



# Valoración de Empresas

## CAP S.A

Tesis para optar al grado de magister en finanzas

Alumno: Felipe Vicente Gomez-Barris Montero

Profesor Guía: Carlos Maquieira

Santiago, Julio 2024

## Dedicatoria y agradecimiento

*Para mi hermosa hija Ema, cuya alegría me inspiró a seguir adelante en los momentos más difíciles. Verte crecer y descubrir el mundo ha sido el mayor regalo que he recibido. Sigue soñando en grande, explorando con valentía y recordando lo especial que eres.*

*A mi querida Gabriela, cuyo apoyo incondicional y amor me han dado la fuerza para alcanzar mis objetivos. Gracias por creer en mí, por estar siempre a mi lado, y espero poder seguir cumpliendo metas a tu lado.*

*A mis padres, Ximena y Roberto, quienes me enseñaron que el esfuerzo y perseverancia siempre trae frutos. Siempre estaré agradecido de su amor.*

*A mis hermanos, Santiago, Ignacio y Arturo, por su apoyo y cariño incondicional.*

*Y por último un profundo agradecimiento al Profesor Carlos Maquieira por guiarme y ayudarme en este proceso. Gracias por su constante apoyo, valiosos consejos y paciencia.*

## Índice

1.	Resumen Ejecutivo.....	8
2.	Metodología.....	9
2.1	Principales métodos de valoración.....	9
2.1.1	Métodos de flujos de caja descontado.....	9
3.	Descripción de la empresa y la industria .....	12
3.1	Descripción de la empresa .....	12
3.1.1	Antecedentes del negocio.....	12
3.1.2	Principales accionistas .....	13
3.1.3	Historia del negocio .....	14
3.1.4	Descripción financiera de la empresa .....	16
3.2	Descripción de la industria.....	18
3.2.1	Riesgos del negocio .....	23
3.2.2	Riesgos de tipo de cambio.....	23
3.2.3	Riesgos medioambientales.....	24
3.2.4	Riesgos geopolítico y entorno macroeconómico .....	24
3.3	Empresas comparables .....	25
4.	Estructura de capital .....	27
4.1	Deuda Financiera .....	27
4.2	Patrimonio Económico .....	29
4.3	Valor Económico .....	29
4.4	Estructura de capital histórica y objetivo .....	30
5.	Estimación del costo de capital de la empresa .....	32
5.1	Costo de la deuda.....	32
5.2	Beta de la deuda .....	32
5.3	Estimación del beta patrimonial .....	33
5.4	Beta patrimonial sin deuda .....	33
5.5	Beta patrimonial con deuda.....	34
5.6	Costo Patrimonial .....	34
5.7	Costo de Capital .....	34
6.	Análisis del negocio .....	36
6.1	Análisis de crecimiento de la empresa.....	36
6.1.1	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	37
6.2	Análisis del resultado no operacional de la empresa .....	40

6.3	Análisis de márgenes de la empresa.....	42
6.4	Análisis de los activos de la empresa .....	43
6.4.1	Activos operacionales y no operacionales .....	43
6.4.2	Capital de trabajo operativo neto.....	47
6.4.3	Inversiones .....	49
6.5	Análisis de crecimiento de la industria.....	50
7.	Proyección del Estado de Resultados .....	52
7.1	Ingresos Operacionales Proyectados .....	52
7.2	Costos y gastos operacionales proyectados.....	56
7.3	Resultados no operacionales proyectados .....	60
7.4	Impuestos corporativos.....	61
7.5	Proyección de Depreciación & Amortización .....	61
7.6	Proyección del Estado de Resultados .....	62
7.7	Supuestos .....	63
8.	Proyección de los Flujos de Caja Libre .....	64
8.1	Inversión en reposición .....	64
8.2	Nuevas inversiones de capital .....	64
8.3	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto .....	64
8.4	Flujos de caja proyectados.....	65
9.	Precio de la acción estimado .....	66
9.1	Valor Presente de los Flujos de Caja Libre .....	66
9.2	Déficit o exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto .....	66
9.3	Activos prescindibles y otros activos .....	67
9.4	Valorización económica de la empresa .....	68
9.5	Análisis de Sensibilidad.....	69
10.	Conclusión .....	71
	Bibliografía .....	72

## Índice de cuadros

Cuadro N°1: Antecedentes CAP S.A.....	12
Cuadro N°2: 10 mayores accionistas CAP S.A .....	14
Cuadro N°3: Resumen de resultados por unidad de negocios .....	16
Cuadro N°4: Resumen del precio del mineral de hierro .....	21
Cuadro N°5: Deuda Financiera de CAP S.A .....	27
Cuadro N°6: Deuda Financiera de CAP S.A .....	28
Cuadro N°7: Bonos del Grupo CAP .....	28
Cuadro N°8: Patrimonio Económico de CAP S.A.....	29
Cuadro N°9: Valor Económico de CAP S.A.....	29
Cuadro N°10: Estructura de capital de CAP S.A .....	30
Cuadro N°11: Detalles del Bono Internacional 144-A.....	32
Cuadro N°12: Datos de la estimación .....	33
Cuadro N°13: Costo de Capital .....	35
Cuadro N°14: Ingreso por Segmento CAP S.A. ....	36
Cuadro N°15: Variación de Ingresos por segmento CAP S.A. ....	36
Cuadro N°16: Ponderación de Ingresos por Segmento CAP S.A.....	37
Cuadro N°17: Evolución costos de operación por segmento .....	38
Cuadro N°18: Variación porcentual costos operacionales por segmento .....	39
Cuadro N°19: Ponderación de costos y gastos operacionales sobre los ingresos .....	40
Cuadro N°20: Evolución resultado no operacional.....	41
Cuadro N° 21: Ponderación del resultado no operacional sobre los ingresos.....	42
Cuadro N°22: Análisis de Márgenes de la compañía .....	42
Cuadro N°23: Activos Operacionales CAP S.A.....	44
Cuadro N° 24: Propiedad, Planta y Equipo CAP S.A. ....	44
Cuadro N°25: Activos No Operacionales CAP S.A. ....	45
Cuadro N°26: Resumen del estado de situación financiera.....	46
Cuadro N°27: Detalle de Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar .....	47
Cuadro N°28: CTON y RCTON de CAP S.A. ....	48
Cuadro N°29: Estimación de Ingresos por segmento Hierro .....	53
Cuadro N°30: Proyección de ingresos segmento CAP Acero.....	54
Cuadro N°31: Proyección de ingresos segmento Procesamiento CAP Acero .....	55
Cuadro N°32: Proyección de ingresos segmento CAP Infraestructura .....	55

Cuadro N°33: Proyección de Eliminaciones.....	56
Cuadro N°34: Costos de venta y porcentaje sobre las ventas anual 2019 a 2023 CAP.S.A. ....	56
Cuadro N°35: Costos de venta proyectados sin depreciación y amortización.....	57
Cuadro N36: Costos de Distribución Históricos. ....	57
Cuadro N°37: Proyección Costos de Distribución.....	58
Cuadro N°38: Gastos de administración Históricos.....	58
Cuadro N°39: Proyección Gastos de administración .....	58
Cuadro N°40: Participación en asociadas histórica .....	59
Cuadro N°41: Proyección participación en asociadas.....	59
Cuadro N°42: Resultado no operacional histórico.....	60
Cuadro N°43: Resultados No operacionales como porcentaje de Ingresos .....	60
Cuadro N°44: Resultados No operacionales proyectados .....	60
Cuadro N°45: Depreciación como porcentaje de Ingresos histórico .....	61
Cuadro N°46: Proyección Depreciación y amortización como porcentaje de Ingresos histórico .....	62
Cuadro N°47: Proyección del EERR 2023 – 2028 (E).....	62
Cuadro N°48: Proyección inversión en reposición .....	64
Cuadro N°49: Proyección de nuevas inversiones de capital.....	64
Cuadro N°50: Proyección CTON .....	65
Cuadro N°51: Proyección del Flujo de Caja Libre (FLC).....	65
Cuadro N°52: Valor Presente de los FCL Proyectados .....	66
Cuadro N°53: Exceso o déficit de CTON .....	66
Cuadro N°54: Activos prescindibles y otros activos.....	67
Cuadro N°55: Valorización económica .....	68
Cuadro N°56: Tabla de sensibilidad .....	70

## Índice de ilustraciones

### Índice de Diagramas

Diagrama N°1. Diagrama de la Estructura Organizacional CAP S.A. ....	15
Diagrama N°2: Distribución de ingresos y EBITDA por segmento de negocio año 2023 .....	18
Diagrama N°3: Participación de mercado en extracción de hierro crudo por país.....	19
Diagrama N°4: Participación de mercado en producción de acero crudo por país.....	20

### Índice de Gráficos

Gráfico N°1: Producción mundial de Mineral de hierro crudo, MM de toneladas métricas .....	19
Gráfico N°2: Producción mundial de acero crudo, millones de toneladas .....	20
Gráfico N°3: Evolución del precio del mineral de hierro (CFR China) .....	21
Gráfico N°4: Evolución del precio de referencia del Acero.....	22
Gráfico N°5: CAPEX histórico .....	49
Gráfico N°6: Estimación producción de Hierro Chile para 2024,2025 y 2026 .....	52
Gráfico N°7: Estimación precio de Hierro 2024, 2025 y 2026 .....	53
Gráfico N°8: Precio HRC acero \$/tonelada promedio .....	54
Gráfico N°9: Demanda de agua desalinizada estimada .....	55
Gráfico N°10: Precio de la acción de CAP entre los años 2022 y 2023 .....	69
Gráfico N°11: Precio de la acción de CAP y precio del hierro .....	69

## 1. Resumen Ejecutivo

El siguiente trabajo tiene como finalidad entregar una valoración de la compañía CAP S.A (Grupo CAP) al 31 de diciembre del año 2023. El informe abarca las **principales características de la compañía** (descripción de la empresa, antecedentes del negocio, principales accionistas, historia del negocio, descripción financiera de la compañía), **la industria donde compete** (principales aspectos, riesgos, empresas comparables), **estructura de capital** (deuda financiera, patrimonio económico, valor económico, estructura de capital histórica y objetivo), **estimación del costo de capital de la empresa** (costo y beta de la deuda, estimación del beta patrimonial con y sin deuda, costo patrimonial y costo de capital), **análisis del negocio** (crecimiento de la compañía, costos y gastos operacionales, resultado no operacional, márgenes, activos, capital de trabajo operativo neto, inversiones, industria), **proyección del estado de resultados** (ingresos operacionales, costos y gastos operacionales, impuestos, depreciación y amortización), **proyección de los flujos de caja libre** (inversión en reposición, nuevas inversiones de capital, inversión en capital de trabajo operativo neto, flujos de caja proyectados), y el **precio de acción estimado** (valor presente de los flujos de caja libre, déficit o exceso del capital de trabajo operativo neto, activos prescindibles y otros activos, valorización económica de la empresa).

Además de abarcar todos los aspectos mencionados previamente, el informe también detalla sobre la posición del Grupo CAP en Chile y el mundo, sus unidades de negocios, el segmento de negocio que más aporta a la generación de ingresos, los ingresos de la compañía, EBIT, EBITDA, deuda financiera, tipos de bonos, razón deuda patrimonio histórica, entre otros. Adicionalmente, el trabajo entrega un completo análisis sobre los precios y el mercado de hierro del mundo, el cual impacta a la rentabilidad e ingresos de la compañía.

En el informe se menciona con detalle los principales acontecimientos que han sucedido en la operación y el negocio de CAP S.A, entre los cuales podemos mencionar el desplome de la pluma de embarque del puerto de Guacolda II, suceso que impactó de forma negativa la producción y operación del negocio de la compañía, y varios sucesos más.

Por último, el trabajo entrega una valoración por el método de Flujos de Caja Libre (FCL), el cual entrega un precio estimado mayor que el precio de mercado, indicando que la compañía se encuentra subvalorada en el mercado de capitales, con una diferencia de precios de 6,6%, por lo cual no se puede realizar una recomendación de compra o venta de acción dado que la variación de precios es menor a 15%.

## 2. Metodología

### 2.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### 2.1.1 Métodos de flujos de caja descontado

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor

presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

### 3. Descripción de la empresa y la industria

#### 3.1 Descripción de la empresa

CAP es una sociedad anónima abierta, inscrita en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) que se encuentra normada bajo su forma jurídica por las leyes N°18.045 sobre Mercado de Valores y N°18.046 sobre Sociedades Anónimas. En 2023, no hubo cambios de RUT, razón social, naturaleza jurídica, ni cambios importantes en la propiedad de CAP. Sus acciones transan en la Bolsa de Comercio de Santiago en su totalidad (CAP S.A.,2022).

En términos de distribución geográfica, el Grupo CAP está presente en Chile, Perú y Argentina, con operaciones mineras e industriales en Chile y en el mundo. En términos comerciales, tiene ventas en países ubicados en América, Asia y Oceanía. Sus principales industrias son la minera, siderúrgica y procesamiento de acero. Además, tiene operaciones en la industria portuaria, servicios de desalinización de agua y transmisión de energía consolidándose como el principal productor de minerales de hierro y pellets de la Costa Americana del Pacífico (CAP S.A.,2022).

#### 3.1.1 Antecedentes del negocio

**Cuadro N°1:** Antecedentes CAP S.A

Antecedente	Descripción
Razón social	CAP S.A.
RUT	91.297.000-0
Domicilio	Gertrudis Echeñique N°220, Las Condes, Santiago, Chile.
Nemotécnico	CAP
Clase de acción	Ordinaria
Industria	Minería y Metales
Regulación	Comisión para el Mercado Financiero
Mercado en que se transan sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Países de operación	Chile, Perú y Argentina.

	Clasificadora	Categoría	Perspectiva
Clasificación de riesgo	Feller Rate	A+	Positiva
	Fitch	AA-(cl) - BBB-(int)	Estable
	S&P Global Rating	BB+(int)	Estable

Fuente: Memoria Anual CAP S.A. 2023

Por otro lado, es importante resaltar que las reseñas e informes de clasificación de CAP S.A. reflejan una estructura de capital históricamente sólida. La perspectiva estable y positiva de los informes indica que las métricas de apalancamiento se mantendrían dentro de límites sostenibles, a pesar de que las tres agencias de clasificación enfatizan precios futuros conservadores para el mineral de hierro. Además, destacan la capacidad de la empresa para moderar sus inversiones y adaptarse a condiciones de mercado más desafiantes, en consonancia con su enfoque conservador histórico sobre la deuda.

