,3%	30,3%	31,0%	23,8%
Rentabilidad Patrimonial (%)	0,4%	3,1%	5,9%	5,2%	-2,8%	12,5%	27,1%	9,1%	12,8%	-1,9%
Costo/Ventas	87,1%	80,3%	75,4%	76,7%	91,8%	66,8%	53,4%	74,6%	72,6%	81,3%
Gav/Ventas	6,9%	5,6%	5,5%	5,4%	7,0%	5,0%	4,1%	4,9%	4,9%	6,2%
Días de Cobro	46,5	56,0	58,1	46,0	62,6	71,2	33,1	55,1	31,3	42,2
Días de Pago	79,1	76,8	93,5	91,0	109,9	112,0	131,7	113,9	101,8	90,6
Días de Inventario	91,5	69,1	68,5	98,6	126,3	62,2	110,3	123,4	130,3	123,1
Endeudamiento Total	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,9
Endeudamiento Financiero	0,5	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Endeudamiento Financiero Neto	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	5,2	3,1	1,9	1,6	5,0	0,8	0,4	1,2	1,0	2,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	3,0	1,4	0,8	0,7	3,6	0,3	-0,1	0,9	0,7	1,6
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	4,7	5,5	6,3	6,8	2,0	11,4	28,6	11,3	14,9	6,0
FCNOA / Deuda Financiera (%)	16,1%	27,4%	44,9%	39,2%	8,4%	110,0%	189,6%	21,3%	24,0%	29,0%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	27,7%	59,5%	111,4%	82,7%	11,7%	298,3%	-976,9%	29,2%	33,6%	35,4%
Liquidez Corriente (vc)	1,8	1,8	1,3	1,4	1,1	0,9	1,2	1,1	1,2	1,1

* Cálculo de indicadores puede diferir de lo indicado en los EEEF de la empresa.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

ACCIONES	Serie Única
Presencia Ajustada (1)	100%
Free Float	44,20%
Rotación (1)	36,3%
Política de dividendos efectiva	50% de la utilidad líquida del ejercicio
Directores Independientes	1

(1) Cifra al 31 de octubre de 2023

LINEAS DE BONOS	1011	1012
Fecha de inscripción	11.03.20	11.03.20
Monto máximo de la línea	UF 6.000.000	UF 6.000.000
Plazo de la línea	10 años	30 años
Series inscritas y vigentes al amparo	-	-
Covenant Financieros	Ebitda sobre gastos financieros netos >= 2,5x Endeudamiento financiero neto sobre patrimonio <= 1,2x Nivel mínimo de patrimonio debe ser MUS\$1.000.000	
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No contempla	No contempla

NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

ACCIONES

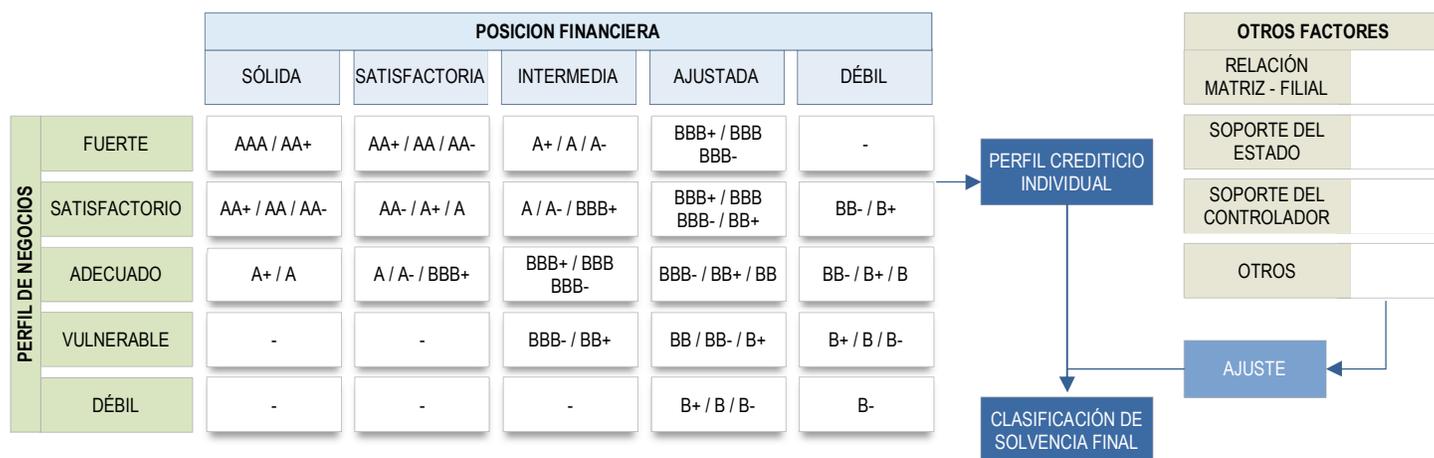
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- **Sólida:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Intermedia:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Débil:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Andrea Faúndez – Analista principal
- Héctor Romo – Analista Secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.