La clasificación accionaria de CAP, según Feller Rate (2022), resalta el perfil crediticio sólido de la empresa, su extensa trayectoria en el mercado de valores y una presencia de mercado del 100%. A febrero de 2023, CAP reporta una capitalización bursátil de US\$ 1.200 millones, consolidándose como una entidad importante en la Bolsa de Valores de Santiago, con niveles elevados de volumen diario transado que promediaron US\$ 1,16 millones en el último mes.

### **3.1.2 Principales accionistas**

En relación con el control de CAP S.A. el principal poseedor de acciones es Invercap S.A., una sociedad anónima abierta, junto con M.C. Inversiones Ltda., filial de Mitsubishi Corporation. Invercap S.A. tiene el control del 43,3% de las acciones, mientras que M.C. Inversiones Ltda. detenta el 12,5% de la participación, siendo ambas entidades las controladoras principales. Invercap S.A., a su vez, está bajo la influencia de Inversiones Hierro Viejo SpA, que posee el 39,3% del capital accionario y está controlada por Juan Enrique Rassmuss Raier. M.C. Inversiones Ltda., como accionista mayoritario, tiene la autoridad para designar a un miembro del Directorio de CAP. El restante 44,2% de las acciones pertenece a diversos accionistas y fondos. La categoría '*Otros fondos*' se refiere a fondos mutuos y fondos de inversión no pertenecientes a las AFP. Grupo CAP no tiene ADR's y la categoría '*Otros accionistas*' incluye principalmente a corredoras de bolsa.

## Cuadro N°2: 10 mayores accionistas CAP S.A

Nombre	N° de acciones suscritas	N° de acciones pagadas	% de propiedad
Invercap S.A.	64.731.088	64.731.088	43,3%
M.C. Inversiones Ltda.	18.681.015	18.681.015	12,5%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	8.469.790	8.469.790	5,7%
Banco de Chile por cuenta de State Street Bank	6.598.663	6.598.663	4,4%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	3.663.721	3.663.721	2,5%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	3.489.535	3.489.535	2,3%
Banco Santander por cuenta de Inv. Extranjeros	3.375.661	3.375.661	2,3%
Fundación CAP	3.299.497	3.299.497	2,2%
South Pacific Investments S.A.	2.877.970	2.877.970	1,9%
Santander Corredores de Bolsa Ltda.	2.348.855	2.348.855	1,6%
Otros	31.912.317	31.912.317	21,4%
<b>Total Acciones</b>	<b>149.448.112</b>	<b>149.448.112</b>	<b>100%</b>

Fuente: Memoria Anual 2023 CAP S.A.

### 3.1.3 Historia del negocio

CAP S.A. se estableció en 1946 como Compañía de Aceros del Pacífico en línea con la iniciativa gubernamental de fomentar la industria chilena mediante colaboración público-privada, marcando un hito al poner en funcionamiento la planta siderúrgica Huachipato en 1950. En los primeros años, la producción de acero fue el principal negocio a través de la siderúrgica Huachipato, para luego iniciar la extracción de mineral en 1959 con la adquisición de la mina “El Algarrobo” en la región de Atacama. Posteriormente en el año 1978 se experimentó una reestructuración en la compañía con la inauguración de la planta de pellets en Huasco, y se consolidó el conglomerado CAP al incorporar a la Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH) con la Compañía Minera del Pacífico (CMP), finalmente privatizándose en 1988.

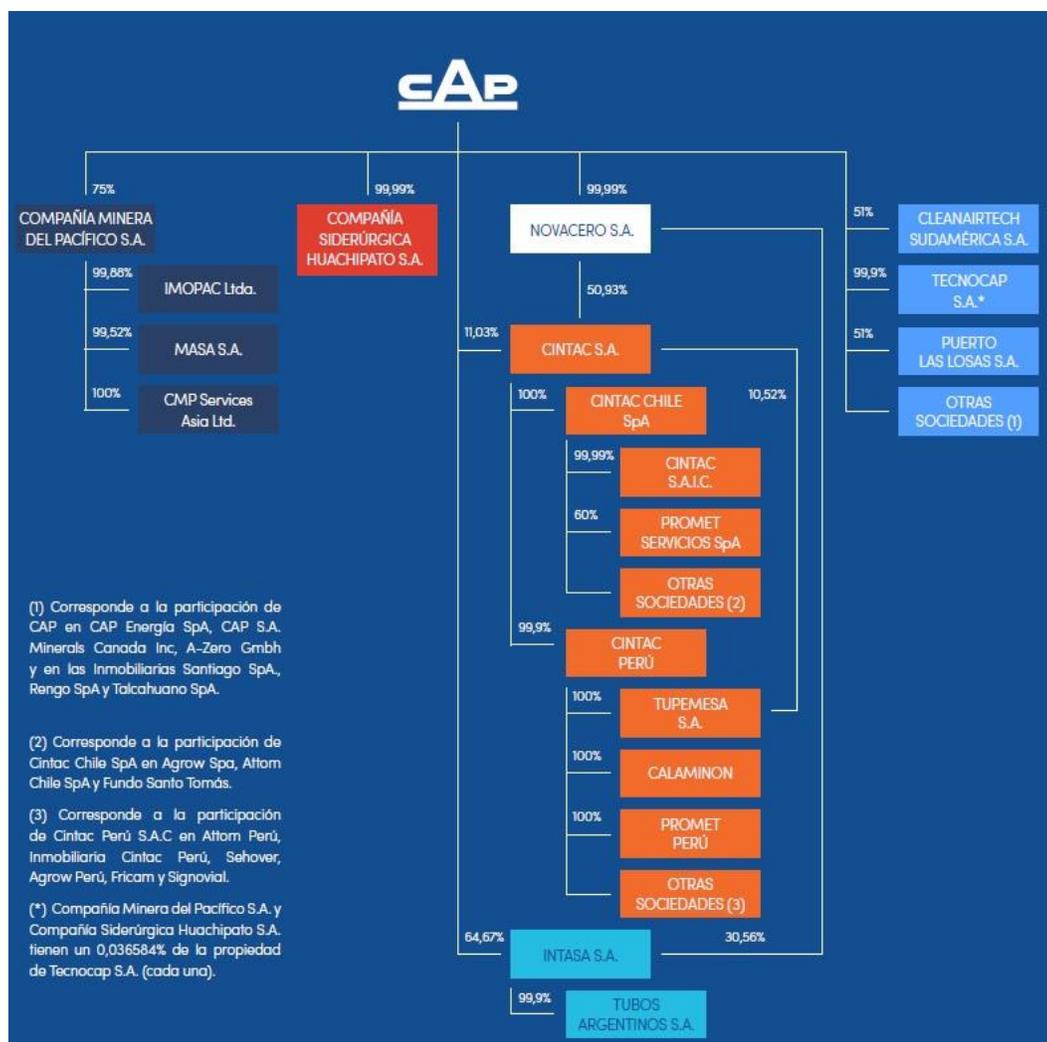
A principios de la década del 2000, CAP adquiere el 26,0% de CINTAC, dando origen a la división de procesamiento de acero (GPA). Entre las destacadas adquisiciones que consolidaron este proceso de expansión se incluyen Calaminon, Signovial y Sehover en 2018, seguidas posteriormente por Promet en 2020.

En 2014, la empresa inauguró su planta desalinizadora, la cual, junto con Puerto Las Losas y Tecnocap, conforma la unidad de negocios de infraestructura.

Ya para el 2020 la Compañía Siderúrgica Huachipato firma acuerdo con Engie para el suministro de energía 100,0% renovables a partir del 2021. A contar del mismo año el Grupo CAP alcanza resultados sobresalientes, emite un bono de US\$300 millones en Estados Unidos, refinancia el 'Project Finance' de la planta desaladora de Aguas CAP con un crédito verde por US\$152 millones, e inaugura el nuevo sistema de transferencia de gráneles en Puerto Las Losas en la región de Atacama.

Al cierre del año 2022, el grupo CAP firma un acuerdo con CORFO, adjudicándose un fondo por US\$ 3,6 millones para financiar el proyecto piloto de hidrógeno verde. (CAP S.A, 2023

Diagrama N°1. Diagrama de la Estructura Organizacional CAP S.A.



Fuente: Memoria anual CAP S.A 2023

En el Diagrama N°1 podemos observar que el grupo CAP está compuesto por sus filiales agrupadas en cuatro unidades negocios:

- i) Minería de Hierro
- ii) Producción de Acero (Siderurgia)
- iii) Procesamiento de acero
- iv) Infraestructura

### 3.1.4 Descripción financiera de la empresa

Con relación a los resultados financieros de la compañía CAP S.A. y de acuerdo a lo previamente señalado, las fuentes de ingresos de CAP provienen de sus cuatro segmentos de negocios anteriormente descritos. El cuadro N°3 resume los principales parámetros extraídos de la memoria anual 2023 por área de negocio, destacando el desempeño actual de la empresa y la distribución de sus resultados.

**Cuadro N°3:** Resumen de resultados por unidad de negocios

Cifras en MUS\$	Minería		Acero		Procesamiento Acero		Infraestructura	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Ingresos de Explotación	1.895.798	1.832.592	582.958	681.426	521.970	563.361	106.941	102.446
Margen Bruto	706.965	759.643	(133.202)	(83.096)	73.481	37.847	41.599	42.779
Gastos de Administración	66.706	51.775	36.535	30.015	52.100	54.306	3.615	2.989
Depreciación y Amortización	266.335	233.068	14.033	2.207	20.851	2.045	19.655	19.462
EBITDA	906.594	940.936	(155.704)	(91.041)	42.232	3.991	57.639	59.252
Ganancia (pérdida) después de impuesto	400.391	479.595	(385.505)	(122.394)	(30.463)	(35.875)	21.669	24.529

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2022 y 2023

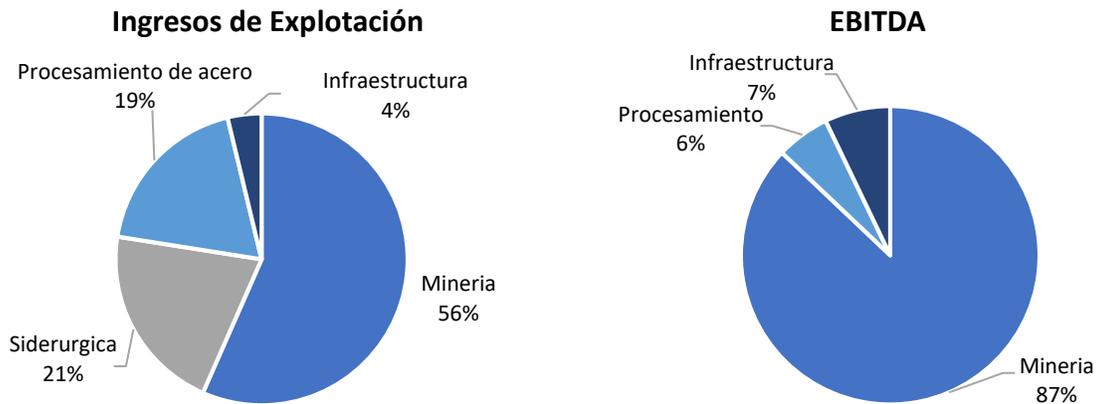
Con respecto a los ingresos de explotación podemos visualizar en el Diagrama N°2 que la mayoría de los ingresos provienen del segmento de negocios '*Minería de Hierro*' con una participación del 56,0%, seguidos por '*Siderurgia*' con un 21,0%, '*Procesamiento de acero*' con un 19,0%, y finalmente '*Infraestructura*' con el restante.

Por otro lado, analizando el EBITDA en la tabla n°3, '*Minería del Hierro*' aporta con un 87,0%, seguido de '*Infraestructura*' con un 6,0%. Las otras dos unidades de negocios completan el restante EBITDA del grupo.

Los gastos de administración y ventas experimentaron un incremento en valores absolutos, pasando de US\$139,1 millones en el año 2022 a 158,9 millones en el año 2023. Simultáneamente, el porcentaje en relación con las ventas también se elevó, ascendiendo del 4,3% al 6,0%. Este aumento se atribuye principalmente al sector minero, con reclasificaciones de gastos como el factor principal.

Finalmente, si observamos las ganancias después de impuesto, el 93,0% es aportado por Minería de Hierro y 7,0% por el área de infraestructura. Esto debido a que siderúrgica y procesamiento de acero han presentado pérdidas durante los periodos anteriores sin signos de recuperación. En relación con lo anterior podemos destacar las medidas anunciadas por la compañía para combatir los resultados negativos obtenidos en las unidades de negocios anteriormente señaladas. La compañía anunció que suspenderá las operaciones del Laminador Barra Talcahuano de forma progresiva desde finales de enero del año 2024, y así espera poder reducir la producción total en un ~10,0%. Además, la compañía ha tenido pérdidas acumuladas por un total de ~US\$ 1.000 millones desde el año 2009 debido al impacto de distorsiones de precios provocados por la importación de acero chino, por lo que las medidas anunciadas buscan asegurar la sostenibilidad y rentabilidad a largo plazo de la compañía.

**Diagrama N°2:** Distribución de ingresos y EBITDA por segmento de negocio año 2023



Fuente: Memoria Anual año 2023 CAP S.A

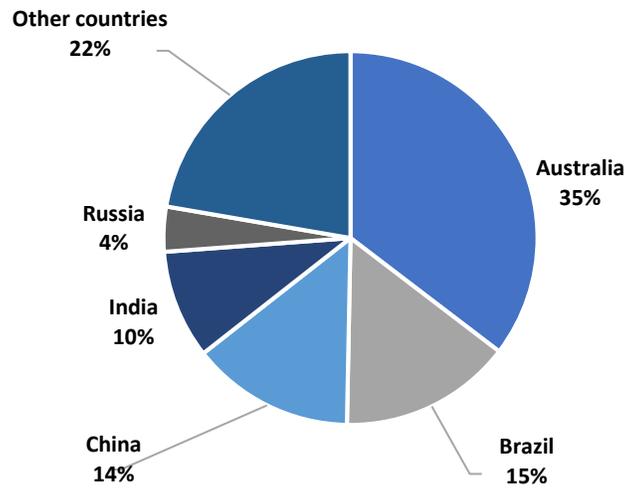
Respecto a los costos de compañía Minera del Pacífico desde 2018 a 2023 la empresa ha registrado un 'cash cost' promedio en torno a los US\$ 50,3 la tonelada, encontrándose en la parte media-baja de la curva de costos de Pellet Feed 66,0% Fe y en la parte baja de la curva de Pellet Feed Magnetita 66,0% 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 (Feller Rate, 2023). Pese a lo anterior, en el año 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.

### 3.2 Descripción de la industria

La industria del Hierro y del Acero se caracterizan por abastecer a constructoras como materia fundamental para la construcción de infraestructura crítica en el desarrollo humanos, por lo cual, la extracción y procesamiento de hierro juega un papel fundamental para el progreso e impulso de la economía alrededor del mundo.

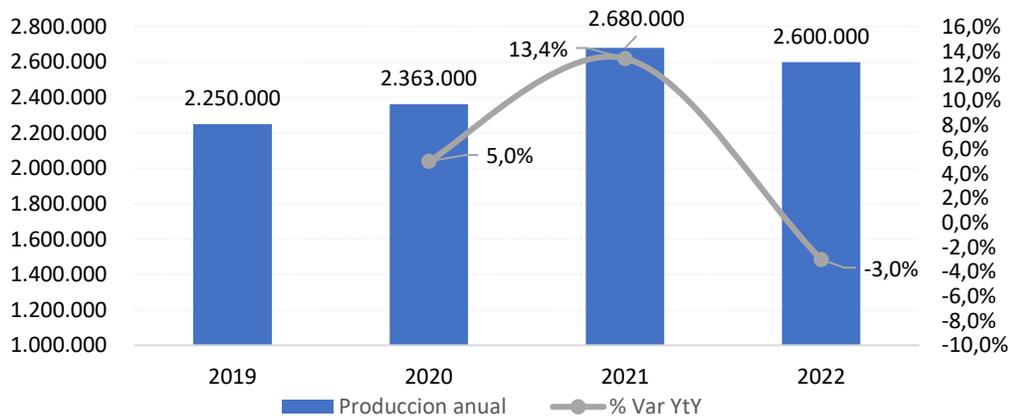
De acuerdo con el Diagrama N°3 podemos observar la participación de los principales países productores de hierro durante el año 2021. Australia es el país que posee la mayor producción con un 35,0% seguido por Brasil con un 15,0% y China en tercer lugar con 14,0% de la producción mundial de hierro crudo (Natural Resources Canada, 2023).

**Diagrama N°3:** Participación de mercado en extracción de hierro crudo por país



Fuente: Natural Resources Canada. (2023)

**Gráfico N°1:** Producción mundial de Mineral de hierro crudo, MM de toneladas métricas

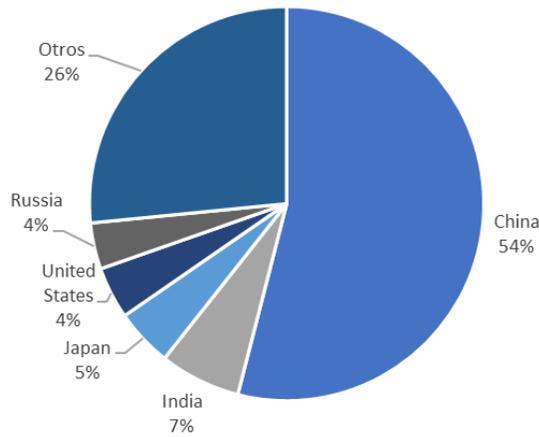


Fuente: Elaboración propia en base a informe de U.S. Geological Survey (2023)

En el año 2022 la producción de mineral de hierro de mina mundial fue de 2.600 millones de toneladas, disminuyendo un 3,0% con respecto al año anterior, fuera de la expectativa de la industria años previos. Esta situación se explica en gran parte debido a que la producción de mineral de hierro en China disminuyó un 1,0% en comparación con 2021, hasta 967,9 millones de toneladas, sumado a los efectos remanentes de las restricciones por COVID 19 y la disminución de oferta por parte de China en el consumo de hierro

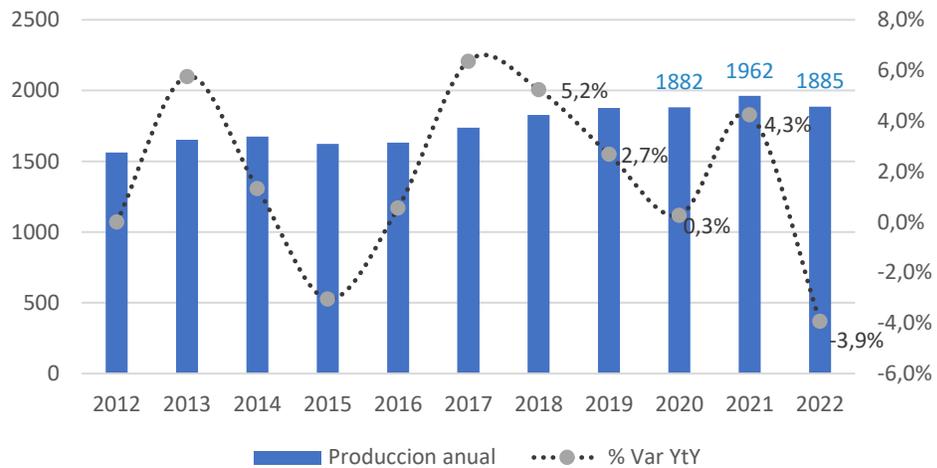
directamente relacionado con la industria de la construcción y activos reales. En el año 2023 la situación mundial se mantuvo, sin grandes cambios con respecto al año 2022.

**Diagrama N°4:** Participación de mercado en producción de acero crudo por país



Fuente: UNESID (2023). 2023 World Steel in Figures

**Gráfico N°2:** Producción mundial de acero crudo, millones de toneladas



Fuente: Elaboración propia en base a informe de UNESID (2023). 2023 World Steel in Figures.

En relación con los eventos y tendencias en la producción de acero, el informe anual 2023 de U.S. Geological Survey (2023) destaca una disminución del 2,3% en la demanda mundial de acero en 2022 que afectó la producción con una caída de 3,9%, pero con una leve recuperación en torno a aumento esperado del ~1,0%.

La explicación a la tendencia opuesta en 2022 se explica en la aparición del conflicto en Ucrania, nuevas medidas de mitigación del COVID-19 en China, altos costos de energía, tasas de interés en alza e inflación global afectando negativamente el consumo de acero. En contraposición en los Estados Unidos, el consumo de acero aumentó un 2,0% en 2022 debido a la sólida recuperación económica luego de la liberación total de restricciones por COVID-19 y se espera que la Ley de Inversión en Infraestructura y Empleos impulse el crecimiento en los sectores de energía y construcción.

En China, las condiciones económicas influyeron en la producción de acero, con una disminución del 4,0% en 2022, y con un año 2023 similar debido a estrategias prolongadas de mitigación de la COVID-19. Japón y la República de Corea experimentaron una menor demanda de acero en 2022 debido a reducciones en el sector de la construcción. La producción de acero en India se espera que aumente un 6,0% en 2022 debido a la inversión en infraestructura, la alta demanda de bienes de consumo y el aumento en el sector automotriz (U.S. Geological Survey, 2023).

**Gráfico N°3:** Evolución del precio del mineral de hierro (CFR China)



Fuente: Memoria Anual año 2023 CAP S.A

**Cuadro N°4:** Resumen del precio del mineral de hierro

(USD/dmt) <sup>(1)</sup>	Promedio precio 2023	Promedio precio 2022	Precio Spot 2023	Precio Spot 2022
Platts 62,0% Fe avg	117	127	114	111
Platts 65,0% Fe avg	130	148	125	124
C3 route Brazil –China	19.7	25.5	19.9	21.1

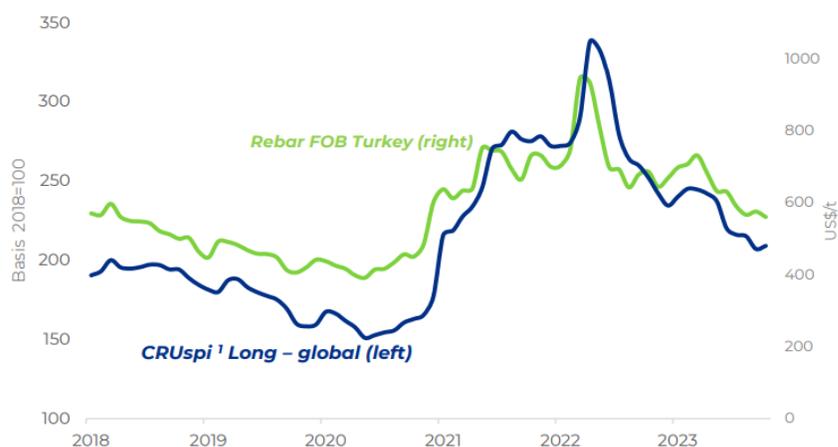
Fuente: Memoria Anual año 2023 CAP S.A

<sup>1</sup> Dmt: Dry metric ton

Por otro lado, en relación con el precio de los commodities claves de esta industria CAP S.A. destaca que más del 75,0% de las ventas de CMP están indexadas al contenido de Platts 65,0% Fe (Platts 65,0% Fe) y las ventas restantes (principalmente alimentación para sinterización) están indexadas al precio Platts 62,0% Fe resumidos en el cuadro N°4 para 2023). En relación con el análisis de precio podemos destacar que de acuerdo a la memoria anual del año 2023, (CMF Chile, 2023), la canasta de productos de CMP registró un precio promedio de US\$ 105 por tonelada métrica en el año 2023, evidenciando una disminución del 8,7% en comparación con el promedio de US\$ 115 por tonelada en el mismo período de 2022. Esta baja de precios se atribuye principalmente a la disminución de la actividad en la industria de la construcción en China durante el año 2023, lo que ha generado una reducción en la demanda de acero por parte de su sector siderúrgico, impactando así en los principales referentes internacionales para los precios del hierro tendencia que podemos observar en el Gráfico N°3.

Con respecto al precio del Acero, el Gráfico N°4 muestra que durante 2023 se ha mantenido una tendencia bajista en los precios internacionales de los productos de acero, alcanzando menores niveles a los registrados en 2022. Adicionalmente, para los indicadores de precio de aceros largos, como los productos fabricados por CSH, se ha visto un aumento en la brecha entre los precios a nivel global y los precios en China, debido al menor consumo interno por parte de dicho país, y por ende del aumento en sus exportaciones. En el ámbito local, CAP S.A reportó a en el año 2023 que no se ha observado aún una recuperación de la actividad en los sectores minero y de construcción, lo que sigue impactando al mercado de barras para molienda y barras de hormigón, respectivamente.

**Gráfico N°4:** Evolución del precio de referencia del Acero



Fuente: Memoria Anual año 2023 CAP S.A

De la memoria anual del año 2023, se destaca que el precio promedio del acero en sus despachos durante el año 2023 fue de US\$ 802,1 por tonelada, marcando una reducción del 25,0% respecto al mismo periodo de 2022. Los despachos alcanzaron las 523,0 mil toneladas, un aumento del 10,8% en comparación con 2022, generando ingresos de US\$ 450,1 millones durante el año 2023, un 13,7% menos que el año anterior.

En relación con el mercado de Cintac, CAP S.A. informa una disminución en la demanda de productos de acero en Chile y Perú respecto a 2022, debido al contexto económico y la incertidumbre postpandemia. En contraste, la industria de tubos de acero en Argentina, propiedad de CAP a través de Intasa, ha tenido un rendimiento positivo gracias a condiciones productivas y de mercado favorables, con alta demanda y baja oferta de productos de acero.

### **3.2.1 Riesgos del negocio**

Para avanzar y llevar a cabo sus proyectos presupuestados, el grupo CAP debe considerar diversos tipos de riesgos, La Sociedad y sus filiales están expuestas a diversos riesgos que deben ser tomados en consideración para sobrevivir a la incertidumbre en un mercado volátil como el de la producción y manejo de hierro y acero.

### **3.2.2 Riesgos de tipo de cambio**

CAP S.A. y sus filiales enfrentan riesgo de tipo de cambio dada la naturaleza de sus operaciones, las que involucran transacciones en monedas distintas al dólar estadounidense, principalmente pesos chilenos, soles peruanos y pesos argentinos, por lo tanto, los activos y pasivos registrados en pesos u otras monedas pueden generar diferencias cambiarias, afectando directamente los resultados de la compañía. Ante esta situación, es necesario evaluar constantemente la realización de operaciones de cobertura de moneda mediante instrumentos financieros. Sin embargo, en los estados financieros los cambios son poco significativos, debido a que la moneda funcional predominante en el Grupo CAP es el dólar estadounidense (CAP S.A., 2023).

### 3.2.3 Riesgos medioambientales

De acuerdo con el análisis de los últimos estados financieros anuales auditados del CAP S.A. ha identificado un riesgo estratégico relacionado con el cambio climático, abordando cambios normativos y riesgos físicos. Se han implementado acciones para enfrentar estos desafíos, incorporando las recomendaciones del Task Force on Climate Related Financial Disclosures (TCFD) en las filiales operativas. Se llevaron a cabo talleres sobre riesgos climáticos en las empresas, capacitando en su comprensión y evaluación. Enfocándose en eficiencia energética, se han optimizado procesos de uso de energía y agua. Además, se ha establecido la meta de reducir las emisiones de Gases de Efecto Invernadero (GEI) en un 24,0% para 2030, marcando el primer objetivo basado en iniciativas evaluadas en 2021, mientras que se continúa investigando y desarrollando nuevos proyectos para avanzar en la estrategia de reducción de la huella de carbono.

En cuanto a los riesgos relacionados con el medio ambiente y las comunidades. Que es un riesgo combinado regulatorio y ambiental a través de la obtención de RCA's. CAP cuenta con procesos y planes destinados a asegurar el cumplimiento de resoluciones de clasificación ambiental y regulaciones medioambientales, sociales y de seguridad del personal. También se implementan programas de relacionamiento comunitario y protocolos de comunicación y vocería (CAP S.A., 2023).

### 3.2.4 Riesgos geopolítico y entorno macroeconómico

El riesgo en la producción de hierro está sujeta constantemente a la variación de oferta y demanda de este elemento utilizado por varias industrias manufactureras internacionalmente. Durante el primer semestre de 2023, la atención internacional se ha centrado en la economía china, que ha experimentado una pérdida de impulso en el segundo trimestre de la eliminación de las restricciones contra la pandemia COVID 2019. Asimismo, el indicador PMI manufacturero, publicado por la Oficina Nacional de Estadísticas de China, ha mostrado una disminución explicada en la caída en la confianza del consumidor.

A nivel local, las preocupaciones por el aumento de la inflación parecen disminuir, estableciéndose una meta del 4,2% para este año, considerablemente menor que el 12% de 2022, aunque aún por encima del objetivo del 3,0% del Banco Central. Los sectores de minería y construcción muestran una falta de recuperación, como se refleja en las cifras de IMACEC minero e IMACON.

### 3.3 Empresas comparables

De acuerdo con la memoria 2023 de CAP S.A. se destacan los siguientes competidores directos para el grupo:

- I. **Vale:** Multinacional con sede en Brasil, es una de las mayores compañías mineras del mundo, con una producción anual de hierro significativa. Sus operaciones se extienden por Brasil y otros países, contribuyendo significativamente al mercado global de mineral de hierro. En 2022, alcanzó una impresionante producción anual de hierro de 322 millones de toneladas, consolidando su posición como líder en el mercado global.
- II. **Cleveland-Cliffs Inc.:** Multinacional con sede en Estados Unidos, es un actor destacado en la producción de hierro en América del Norte. En 2022, logró una producción anual de hierro de 40 millones de toneladas, contribuyendo significativamente al mercado regional y fortaleciendo su presencia en la cadena de suministro global.
- III. **IOC (Iron Ore Company of Canada):** Empresa canadiense que opera en la región de Labrador y es un pilar esencial en la producción de mineral de hierro en América del Norte. En 2022, alcanzó una producción anual de 19 millones de toneladas, destacándose por su contribución al suministro regional y global.
- IV. **Fortescue Metals Group:** Con sede en Australia, es un actor especializado en la extracción y exportación de mineral de hierro. En 2022, logró una producción anual de 186 millones de toneladas, destacándose en la región de Pilbara y contribuyendo de manera significativa al suministro mundial de mineral de hierro.
- V. **Río Tinto:** Empresa multinacional en la extracción de minerales con oficinas centrales en el Reino Unido y Australia, es una potencia global en la producción de mineral de hierro. En 2022, su producción alcanzó 311 millones de toneladas, con operaciones destacadas en Australia y Canadá.
- VI. **BHP:** Con sede en Australia, se posiciona como un líder indiscutible en la producción mundial de hierro. En 2022, su producción anual alcanzó 263 millones de toneladas, destacando su presencia en Australia y Brasil.

- VII. **Anglo American:** Es una compañía minera global con oficinas centrales en el Reino Unido y Sudáfrica, despliega operaciones mineras diversificadas a nivel global. En 2022, su producción de mineral de hierro alcanzó 64 millones de toneladas, incluyendo operaciones destacadas en Sudáfrica.
- VIII. **LKAB:** Con sede en Suecia, desempeña un papel crucial en la producción de mineral de hierro en Europa. En 2022, su producción anual alcanzó 29 millones de toneladas, consolidando su posición en la región nórdica y contribuyendo de manera significativa al mercado europeo de mineral de hierro.

## 4. Estructura de capital

### 4.1 Deuda Financiera

La deuda financiera del grupo CAP aumentó desde el año 2022 al 2023 en un total de US\$ 624,5 millones (+57,7%), explicado principalmente por un incremento en la deuda financiera de corto plazo y largo plazo (deudas bancarias) para el financiamiento de capital de trabajo de las UENs de la compañía (Compañía Minera del Pacífico (CMP), Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH), y Cintac). La deuda financiera neta registro una variación de +398,8 millones v/s año anterior, donde la compañía registro una deuda financiera neta de US\$ 811 millones. La deuda financiera de largo plazo registró movimientos en la cuenta de deudas bancarias con un aumento de US\$ 511 millones (+22,9%) entre el año 2022 y 2023, y una disminución de US\$ 4,2 millones (-7,5%) en pasivos por arrendamientos, los cuales corresponden a contratos de arrendamiento operativo con Empresa de Transporte Ferroviaria S.A, Sociedad Rent a Car Copiapo Ltda y otros, y financieros con Banco BCI, Banco Itau, y otros.

En el cuadro N° 5 se presenta la deuda financiera de CAP S.A para los años 2017 - 2023

**Cuadro N°5:** Deuda Financiera de CAP S.A

En millones de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Total Corriente</b>	<b>470,9</b>	<b>318,9</b>	<b>448,9</b>	<b>485,0</b>	<b>156,2</b>	<b>463,3</b>	<b>583,0</b>
<i>Deudas bancarias</i>	261,0	284,7	424,0	227,4	147,8	445,2	562,5
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	31,4	29,8	20,9	9,0	5,9	15,5	17,8
<i>Bonos Corporativos</i>	175,0	2,9	2,8	248,5	2,5	2,5	2,5
<i>Giro en descubierto financiero</i>	3,5	1,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,3
<b>Total No Corriente</b>	<b>607,0</b>	<b>508,6</b>	<b>512,9</b>	<b>258,5</b>	<b>561,4</b>	<b>619,3</b>	<b>1.124,1</b>
<i>Deudas bancarias</i>	218,1	178,4	203,6	182,7	210,2	223,1	734,3
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	66,2	29,9	8,8	8,6	8,2	55,8	51,6
<i>Bonos Corporativos</i>	302,7	280,2	265,8	39,8	336,2	336,7	337,2
<i>Instrumentos de cobertura</i>	20,0	3,4	16,2	21,4	6,9	3,7	1,1
<i>Otros instrumentos derivados</i>	0,0	16,8	18,6	5,9	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>1.077,9</b>	<b>827,5</b>	<b>961,8</b>	<b>743,5</b>	<b>717,6</b>	<b>1.082,6</b>	<b>1.707,1</b>

Fuentes: CAP S.A Estados Financieros 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Memoria Anual del año 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

Entre diciembre del año 2022 a diciembre del año 2023, la deuda financiera de corto plazo disminuyó de un 42,8% a un 34,2% del total de la deuda financiera de la compañía, mientras que la deuda financiera de largo plazo aumento de un 57,2% a un 65,8%. La cuenta con mayor ponderación en la deuda financiera de corto son préstamos bancarios, y en la deuda financiera de largo plazo también son deudas bancarias, seguida del bono internacional 114-A.

En el cuadro n°6 se presenta la deuda financiera de CAP en porcentajes para los años 2017 – 2023.

**Cuadro N°6: Deuda Financiera de CAP S.A**

En millones de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Total Corriente</b>	<b>43,7%</b>	<b>38,5%</b>	<b>46,7%</b>	<b>65,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>42,8%</b>	<b>34,2%</b>
<i>Deudas bancarias</i>	24,2%	34,4%	44,1%	30,6%	20,6%	41,1%	32,9%
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	2,9%	3,6%	2,2%	1,2%	0,8%	1,4%	1,0%
<i>Bonos Corporativos</i>	16,2%	0,4%	0,3%	33,4%	0,3%	0,2%	0,1%
<i>Giro en descubierto financiero</i>	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total No Corriente</b>	<b>56,3%</b>	<b>61,5%</b>	<b>53,3%</b>	<b>34,8%</b>	<b>78,2%</b>	<b>57,2%</b>	<b>65,8%</b>
<i>Deudas bancarias</i>	20,2%	21,6%	21,2%	24,6%	29,3%	20,6%	43,0%
<i>Pasivos por arrendamientos</i>	6,1%	3,6%	0,9%	1,2%	1,1%	5,2%	3,0%
<i>Bonos Corporativos</i>	28,1%	33,9%	27,6%	5,4%	46,8%	31,1%	19,8%
<i>Instrumentos de cobertura</i>	1,9%	0,4%		2,9%	1,0%	0,3%	0,1%
<i>Otros instrumentos derivados</i>	0,0%	2,0%	1,9%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>100,0%</b>						

Fuentes: CAP S.A Estados Financieros 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Memoria Anual del año 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

En el cuadro n°7 se entrega un resumen de los principales bonos emitidos por CAP S.A

**Cuadro N°7: Bonos del Grupo CAP**

Tipo de Bono	Fecha de emisión	Moneda	Plazo (Años)	Tasa de interés nominal	Pago de intereses	Valor Nominal (En US\$)
<b>Bonos Internacionales</b>						
Bono Internacional Tipo 114-A	2006	US\$	30 años	7,395%	Semestral	40.858.000
Bono Internacional Tipo 114-A	27-04-2021	US\$	10 años	3,90%	Semestral	300.000.000

Fuentes: CAP S.A Estados Financieros 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Memoria Anual del año 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

## 4.2 Patrimonio Económico

El patrimonio económico del Grupo CAP es calculado utilizando el precio accionario denominado en pesos chilenos al cierre de cada año entre los años 2017 – 2023. Todas las acciones cuentan con una serie única y suscritas al 31 de diciembre de cada año. Para el cálculo del precio de la acción para cada año, se realiza un promedio simple del valor accionario al cierre de cada día y se utiliza un tipo de cambio promedio del año.

En el cuadro n°8 se presenta el patrimonio económico de CAP S.A para los años 2017 – 2023

**Cuadro N°8:** Patrimonio Económico de CAP S.A

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Número de acciones	149.488.112	149.448.112	149.448.112	149.448.112	149.448.112	149.448.112	149.448.112
Precio de la acción (US\$)	12,8	8,6	6,5	13,4	9,8	9,5	7,4
<b>Total (en millones de US\$)</b>	<b>1.910,5</b>	<b>1.279,3</b>	<b>966,9</b>	<b>2.005,6</b>	<b>1.458,6</b>	<b>1.415,0</b>	<b>1.109,2</b>

*Fuentes: CAP S.A Estados Financieros 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Memoria Anual del año 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Precios de la acción obtenidos en [www.investing.com](http://www.investing.com)*

## 4.3 Valor Económico

El valor económico de CAP S.A es la suma de la deuda financiera de la compañía y su patrimonio económico.

En el cuadro n°9 se entrega el valor económico de CAP S.A para los años 2017 – 2023

**Cuadro N°9:** Valor Económico de CAP S.A

En millones de US\$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Valor Deuda Financiera (B)	1.078	828	962	743	718	1.083	1.707
Patrimonio Económico (P)	1.910	1.279	967	2.006	1.459	1.415	1.109
<b>Valor Económico (V)</b>	<b>2.988</b>	<b>2.107</b>	<b>1.929</b>	<b>2.749</b>	<b>2.176</b>	<b>2.498</b>	<b>2.816</b>

*Fuentes: CAP S.A Estados Financieros 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Memoria Anual del año 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023*

Tal como señala el cuadro n°9, el valor económico de la compañía aumento en un total de US\$ 319 millones entre el año 2022 – 2023, pasando de un total valor económico de US\$ 2.498 millones en el 2022 a un total de US\$ 2.816 millones en el año 2023 (+12,8%). El patrimonio económico de la compañía disminuyó en un total de US\$ 306 millones entre el año 2022 – 2023, pasando de un valor bursátil de US\$ 1.415 millones en el año 2022 a un total de US\$ 1.109 millones en el año 2023 (-21,6%). Esta reducción en el patrimonio económico de la compañía se explica principalmente por una caída en el precio accionario del Grupo CAP, cayendo de un precio promedio de US\$ 9,5 en el año 2022 a un precio promedio de US\$ 7,4 en el año 2023 (-21,6%). La deuda financiera de la compañía aumento en un total de US\$ 625 millones entre el año 2022 y 2023, pasando de un total de US\$ 1.083 millones en el año 2022 a un total de US\$ 1.707 millones en el año 2023 (+57,7%). A pesar de que el precio accionario de la compañía disminuyo en un 21,6% entre el año 2022 y 2023, esta disminución fue compensada por un aumento en el valor de la deuda financiera en un 57,7%, dando como resultado un aumento de 12,8% del valor económico de CAP S.A entre el año 2022 y 2023.

#### 4.4 Estructura de capital histórica y objetivo

Con los datos obtenidos de la deuda financiera y el patrimonio económico de los puntos 3.1 y 3.2, se calcula las razones B/V, P/V y B/P de la compañía para el cálculo de la estructura de capital objetivo de CAP S.A.

En el cuadro n°10 se presenta la estructura capital histórica de CAP S.A para los años 2017 – 2023, 2022 y 2023, y la estructura de capital objetivo promedio.

**Cuadro N°10:** Estructura de capital de CAP S.A

En %	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	EC Histórica Promedio 2017 - 2023	EC Histórica Promedio 2022 - 2023	EC Objetivo Promedio 2022 - 2023
B/V	36,1%	39,3%	49,9%	27,0%	33,0%	43,3%	60,6%	41,3%	52,0%	52,0%
P/V	63,9%	60,7%	50,1%	73,0%	67,0%	56,7%	39,4%	58,7%	54,4%	54,4%
B/P	0,56	0,65	0,99	0,37	0,49	0,77	1,54	0,77	1,15	1,15

Fuentes: CAP S.A Estados Financieros 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023; Memoria Anual del año 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

La relación B/P ha ido cambiando entre los años 2017 – 2023. El promedio histórico 2017 - 2023 entrega una relación de B/P de 0,77, mientras que el promedio histórico 2022 – 2023 una relación B/P de 1,15. Se utiliza una estructura de capital objetivo con los años 2022 y

2023 ya que representa de mejor forma la realidad y los cambios que ha tenido la compañía en los últimos años. Además, es importante destacar que la estructura de capital del Grupo CAP ha ido cambiando entre los años 2017 – 2023 por cambios en el valor patrimonial y en su deuda financiera.

Diversos eventos han provocado cambios en el patrimonio económico y valor de la deuda financiera de la compañía, los cuales han afectado a la relación B/P del Grupo CAP. Los principales eventos que han afectado la relación B/P de la compañía son la caída en precios de materias primas y el mineral de hierro de alta impureza (62% Platts) en el año 2018; derrame de petróleo en la bahía de Islas Guarello en la región de Magallanes en el año 2019, zona extractiva de caliza, y un desplome de la pluma de embarque en el puerto de Guacolda II en el mismo año, lo que implicó una disminución de alrededor de 33% de las ventas de hierro de la compañía; un fuerte incremento de los precios de hierro Platts en el año 2020 producto de la crisis económica provocada por la pandemia COVID-19; y una fuerte caída en el precio del hierro por una ralentización de la economía china y problemas con su sector inmobiliario entre los años 2021, 2022 y 2023. Justificar la elección de años para la estructura objetivo.

## 5. Estimación del costo de capital de la empresa

### 5.1 Costo de la deuda

Se selecciono la 'Yield to Maturity' (YTM) del bono de internacional tipo 144-A de 10 años de CAP S.A para determinar el costo de la deuda  $K_b$ , el cual fue emitido el día 27 de abril del año 2021 por un valor nominal de US\$ 300.000.000.

En el cuadro n° 11 se presenta los detalles del bono internacional 144-A.

**Cuadro N°11:** Detalles del Bono Internacional 144-A

Descripción	INVERT / INVER 3.900 27-Apr-2031 '31
Moneda	U.S Dollar
Monto Emitido en US\$	300.000.000
Pago Cupón	Semestral
Tasa Cupón	3,90%
Fecha de emisión	27 de abril del 2021
Fecha de madurez	27 de abril del 2031
Yield	7,29%

Fuente: Elaboración propia con base en información del bono internacional 144-A en Bloomberg

### 5.2 Beta de la deuda

Para la estimación del beta de la deuda se utiliza el modelo 'Capital Asset Pricing Model' (CAPM), usando una tasa de libre de riesgo  $R_f$  en dólares sintética, la cual se calcula utilizando la yield del bono 'US T-Bond 10 Years' y el 'Credit Default Swap' (CDS) <sup>(2)</sup>. Además, se usa un premio de mercado (PRM) <sup>(3)</sup> calculado como el promedio de los modelos de Damodaran, Goldman Sachs y Erb, Harvey & Viskanta, y el  $K_b$ , dando resultado un beta de la deuda estimado es de 0,32.

$$K_b = R_f + B_b * PRM$$

$$B_d = \frac{(K_b - R_f)}{PRM} = \frac{(7,29\% - 5,02\%)}{6,26\%} = 0,36$$

<sup>2</sup> Damodaran Online – Risk Premium for Other Markets

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>3</sup> Promedio de los modelos de Damodara, Goldman Sachs y Erb, Harvey & Viskanta, calculado por el profesor Carlos Maquieira

### 5.3 Estimación del beta patrimonial

Para el cálculo del beta patrimonial se realiza una estimación del beta patrimonial mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), y se aplica un ajuste determinado por Bloomberg para un total de 499 observaciones de los precios semanales del índice IGPA y del precio accionario de CAP, con un coeficiente de determinación ( $R^2$ ) del 16,1%, y un lapso de tiempo de 2 años.

En el cuadro n°12 se detallan los datos de la estimación mediante MCO

**Cuadro N°12:** Datos de la estimación

Beta de la acción	0,79
Beta acción ajustado	0,86
P-Value	0,00
N° Obs	499
$R^2$	16,1%
Presencia Bursátil	100%

*Fuente: Elaboración propia con base en los precios semanales al cierre del índice IGPA y CAP*

### 5.4 Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda  $\beta_p^{s/d}$  de CAP S.A es calculado mediante el modelo de Rubinstein (1973), en el cual se utiliza la relación deuda patrimonio  $\frac{B}{P}$  del periodo de estimación 2022-2023 (115,21%). El resultado final de la estimación es de 0,59, y el cálculo es el siguiente:

**Modelo de Rubinstein (1973)**

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[ 1 + (1 - tc) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - tc) * \frac{B}{P}$$
$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^c + \beta_d * (1 - tc) * \frac{B}{P}}{\left[ 1 + (1 - tc) * \frac{B}{P} \right]} = \frac{0,86 + 0,36 * (1 - 27\%) * 115,21\%}{\left[ 1 + (1 - 27\%) * 115,21\% \right]} = 0,63$$

## 5.5 Beta patrimonial con deuda

El beta patrimonial con deuda  $\beta_p^{c/d}$  de CAP S.A es calculado mediante el modelo de Rubinstein (1973), en el cual se utiliza la relación deuda patrimonio  $\frac{B}{P}$  del periodo de estimación 2022-2023 (115,21%). El resultado final de la estimación es de 0,86, y el cálculo es el siguiente:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[ 1 + (1 - tc) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - tc) * \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,63 * [1 + (1 - 27\%) * 115,21\%] - 0,36 * (1 - 27\%) * 115,21\% = 0,86$$

## 5.6 Costo Patrimonial

La tasa del costo patrimonial ( $K_p$ ) es estimada usando el modelo CAPM, utilizando como inputs el beta patrimonial con deuda ( $\beta_p^{c/d}$ ), la tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) en dólares, y el premio por riesgo de mercado (PRM) mencionados anteriormente. La estimación da como resultado una tasa de 10,74%, y es calculada de la siguiente manera:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

$$K_p = 5,02\% + 0,86 * 6,26\%$$

$$K_p = 10,37\%$$

## 5.7 Costo de Capital

El costo de capital es estimado mediante el modelo de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC por sus siglas en inglés). Para la estimación se usan las relaciones  $\frac{B}{V}$  y  $\frac{P}{V}$  provenientes de la estructura de capital objetivo. El  $K_O$  estimado es de 7,46%, y el calculo se presenta a continuación:

$$K_O = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - tc) * \frac{B}{V}$$

$$K_O = 10,37\% * 39,38\% + 7,29\% * (1 - 27\%) * 60,62\%$$

$$K_O = 7,31\%$$

En el cuadro n°13 se presenta el costo de capital estimado para CAP S.A

**Cuadro N°13: Costo de Capital**

<b>Costo de la deuda</b>	<b>7,29%</b>
Rf - US T-Bond 10 años (diciembre 2023)	3,87%
CDS	1,15%
PRM	6,26%
RF en dólares	5,02%
<b>Beta de la deuda</b>	<b>0,36</b>
Beta patrimonial sin deuda	0,63
Beta patrimonial MCO	0,86
B/P del periodo de estimación	1,15
Tasa de impuesto periodo estimado	27,0%
Tasa de impuesto de largo plazo	27,0%
<b>B/P objetivo</b>	<b>0,73</b>
<b>Beta patrimonial con deuda</b>	<b>0,86</b>
<b>Costo patrimonial</b>	<b>10,37%</b>
<b>Costo de capital</b>	<b>7,31%</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los datos obtenidos de los Estados Financieros de CAP S.A 2023, SII, Damodaran y Bloomberg

<sup>4</sup>SII – Impuesto a la renta de primera categoría

## 6. Análisis del negocio

### 6.1 Análisis de crecimiento de la empresa

Para analizar el crecimiento de la empresa, estudiaremos los ingresos percibidos por los últimos 5 años, en donde se considera el año 2023 como el último año disponible para el análisis. En el siguiente cuadro se aprecia el detalle. Cabe señalar que, dado que CAP S.A. es una empresa chilena y casi en su totalidad las filiales están en Chile, no se realizará el análisis geográfico.

**Cuadro N°14:** Ingreso por Segmento CAP S.A.

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Minería	778.953	1.815.917	2.399.191	1.832.592	1.895.798
Acero	475.508	488.169	772.918	681.426	582.958
Procesamiento Acero	397.813	444.535	650.092	563.361	521.970
Infraestructura	85.558	96.065	99.041	102.446	106.941
Otros	1.177	1.284	1.486	1.337	2.114
Eliminaciones	(148.760)	(166.967)	(245.845)	(175.115)	(144.882)
<b>Total</b>	<b>1.590.249</b>	<b>2.679.003</b>	<b>3.676.883</b>	<b>3.006.047</b>	<b>2.964.899</b>

*Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023*

En línea con lo analizado hasta el momento, en 2023, el Grupo CAP registró ingresos totales de US\$ 2.964,9 millones, un 1,4% menos que en 2022, con una ganancia bruta de US\$ 691,4 millones, una disminución del 9,3%. En el cuadro N°15 observamos el cambio porcentual de los ingresos por la línea de negocio a través de los años.

**Cuadro N°15:** Variación de Ingresos por segmento CAP S.A.

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Minería	(25,4%)	133,1%	32,1%	(23,6%)	3,4%
Acero	(15,3%)	2,7%	58,3%	(11,8%)	(14,5%)
Procesamiento Acero	3,5%	11,7%	46,2%	(13,3%)	(90,7%)
Infraestructura	8,9%	12,3%	3,1%	3,4%	4,4%
Otros	(27,9%)	9,1%	15,7%	(10,0%)	58,1%
Eliminaciones	(3,3%)	12,2%	47,2%	(28,8%)	(17,3%)
<b>Total</b>	<b>(17,1%)</b>	<b>68,5%</b>	<b>37,2%</b>	<b>(18,2%)</b>	<b>(1,4%)</b>

*Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023*

El resultado neto fue de US\$ -7,0 millones, en contraste con los US\$ 226,0 millones de utilidad neta en 2022, mientras que el EBITDA bajó un 7,5%, de US\$ 910,1 millones a US\$ 841,8 millones. Estos resultados se deben principalmente a la caída en el segmento de producción de acero, afectado por menores precios y un menor margen, así como a una provisión por deterioro de US\$ -149,1 millones en el segundo trimestre debido a la valoración de flujos de caja futuros por debajo del valor contable de los activos.

A continuación, en el cuadro N°16 se muestra el porcentaje de participación de cada línea de negocio en los ingresos totales.

**Cuadro N°16:** Ponderación de Ingresos por Segmento CAP S.A.

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Minería	48,9%	67,8%	65,3%	61,0%	63,9%
Acero	29,9%	18,2%	21,0%	22,7%	19,7%
Procesamiento Acero	25,0%	16,6%	17,7%	18,7%	1,8%
Infraestructura	5,4%	3,6%	2,7%	3,4%	3,6%
Otros	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
Eliminaciones	(9,4%)	(6,2%)	(6,7%)	(5,8%)	(4,9%)
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023*

No considera las eliminaciones por traspasos entre el grupo, equivale en promedio al 7,0% del total.

En línea con lo revisado hasta ahora el mayor porcentaje de participación en los ingresos lo presenta la minería con un 61,4% del promedio los últimos 5 años, llegando a un 64,0% del total de los ingresos en el año 2023. Desde 2020 al 2023 se aprecia una distribución estable de participación, mientras que en el 2019 se genera un cambio debido a el accidente en Guacolda II a través del cual se embarcaba la producción de pellets, que representa cerca del 50,0% de los despachos anuales de CMP.

### 6.1.1 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

En relación con los costos y gastos operacionales, realizaremos el análisis por línea de negocio, a continuación, el detalle:

**Cuadro N°17:** Evolución costos de operación por segmento

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Minería</b>					
Costo de Venta	673.238	1.016.695	939.973	1.072.949	1.188.833
Costo de distribución	-	-	-	-	-
Gastos de Administración	44.523	80.857	45.529	51.775	66.706
<b>Acero</b>					
Costo de Venta	549.503	518.381	707.372	764.522	716.160
Costo de distribución	-	-	-	-	-
Gastos de Administración	25.716	24.680	30.321	30.015	36.535
<b>Procesamiento Acero</b>					
Costo de Venta	343.535	368.738	505.732	525.514	448.489
Costo de distribución	18.587	19.681	34.990	25.884	22.079
Gastos de Administración	15.490	17.469	24.351	28.422	30.021
<b>Infraestructura</b>					
Costo de Venta	46.445	48.916	57.295	59.667	65.342
Costo de distribución	-	-	-	-	-
Gastos de Administración	1.929	2.303	2.542	2.989	3.615
<b>Total</b>	<b>1.718.966</b>	<b>2.097.720</b>	<b>2.348.105</b>	<b>2.561.737</b>	<b>1.933.236</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

Para la línea de negocio de la minería el costo de venta aumenta significativamente entre el año 2019 y 2020 debido a que las ventas aumentaron dada la recuperación del puerto Guacolda II. Los costos de ventas mostraron un aumento del 6,2% en los productos de hierro y una disminución del 11,5% en los productos siderúrgicos en comparación con el año anterior. Esto se debió a mayores costos en energía y servicios para los productos de hierro, aunque se vieron parcialmente compensados por el efecto del tipo de cambio. Los productos siderúrgicos experimentaron una reducción de costos, principalmente debido a esfuerzos de reducción de costos y un mayor nivel de despachos. Además, los costos del negocio de soluciones en acero disminuyeron en un 14,7% en términos absolutos en comparación con 2022, año que fue impactado por altos costos en inventarios de acero.

Por otro lado, los gastos de administración y ventas consolidados aumentaron absolutamente, pasando de US\$ 148,4 millones en 2022 a US\$ 171,0 millones en 2023, representando un aumento del 5,8% respecto a las ventas, en comparación con el 4,9% del año anterior. Este incremento se debió principalmente al segmento minero y, específicamente, a reclasificaciones de gastos.

A continuación, variación porcentual de los costos y gastos por línea de negocio.

**Cuadro N°18:** Variación porcentual costos operacionales por segmento

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Minería</b>					
Costo de Venta	(9,4%)	51,0%	(7,5%)	14,1%	10,8%
Costo de distribución					
Gastos de Administración	(5,5%)	81,6%	(43,7%)	13,7%	28,8%
<b>Acero</b>					
Costo de Venta	5,9%	(5,7%)	36,5%	8,1%	(90,6%)
Costo de distribución					
Gastos de Administración	(4,1%)	(4,0%)	22,9%	(1,0%)	21,7%
<b>Procesamiento Acero</b>					
Costo de Venta	7,0%	7,3%	37,2%	3,9%	(14,7%)
Costo de distribución	10,1%	5,9%	77,8%	(26,0%)	(14,7%)
Gastos de Administración	(2,4%)	12,8%	39,4%	16,7%	5,6%
<b>Infraestructura</b>					
Costo de Venta	12,3%	5,3%	17,1%	4,1%	9,5%
Costo de distribución					
Gastos de Administración	3,9%	19,4%	10,4%	17,6%	20,9%

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

El aumento más significativo de los costos de venta se produce entre el año 2019 y 2020 con un aumento de un 51,0% en los costos de venta y de un 82,0% en gastos de administración, esto está relacionado con el aumento de las ventas, para luego caer en un 55,0% para el 2021. Los costos de operación en el segmento minero de CMP aumentaron desde US\$ 65,8 a US\$ 69,9 por tonelada respecto al año anterior, debido al incremento en el precio de la energía y los servicios, aunque parcialmente compensados por la depreciación del tipo de cambio. Por otro lado, en CSH, los costos unitarios de producción de acero disminuyeron en un 11,5% en 2023 respecto al año anterior, resultado de mayores despachos, iniciativas de reducción de costos y la normalización en el costo de inventarios de carbón, lo que llevó a un margen bruto negativo de US\$ -133,2 millones y una pérdida neta de US\$ -385,5 millones, impactada por una provisión de deterioro de US\$ 149,1 millones. En Soluciones en Acero, a pesar de una disminución del 7,3% en los ingresos debido a una caída del 8,0% en los despachos de productos de acero, los costos se redujeron significativamente, lo que generó un EBITDA positivo de US\$ 42,2 millones.

**Cuadro N°19:** Ponderación de costos y gastos operacionales sobre los ingresos

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Minería</b>					
Costo de Venta	86,4%	55,9%	39,2%	58,5%	62,7%
Costo de distribución	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de Administración	5,7%	4,5%	1,9%	2,8%	3,52%
<b>Acero</b>					
Costo de Venta	115,6%	106,2%	91,5%	112,2%	12,3%
Costo de distribución	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de Administración	5,4%	5,1%	3,9%	4,4%	6,3%
<b>Procesamiento Acero</b>					
Costo de Venta	86,4%	82,9%	77,8%	93,3%	85,9%
Costo de distribución	4,7%	4,4%	5,4%	4,6%	42,3%
Gastos de Administración	3,9%	3,9%	3,7%	5,0%	57,5%
<b>Infraestructura</b>					
Costo de Venta	54,3%	50,9%	57,8%	58,2%	61,1%
Costo de distribución	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de Administración	2,3%	2,4%	2,6%	2,9%	3,4%

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

El cuadro muestra la proporción de costos y gastos operacionales respecto a los ingresos en cada segmento. Por ejemplo, en Minería en 2023, los costos de venta representaron el 62,7% de los ingresos, mientras que los gastos de administración fueron el 3,5%. Esta información refleja la eficiencia operativa y la gestión de costos de cada segmento. Además, respecto al análisis de las ganancias operacionales, se considerará como tal la partida '*Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos utilizando el método de la participación*', aunque su monto sea pequeño (equivalente al 0,02% de los ingresos), debido a su importancia en las operaciones, ya que involucran empresas relacionadas que afectan directamente la producción operacional, como Promet Montajes S.p.A. y Soc. Minera El Aguila S.p.A.

## 6.2 Análisis del resultado no operacional de la empresa

El resultado no operacional lo abordaremos de manera conjunta, es decir, no aperturada por línea de negocio, si no como el consolidado, esto debido a que los montos no son muy significativos con respecto a los ingresos. En el cuadro N°20 se aprecia las partidas no operacionales desde el 2019 al 2023.

**Cuadro N°20: Evolución resultado no operacional**

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Otros gastos, por función	(64.604)	(60.709)	(76.680)	(57.727)	(188.464)
Otros ingresos	10.268	7.900	45.718	29.353	16.576
Otras ganancias (pérdidas)	4.407	(5.963)	(8.547)	5.367	(4.359)
Ingresos Financieros	11.653	6.463	2.881	10.376	22.364
Costos Financieros	(98.450)	(85.275)	(63.359)	(80.694)	(117.823)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el M.P	21	704	(467)	250	38
Diferencias de cambio	(3.911)	364	16.615	(2.510)	(11.236)
Resultados por unidades de reajuste	(69)	(455)	(2.901)	(6.976)	(3.017)
<b>Total</b>	<b>(140.685)</b>	<b>(136.971)</b>	<b>(86.740)</b>	<b>(102.561)</b>	<b>(285.921)</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

El análisis del resultado no operacional de la empresa para los años 2022 y 2023 revela tendencias significativas en varias áreas. Durante este período, los otros gastos por función experimentaron un aumento drástico, principalmente debido a las pérdidas por deterioro de propiedad, planta y equipo de la filial CSH, que ascendieron a MUS\$149.083 en 2023. Este deterioro también incluyó otros activos, como activos por impuestos generales a las ventas en Perú. Esta situación marcó una diferencia notable en el resultado no operacional total, que se situó en MUS\$285.921 en 2023, en comparación con MUS\$102.561 en 2022.

El siguiente cuadro muestra las mismas partidas analizadas, pero como porcentaje de los ingresos. Podos concluir que los ingresos no operacionales continuaron siendo afectados por las indemnizaciones relacionadas con el accidente en el puerto Guacolda II. Si bien en 2022 se registraron ingresos significativos por este concepto, con un total de US\$30 millones, en 2023 estos ingresos disminuyeron considerablemente, con una suma restante de US\$12,8 millones pagada en el primer trimestre de 2022 y otra parte de la indemnización por seguro pagada en 2023 por MUS\$13.958. Esta disminución en los ingresos no operacionales contribuyó a la reducción del total de ingresos no operacionales en 2023 en comparación con el año anterior, lo que también afectó el resultado global no operacional de la empresa.

**Cuadro N° 21:** Ponderación del resultado no operacional sobre los ingresos

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Otros gastos, por función	3,7%	2,1%	2,0%	1,9%	6,4%
Otros ingresos	(0,6%)	(0,3%)	(1,2%)	(1,0%)	(0,6%)
Otras ganancias (pérdidas)	0,3%	0,2%	0,2%	(0,2%)	0,1%
Ingresos financieros	0,7%	0,2%	0,1%	(0,3%)	(0,8%)
Costos financieros	5,7%	3,0%	1,6%	2,7%	4,0%
Diferencias de cambio	0,2%	(0,0%)	0,4%	0,1%	0,4%
Resultados por unidades de reajuste	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%
<b>Total</b>	<b>8,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>9,6%</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

### 6.3 Análisis de márgenes de la empresa

A continuación, se encuentra el análisis de las principales partidas aperturadas por línea de negocio realizando un comparativo del año 2022 al cierre versus 2023 en el mismo periodo.

**Cuadro N°22:** Análisis de Márgenes de la compañía

Cifras en MUS\$	Minería		Acero		Procesamiento Acero		Infraestructura	
	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022
Ingresos de Explotación	1.895.798	1.832.592	582.958	681.426	52.197	563.361	106.941	102.446
Margen Bruto	706.965	759.643	(133.202)	(83.096)	73.481	37.847	41.599	42.779
Gastos de Administración	66.706	51.775	36.535	30.015	52.100	54.306	3.615	2.989
Depreciación y Amortización	266.335	233.068	14.033	2.207	20.851	2.045	19.655	19.462
EBITDA	906.594	940.936	(155.704)	(91.041)	42.232	3.991	57.639	59.252
Ganancia (pérdida) después de impuesto	400.391	479.595	(385.505)	(122.394)	(30.463)	(35.875)	21.669	24.529

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2022 y 2023

El cuadro proporcionado resume los resultados financieros de los distintos segmentos de negocio del Grupo CAP durante los años 2022 y 2023. Se observa que el segmento de Minería experimentó un leve aumento en los ingresos en 2023, impulsado por un incremento en los volúmenes de venta, pero sufrió una disminución significativa en el margen bruto y el EBITDA. Esto se debió principalmente al aumento de los costos operativos por tonelada, atribuidos al incremento en el precio de la energía y los servicios.

Además, la caída en el precio del acero afectó negativamente al segmento de Acero, que registró una disminución del 14,5% en los ingresos y un margen bruto negativo en 2023. El EBITDA también fue negativo, reflejando las dificultades financieras en este segmento. En cuanto a Soluciones en Acero, a pesar de una reducción del 7,3% en los ingresos, el EBITDA experimentó un notable aumento del 958,2%, atribuido a la normalización de costos en ciertas empresas del segmento. Sin embargo, la pérdida neta persistió, aunque a un nivel menor que en 2022.

Por otro lado, el segmento de Infraestructura mostró un ligero crecimiento en los ingresos, reflejando un aumento del 4,4% en 2023. Aunque el EBITDA disminuyó ligeramente, la utilidad neta también registró una leve caída en comparación con el año anterior. Este segmento parece estar relativamente estable en comparación con los segmentos de Minería y Acero. En conjunto, estos resultados reflejan los desafíos que enfrenta el Grupo CAP en su diversa cartera de negocios, destacando la importancia de la gestión de costos y la adaptación a las condiciones del mercado, especialmente en industrias como la minería y el acero, que son altamente sensibles a los cambios en los precios y la demanda global.

#### **6.4 Análisis de los activos de la empresa**

De los activos de la compañía, un 29,0% corresponde a activos corriente, y el 71,0% a pasivos no corrientes, por lo que se puede concluir que el fuerte de los activos para CAP. S.A está alocado en los activos de largo plazo.

En relación con los activos de largo plazo, notamos que el 86,0% corresponde al activo propiedades planta y equipo.

##### **6.4.1 Activos operacionales y no operacionales**

###### **Activos Operacionales**

Para un mejor análisis se presenta en el siguiente cuadro el detalle de los activos corrientes operacionales y los activos no corrientes operacionales.

**Cuadro N°23: Activos Operacionales CAP S.A.**

En MUS\$	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23
<b>Activos Corrientes Operacionales</b>					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	271.109	507.504	315.479	437.430	455.525
Inventarios corrientes	512.169	308.861	558.869	768.964	749.601
<b>Total Activos Corriente Operacionales</b>	<b>783.278</b>	<b>816.365</b>	<b>874.348</b>	<b>1.206.394</b>	<b>1.205.126</b>
<b>Activos No Corrientes Operacionales</b>					
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	2.507	1.506	975	912	929
Activos intangibles distintos de la plusvalía	664.841	643.465	638.675	612.724	586.921
Propiedades, planta y equipo	3.323.751	3.467.509	3.764.146	3.985.500	4.085.101
Activos por derecho de uso	128.825	125.150	28.909	33.826	30.761
<b>Total Activos No Corriente Operacionales</b>	<b>4.119.924</b>	<b>4.237.630</b>	<b>4.432.705</b>	<b>4.632.962</b>	<b>4.703.712</b>
<b>Total Activos Operacionales</b>	<b>4.903.202</b>	<b>5.053.995</b>	<b>5.307.053</b>	<b>5.839.356</b>	<b>5.908.838</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

Cabe señalar que el activo propiedades, planta y equipo es el que concentra la mayor cantidad de activos no corrientes durante todos los periodos estudiados, alrededor de un 82,0% promedio de los activos no corrientes totales. Por lo que podemos concluir que el activo más representativo en CAP S.A. es propiedad, planta y equipo.

Dado que Propiedad, planta y equipo son significativos en el cuadro N°24 se encuentra el detalle de esta partida.

**Cuadro N° 24: Propiedad, Planta y Equipo CAP S.A.**

Propiedad, planta y equipo	Dic 2023	Dic 2022
Construcción en curso	1.071.142	937.559
Terrenos	341.188	335.548
Construcciones y obras de infraestructura	533.945	542.762
Planta, maquinaria y equipo	1.599.685	1.709.647
Muebles y maquinarias de oficina	223	280
Equipamiento de tecnologías de la información	100	109
Desarrollo de minas	363.753	383.727
Vehículos	1.519	1.570
Otras propiedades, plata y equipo	173.546	75.714
<b>Total</b>	<b>4.085.101</b>	<b>3.986.916</b>

Fuente: Memoria Anual 2023 CAP S.A.

En el cuadro anterior se aprecia que planta, maquinaria y equipo es donde se concentra la mayor cantidad de activos, seguido de Construcciones y obras de infraestructura, además de terrenos propiamente tal.

### Activos No Operacionales

En relación con los activos no operacionales se encuentran los financieros, que son el disponible y las inversiones ya sean temporales o permanentes.

**Cuadro N°25: Activos No Operacionales CAP S.A.**

En MUS\$	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23
<b>Activos corrientes No Operacionales</b>					
Efectivo y equivalentes al efectivo	261.218	421.937	867.552	271.432	497.081
Otros activos financieros corrientes	78.185	134.591	75.050	79.247	82.210
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	31.636	40.851	32.863	18.668	35.932
Otros activos no financieros corrientes	18.782	22.401	48.543	61.418	70.062
<b>Total Corriente No Operacionales</b>	<b>389.821</b>	<b>668.819</b>	<b>1.204.008</b>	<b>430.765</b>	<b>685.285</b>
<b>Activos no corrientes No Operacionales</b>					
Otros activos financieros no corrientes	4.498	2.991	1.955	12.835	8.804
Otros activos no financieros no corrientes	18.448	21.125	25.063	22.124	70.958
Cuentas por cobrar no corrientes	5.626	22.227	22.376	23.021	27.020
Plusvalía	43.061	51.927	38.497	35.987	36.580
Propiedad de inversión	29.110	29.110	28.909	33.826	30.761
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	329	315	41	2.108	3.253
<b>Total No Corriente No Operacionales</b>	<b>101.072</b>	<b>127.695</b>	<b>116.841</b>	<b>129.901</b>	<b>177.376</b>
<b>Total de Activos No Operacionales</b>	<b>490.893</b>	<b>747.475</b>	<b>1.140.849</b>	<b>560.666</b>	<b>862.661</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

El indicador financiero de liquidez corriente, determinado como el activo corriente sobre el pasivo corriente, ha mostrado variaciones significativas en los últimos años. En el año 2022, este indicador se situó en 1,13 veces, lo que representa una disminución respecto al año anterior, cuando fue de 1,12 veces. Sin embargo, en el año 2023, el indicador mejoró, alcanzando 1,35 veces. Esta mejora se debe a un aumento más significativo en los activos corrientes en comparación con los pasivos corrientes. En 2023, los activos corrientes aumentaron principalmente debido a un mayor efectivo y equivalentes al efectivo, así como a un aumento en activos por impuestos corrientes.

Por otro lado, aunque los pasivos corrientes también aumentaron, este incremento fue menor que el de los activos corrientes, lo que condujo a una mejora en el indicador de liquidez corriente. Sin embargo, es importante tener en cuenta que la baja de 2022

respecto a 2021 fue debido al mayor aumento en los pasivos corrientes respecto del incremento en efectivo y otros activos de corto plazo. Este aumento en los pasivos corrientes se atribuye principalmente al incremento en cuentas por pagar y al mayor pasivo por impuestos por pagar por los resultados de 2022.

**Cuadro N°26:** Resumen del estado de situación financiera.

Cifras en miles de US\$	Dic 2023	Dic 2022
Activos Corrientes	2.015.012	1.684.842
Activos No Corrientes	4.991.528	4.876.873
<b>Total Activos</b>	<b>7.006.540</b>	<b>6.561.715</b>
Pasivos Corrientes	1.409.958	1.495.196
Pasivos No Corrientes	1.935.470	1.384.529
<b>Total Pasivos</b>	<b>3.345.428</b>	<b>2.879.725</b>
Patrimonio	3.661.112	3.681.990
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	<b>7.006.540</b>	<b>6.561.715</b>

*Fuente: Memoria Anual 2023 CAP S.A.*

Estado de situación financiera de CAP S.A. al 31 de diciembre de 2023 y 31 de diciembre de 2022 muestra que durante el año 2023, los activos totales de la empresa aumentaron en US\$ 444,8 millones, impulsados principalmente por un incremento en los activos corrientes, que se vieron beneficiados por un mayor efectivo y equivalentes al efectivo, así como por un aumento en activos por impuestos corrientes. Los activos no corrientes también experimentaron un aumento, principalmente debido a un incremento en propiedades, planta y equipo, y otros activos no financieros no corrientes. Por otro lado, los pasivos totales aumentaron en US\$ 465,7 millones, principalmente por un aumento en los pasivos financieros corrientes y no corrientes, causado principalmente por un incremento en la deuda financiera de CMP. Finalmente, el patrimonio de la empresa disminuyó en US\$ 20,9 millones, principalmente debido a una disminución en las ganancias acumuladas.

El cuadro N°25 detalla los activos no operacionales de CAP S.A. desde diciembre de 2019 hasta diciembre de 2023. Se observa un crecimiento en los activos corrientes y no corrientes no operacionales durante este período. Específicamente, los activos corrientes no operacionales aumentaron hasta alcanzar un valor de \$809,841 millones en 2023, mientras que los activos no corrientes no operacionales alcanzaron los \$223,558 millones en el mismo año. Estos incrementos se atribuyen a diversos factores, como un aumento en efectivo y equivalentes al efectivo, así como en activos por impuestos corrientes, y un aumento en otros activos no financieros no corrientes y plusvalía, entre otros.

## 6.4.2 Capital de trabajo operativo neto

Para el cálculo del capital de trabajo operativo neto necesitamos analizar los activos corriente operativos y los pasivos corriente operativos, los activos los definimos en el capítulo anterior, por lo que a continuación realizaremos el análisis de las partidas del pasivo corriente operacional.

### Análisis Pasivos Corrientes

Las partidas a estudiar son “Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar” y “Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes”, el ítem “Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar” presenta la siguiente composición, cuadro N°27.

**Cuadro N°27:** Detalle de Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar

En MUS\$	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23
Acreedores comerciales	218.461	288.088	340.258	397.623	387.065
Acreedores Varios	7.557	7.251	23.422	7.535	9.003
Anticipo por ventas de minerales	9.248	9.225	3.940	-	-
Dividendos por pagar	999	49.209	126.314	25.674	2.141
Retenciones	2.827	3.444	8.019	3.583	4.204
Documentos por pagar	205.908	195.801	213.023	270.996	215.220
Facturas Provisionadas	-	-	-	-	3.562
Anticipo Clientes	548	2.149	2.940	1.312	184
Otras cuentas por pagar	-	1.049	853	2.965	1.271
<b>Total</b>	<b>445.548</b>	<b>556.216</b>	<b>718.769</b>	<b>709.688</b>	<b>622.650</b>

*Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023*

Las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar del Grupo CAP al 31 de diciembre de 2023 y 2022 se detallan como sigue: Los acreedores comerciales comprenden principalmente deudas operativas y compromisos relacionados con proyectos de inversión en desarrollo. Los dividendos por pagar son pagos a accionistas no relacionados según la política de dividendos de la empresa. Los documentos por pagar incluyen importaciones de materias primas y productos, realizadas mediante órdenes de pago, cartas de crédito y financiamiento directo, con plazos de pago promedio entre 90 y 180 días. Las cifras de acreedores comerciales mostraron una disminución del 2,6% de 2022 a 2023, mientras que los documentos por pagar disminuyeron un 20,7%. Los dividendos por pagar también presentaron una reducción del 91,7%. Por otro lado, los acreedores varios aumentaron en un 19,5%.

Así, el Capital de trabajo operativo neto (CTON) y el ratio CTON (RCTON) para cada año se detalla a continuación en el cuadro N°28:

$$CTON_t = \text{Activos corrientes operativos} - \text{pasivos corrientes operativos}$$

$$RCTON_t = CTON_t / Ventast_t$$

**Cuadro N°28:** CTON y RCTON de CAP S.A.

En MUS\$	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23
<b>Activos Corrientes Operacionales</b>					
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	271.109	507.504	315.479	437.430	455.525
Inventarios corrientes	512.169	308.861	558.869	768.964	749.601
Activos Corrientes totales	783.278	816.365	874.348	1.206.394	1.205.126
<b>Pasivos Corrientes Operacionales</b>					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	445.548	556.216	718.769	709.878	622.650
Pasivos Corrientes totales	445.548	556.216	718.769	709.878	622.650
CTON	337.730	260.149	155.579	496.516	582.476
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.918	2.964.899
RCTON (en %)	21,2%	9,7%	4,2%	16,5%	19,6%
CTON Días	77,5	35,4	15,4	60,3	71,7

Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

Durante el año 2023, CAP S.A. ha mantenido una estabilidad en sus Activos Corrientes Operacionales (CTON), reflejando un valor de 582.476 MUS\$. Sin embargo, el Ratio de CTON (RCTON) ha experimentado un aumento significativo, alcanzando un 19,6%, lo que representa una mejora respecto al año anterior.

Esta mejora en el RCTON se debe a un aumento en los ingresos de actividades ordinarias, que alcanzaron los 2.964.899 MUS\$, una cifra ligeramente superior al año anterior. Este incremento en los ingresos se produjo a pesar de las dificultades ocasionadas por el accidente de Guacolda II, demostrando la resiliencia y capacidad de recuperación de la empresa.

Si comparamos estos datos con el año anterior, observamos que el RCTON ha aumentado significativamente en un 3,1%, pasando del 16,5% en 2022 al 19,6% en 2023. Este incremento se explica principalmente por la mejora en la eficiencia operativa y la gestión de los activos corrientes.

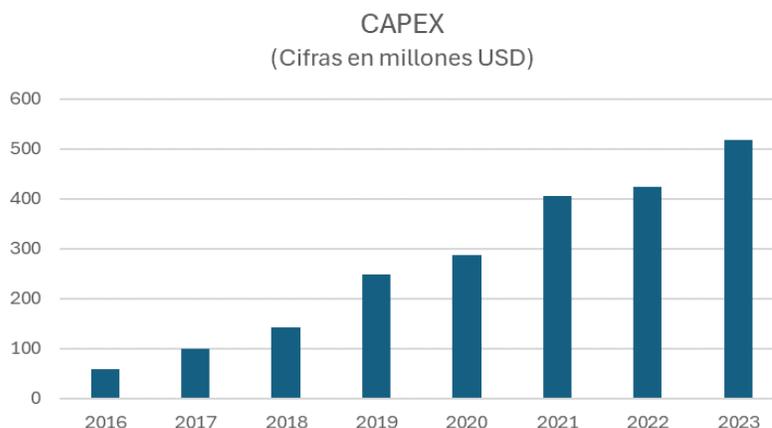
En cuanto al CTON en días, notamos que CAP mantuvo un promedio de 71,7 días de capital de trabajo durante el año 2023, lo que representa una ligera disminución en comparación con el año anterior. Sin embargo, sigue siendo un nivel saludable que indica una adecuada gestión de los recursos financieros.

Es importante destacar que, a pesar de las fluctuaciones en el RCTON y en los días de CTON, CAP S.A. ha logrado mantener una posición financiera sólida y estable en el mercado, lo que le permite afrontar los desafíos y aprovechar las oportunidades que se presenten en el futuro.

### 6.4.3 Inversiones

Con respecto a las inversiones, el CAPEX es la inversión en capital o inmovilizado fijo que se realiza para adquirir, mantener o mejorar su activo no corriente. En el grupo CAP S.A. el plan de inversión se centra en tres focos estratégicos: asegurar la estabilidad y eficiencia de los negocios actuales, fortalecerlos con iniciativas de crecimiento y diferenciación enfocadas en la reducción de emisiones de carbono y del consumo de agua, y desarrollar nuevos negocios que tengan sinergias con la cadena de valor del hierro y estén alineados con la descarbonización y la reducción del consumo de agua. Cada año se asignan recursos significativos a proyectos de inversión que se ajusten a estos focos, respaldados por marcos robustos de gestión del capital. Estos lineamientos corporativos aseguran una implementación rigurosa de la Estrategia 2030, considerando horizontes de tiempo a corto, mediano y largo plazo para la planificación de las inversiones.

#### Gráfico N°5: CAPEX histórico



Fuente: Elaboración propia con base en los Estados Financieros de CAP S.A del año 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023

El gasto de capital (CAPEX) del Grupo CAP ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, con una Tasa de Crecimiento Anual Compuesta (CAGR) del 19,5% entre 2016 y 2023. Este crecimiento se refleja en el aumento constante de la inversión de la empresa en diversas áreas. Por ejemplo, entre 2016 y 2017, el CAPEX aumentó en un notable 70,7%, seguido de un crecimiento del 44,4% entre 2017 y 2018. Aunque hubo fluctuaciones interanuales, el crecimiento general se mantuvo sólido, llegando a US\$ 517 millones en 2023. Este incremento refleja el compromiso continuo del Grupo CAP con la expansión, la modernización y la mejora de sus operaciones en un entorno dinámico y desafiante. En 2021, el Grupo CAP destinó US\$ 405 millones a proyectos de capital, principalmente en su sector minero, enfocados en la estabilización y optimización de operaciones, así como en estudios de viabilidad para futuros proyectos en los próximos cinco años. De esta inversión, US\$ 46 millones se dirigieron a CSH y a empresas relacionadas con el procesamiento de acero, marcando el inicio de un periodo de crecimiento en el negocio del acero.

CAP destinó un 30,0% de su presupuesto 2023 a proyectos de sostenibilidad, como parte de su estrategia de crecimiento sostenible. Las inversiones incluyen iniciativas en diversas áreas, desde la minería hasta el procesamiento de acero. En CMP, las inversiones serán similares a las del año anterior, alcanzando los US\$425 millones, mientras que Siderúrgica Huachipato planea aumentar significativamente sus inversiones con proyectos verdes y sustentables. Además, Cintac enfocó sus inversiones en la expansión de su capacidad productiva, con un énfasis en soluciones habitacionales de alto estándar. El tercio destinado a proyectos de sostenibilidad incluyeron la descarbonización de la Planta de Pellets de CMP y el desarrollo de parques solares, entre otros proyectos. Además, se espera que para 2024 se ejecuten iniciativas de hidrógeno verde en Siderúrgica Huachipato y se busca consolidar el crecimiento en el negocio de paneles de aislación para mejorar la eficiencia energética en soluciones habitacionales.

## **6.5 Análisis de crecimiento de la industria**

El Grupo CAP opera en un mercado global marcado por una serie de tendencias y desafíos. En el ámbito internacional, la economía china, un actor clave para la demanda mundial de hierro, experimentó un desempeño mixto en 2023. A pesar de un crecimiento del PIB del 5,2%, superando las expectativas internas, la incertidumbre persiste sobre la sostenibilidad a largo plazo, con señales ambiguas en sectores como el inmobiliario y la inversión extranjera. En el mercado del hierro, la demanda china mantuvo una alta

consistencia, reflejando un mercado en equilibrio con precios estables, aunque influenciados por medidas regulatorias y estímulos económicos chinos. En contraste, el sector siderúrgico internacional enfrentó precios bajistas debido al aumento de las exportaciones chinas y distorsiones en los precios locales. En el ámbito nacional, el mercado chileno de acero enfrentó una demanda deprimida, mientras que Perú mostró signos de recuperación, con un sector de la construcción en ascenso. En este escenario, el Grupo CAP ajusta sus estrategias de negocio, con un enfoque en la eficiencia e innovación para adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado (Análisis razonado 2023).

En el segmento del hierro, CMP, filial del Grupo CAP, reportó niveles récord de producción y despachos, manteniendo una alta demanda de sus productos, principalmente por parte de clientes asiáticos. Durante el año 2023, CMP despachó un total de 17,0 millones de toneladas de mineral, lo que representa un aumento del 4,3% en comparación con los 16,3 millones de toneladas despachadas en 2022. Como resultado, las ventas de CMP al 31 de diciembre de 2023 alcanzaron los US\$ 1.896 millones, un aumento del 3,4% en comparación con los US\$ 1.834 millones registrados al 31 de diciembre de 2022. A pesar de la estabilidad en los precios promedio anuales, el mercado se mantuvo influenciado por la política china y la demanda global. Esta constante demanda y la capacidad de CMP para satisfacerla reflejan una posición sólida en un mercado competitivo y dinámico (Análisis razonado 2023).

## 7. Proyección del Estado de Resultados

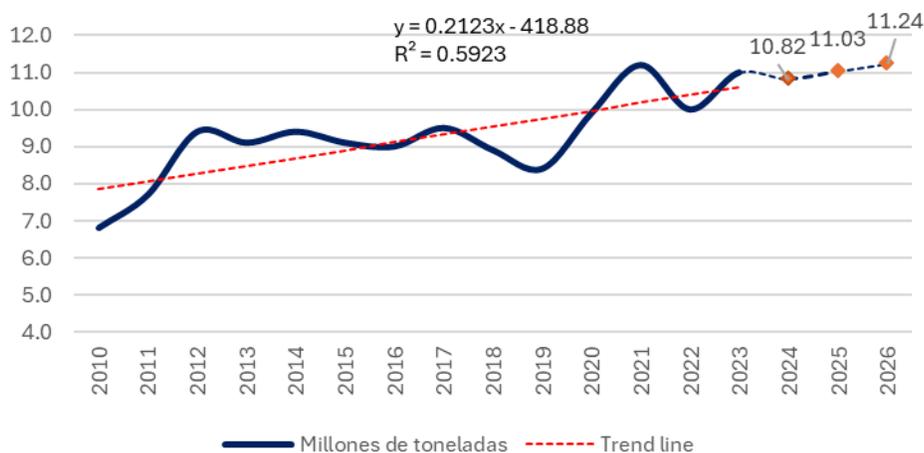
### 7.1 Ingresos Operacionales Proyectados

Para analizar y proyectar los ingresos de AP estimados, se realizó un análisis considerando las 4 líneas de negocios descritas anteriormente; I) Minería, II) Procesamiento de Acero, III) CAP Acero y IV) CAP Infraestructura.

#### I. Minería de Hierro

En el ámbito de la minería, el objetivo es calcular el volumen y el precio del hierro despachado para determinar las ventas anuales, multiplicando el precio (P) por la cantidad despachada (Q). Para ello, primero analizaremos las toneladas de hierro despachadas por CAP Minería. El gráfico siguiente muestra la producción de hierro en Chile en millones de toneladas. Se ha ajustado un modelo de regresión lineal basado en la producción histórica de los últimos 10 años para obtener estimaciones hasta el año 2026, con un bajo R2 para establecer una tendencia.

**Gráfico N°6:** Estimación producción de Hierro Chile para 2024,2025 y 2026

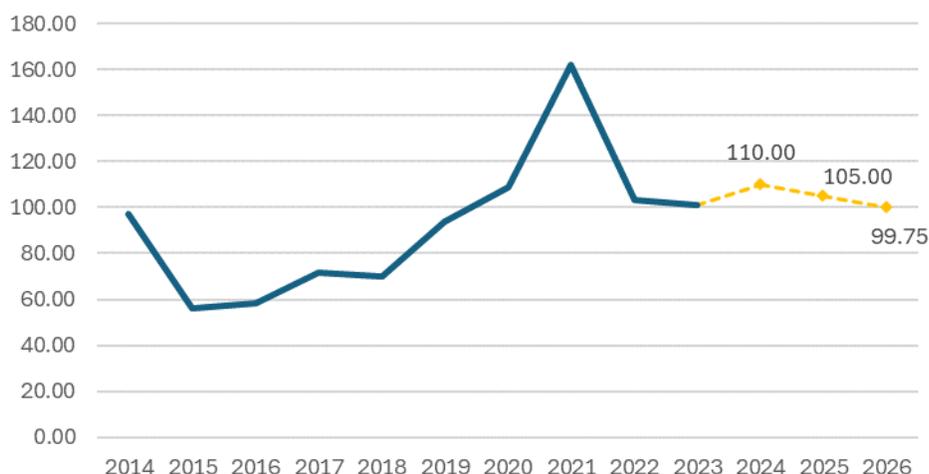


Fuente: Elaboración propia basado en datos de Consejo Minero Chile (202).

En relación con el precio del Hierro, el Banco Mundial anticipa una disminución en los precios del hierro en 2024 y 2025, aunque estos se mantendrán por encima de los cruciales \$100 USD por tonelada. Se espera que los precios caigan un 9% en 2024, situándose en \$110 USD por tonelada, y un 5% adicional en 2025, alcanzando los \$105 USD por tonelada. A pesar de la demanda moderada de acero debido a la debilidad en la construcción residencial en China y las

altas tasas de interés en economías avanzadas, el aumento en la producción de hierro en Australia y Brasil ejercerá una presión adicional a la baja sobre los precios. Esta previsión, aunque optimista comparada con otras, podría generar un auge en las regalías para los presupuestos estatales y federales. Las estimaciones son partiendo de 2024 y se asume para 2026 y 2027 una caída de 5% en el precio de forma rezagada considerando la estimación mas cercana entregada por World Bank Commodity Price Forecasts. (2024, Abril).

**Gráfico N°7:** Estimación precio de Hierro 2024, 2025 y 2026



Fuente: Elaboración propia basado en datos de World Bank Commodity Price Forecasts (2024)

**Cuadro N°29:** Estimación de Ingresos por segmento Hierro

Variables	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Toneladas Hierro (MTM)	18.733	18.418	18.780	19.142	19.510	19.886
Valor en MUS\$	101,2	110,0	105,0	99,8	94,8	94,0
<b>Ingreso por venta en MUS\$</b>	<b>1.895.798</b>	<b>2.026.031</b>	<b>1.971.902</b>	<b>1.910.328</b>	<b>1.849.555</b>	<b>1.869.254</b>

Fuente: Elaboración propia

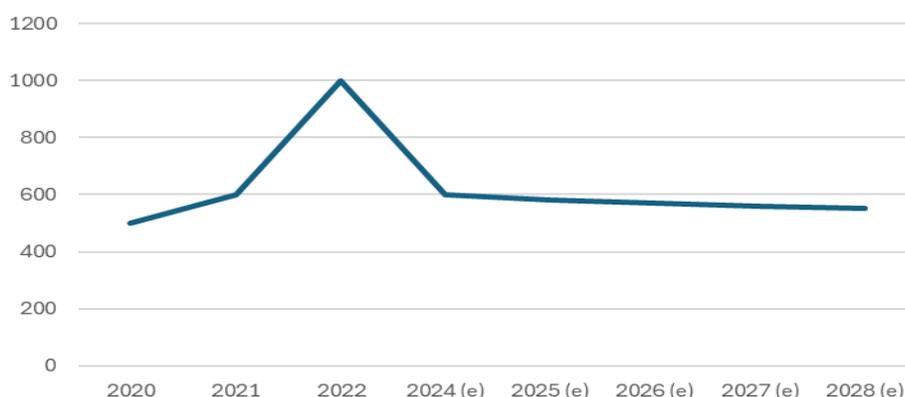
Al multiplicar el precio por la cantidad, se obtiene el ingreso estimado por ventas para la línea de negocio más importante, que representa casi la totalidad del EBITDA del holding debido a las pérdidas generadas por el segmento acero. Según el pronóstico de precios desarrollado por Banco Mundial (World Bank Commodities Price Forecast, 2024), se proyecta una disminución anual del precio en torno a 5%, mientras que las toneladas estimadas aumentan un 1,5% de aumento promedio para precios después de 2026 según el modelo lineal ajustado presentado en el gráfico anterior.

## II. CAP acero

Para esta línea de negocio ocuparemos como supuesto que los ingresos aumentan de acuerdo con el crecimiento esperado del PIB de Chile estimado por el último Ipom publicado por el Banco Central, es decir ocuparemos el promedio de la expectativa para 2024 de 2,5%, 2,0% para 2025 y 2026 de la producción. Adicionalmente se asume que luego del cierre de la producción de acero en siderúrgica Huachipato la producción observada al cierre de 2024 será 50% menor.

Respecto al precio se utilizan las estimaciones y proyecciones realizadas por S&P Global Market Intelligence. (2024) y el precio se mantiene en torno a 600 UT promedio. De acuerdo con S&P Global Market Intelligence (2024), los precios del acero experimentaron un aumento significativo en 2022 debido a la invasión rusa de Ucrania, alcanzando los \$1000 por tonelada, pero se espera que disminuyan y se estabilicen en los próximos años. Para 2024, se proyecta un precio promedio de \$600 por tonelada, con una tendencia a la baja moderada hasta 2028, donde se estima que el precio se ubicará en \$550 por tonelada. Estas proyecciones consideran una demanda global moderada, altos costos energéticos que limitan la producción, y la ausencia de perturbaciones significativas en el suministro de acero.

**Gráfico N°8:** Precio HRC acero \$/tonelada promedio



Fuente: Elaboración propia en base a S&P Global Market Intelligence (2024)

**Cuadro N°30:** Proyección de ingresos segmento CAP Acero

Variabes	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Toneladas Acero (MTM)	581	298	303	310	316	322
Valor en MUS\$	1,004	600	580	570	560	550
<b>Ingreso por venta en MUS\$</b>	<b>582.958</b>	<b>178.528</b>	<b>176.028</b>	<b>176.453</b>	<b>176.825</b>	<b>177.140</b>

Fuente: Elaboración propia

### III. CAP procesamiento acero

Para esta línea de negocio ocuparemos como supuesto que los ingresos aumentan de acuerdo con el crecimiento esperado del PIB de Chile estimado por el último IPoM publicado por el Banco Central de igual forma como se utilizó para el despacho de acero esperado en la sección anterior. Es decir, ocuparemos el promedio de la expectativa para 2024 de 2,5%, 2,0% para 2025 y 2026 de la producción.

**Cuadro N°31:** Proyección de ingresos segmento Procesamiento CAP Acero

Variables	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Procesamiento Acero	521.970	535.019	545.720	556.634	567.767	579.122
<b>Ingreso por venta en MUS\$</b>	<b>521.970</b>	<b>535.019</b>	<b>545.720</b>	<b>556.634</b>	<b>567.767</b>	<b>579.122</b>

Fuente: Elaboración propia

### IV. Infraestructura

Para la estimación de los ingresos de la línea de negocio Infraestructura se utilizó la demanda espera de agua desalinizada estimada por Cochilco para el crecimiento de las ventas anual.

**Gráfico N°9:** Demanda de agua desalinizada estimada



Fuente: Elaboración propia

**Cuadro N°32:** Proyección de ingresos segmento CAP Infraestructura

Variables	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Infraestructura	106.941	111.262	117.118	118.228	118.228	123.064
<b>Ingreso por venta en MUS\$</b>	<b>106.941</b>	<b>111.262</b>	<b>117.118</b>	<b>118.228</b>	<b>118.228</b>	<b>123.064</b>

Fuente: Elaboración propia

## V. Eliminaciones y Otros

Finalmente, es necesario estimar las eliminaciones derivadas de transacciones entre las compañías del mismo grupo. Para esta proyección, se considera el 12% de los ingresos por la minería de hierro, basado en el promedio histórico entre 2016 y 2020. La estimación obtenida es la siguiente:

**Cuadro N°33:** Proyección de Eliminaciones

Variables	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Eliminaciones	(144.882)	(185.582)	(180.624)	(174.984)	(169.417)	(171.221)

Fuente: Elaboración propia

Para concluir, se suman los ingresos anuales de las cuatro líneas de negocio y se restan las eliminaciones de transacciones entre compañías del grupo, obteniendo así los ingresos del holding.

Además, existe otra línea denominada "otros", que se mantendrá constante en MUS\$ 1.479, basado en el promedio de MUS\$ 1.479 entre 2019 y 2023. Esta partida "otros" se incorporó por primera vez en 2018. A modo resumen, se puede inferir que los movimientos tanto nacionales como internacionales de la industria afectan a los ingresos futuros del Grupo CAP.

### 7.2 Costos y gastos operacionales proyectados

#### i) Costos de Venta

Para los costos de venta, se realizó un análisis histórico y se calculó el porcentaje promedio con relación a los ingresos. A continuación, se presenta una tabla con los costos de venta históricos.

**Cuadro N°34:** Costos de venta y porcentaje sobre las ventas anual 2019 a 2023 CAP.S.A.

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.047	2.964.899
(-) Costo de ventas (Sin D&A)	1.230.158	1.513.274	1.672.402	1.922.468	1.802.914
% Costo de venta/Ingresos	77,4%	56,5%	45,5%	64,0%	60,8%

Fuente: Elaboración propia

Se observa que los costos de ventas son homogéneos en torno a 60%, excepto en 2019 que alcanzó aproximadamente 80% sobre los ingresos. Por lo tanto, se considerará el promedio del

porcentaje de costos sobre las ventas entre 2020 y 2023. Alcanzando un valor promedio de 56,7%. Dejamos fuera de la estimación el periodo 2019 debido a el costo excepcional por el accidente ocurrido en Guacolda II a finales de 2018.

En el siguiente cuadro se presentan los montos proyectados de los costos de venta excluyendo la depreciación y la amortización.

**Cuadro N°35:** Costos de venta proyectados sin depreciación y amortización.

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	2.964.899	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
(-) Costo de ventas (Sin D&A)	1.802.914	1.511.591	1.491.687	1.467.039	1.442.267	1.461.767

*Fuente: Elaboración propia*

Se proyecta un costo anual promedio de MUS\$ 1.474.870, con muy poca variación.

## ii) Costos de distribución

Para los costos de distribución, se realizó un análisis histórico similar y se calculó el porcentaje promedio en relación con los ingresos. A continuación, se presenta una tabla con los costos de distribución históricos.

**Cuadro N36:** Costos de Distribución Históricos.

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.047	2.964.899
(-) Costos de distribución	18.587	19.681	34.990	25.884	22.079
% Costo de distribución/Ingresos	1,2%	0,7%	1,0%	0,9%	0,7%

*Fuente: Elaboración propia*

No se observan grandes anomalías y los costos son bastante homogéneos, excepto en 2019. Por lo tanto, se utilizará el promedio entre 2020 y 2023, donde el costo de distribución equivale al 0,8% de los ingresos.

En el siguiente cuadro se presentan los montos proyectados de los costos de distribución.

**Cuadro N°37:** Proyección Costos de Distribución.

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	2.964.899	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
(-) Costos de distribución	22.079	21.947	21.658	21.300	20.941	21.224

Fuente: Elaboración propia

### iii) Gastos de administración

Los gastos de administración representan aproximadamente el 4,5% del total de los ingresos, basándose en el periodo histórico entre 2019 y 2023, por lo que se utilizará este porcentaje para las proyecciones. A continuación, se muestra el detalle en el cuadro N°38.

**Cuadro N°38:** Gastos de administración Históricos

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.047	2.964.899
(-) Gastos de administración (s/D&A)	90.589	111.306	113.483	117.582	145.550
% Gastos de administración/Ingresos	5,7%	4,2%	3,1%	3,9%	4,9%

Fuente: Elaboración propia

Se observa que los gastos de administración varían entre los años, con un promedio cercano al 4,4%. Sin embargo, se observa que el año 2019 es más alto que el resto de los años por lo que el promedio histórico fue considerado desde 2020 en adelante.

El siguiente cuadro muestra la proyección de los gastos de administración, sin incluir depreciación ni amortización.

**Cuadro N°39:** Proyección Gastos de administración

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	2.964.899	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
(-) Gastos de administración (s/D&A)	145.550	107.081	105.671	103.925	102.170	103.552

Fuente: Elaboración propia

Se proyecta un monto promedio de MUS\$ 111.992 entre 2023 y 2028. Con importante caída desde 2024 considerando la paralización de operaciones de siderúrgica Huachipato a finales del primer trimestre 2024.

#### iv) Participación en asociadas

Con respecto a la participación en asociadas en porcentaje histórico es de 0,01% sobre los ingresos, aunque el porcentaje de participación es poco significativo, se realizará su debida proyección considerando un 0,01% de los ingresos proyectados.

**Cuadro N°40:** Participación en asociadas histórica

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.047	2.964.899
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando MP	21	704	(467)	250	38
% Gastos de administración/Ingresos	0,001%	0,026%	(0,013%)	(0,008%)	0,001%

Fuente: Elaboración propia

Así, obtenemos el valor proyectado en el siguiente cuadro:

**Cuadro N°41:** Proyección participación en asociadas

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	2.964.899	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando MP	38	155	152	150	147	149

Fuente: Elaboración propia

Se espera un promedio de 151 para 2024-2028.

### 7.3 Resultados no operacionales proyectados

Continuando con el reporte es necesario proyectar el resultado no operacional. Se utiliza como historia los años representativos, entre el año 2019 y 2023. En el siguiente cuadro se muestra el resultado no operacional histórico.

**Cuadro N°42:** Resultado no operacional histórico

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.047	2.964.899
Otros gastos, por función	(64.604)	(60.709)	(76.680)	(57.727)	(188.464)
Otros ingresos	10.268	7.900	(45.718)	29.353	16.576
Otras ganancias (pérdidas)	4.407	(5.963)	(8.547)	3.281	(4.359)
Ingresos financieros	11.653	6.463	2.881	10.376	22.364
Costos financieros	(98.459)	(85.275)	(63.359)	(80.694)	(117.823)
Diferencias de cambio	(3.911)	364	16.615	(2.510)	(11.236)

Fuente: Elaboración propia

Para estimar calculamos el promedio histórico sobre los ingresos para cada partida.

**Cuadro N°43:** Resultados No operacionales como porcentaje de Ingresos

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio 2020-2023
Otros gastos, por función	4,06%	2,27%	2,09%	1,92%	6,36%	3,16%
Otros ingresos	0,65%	0,29%	1,24%	0,98%	0,56%	0,77%
Otras ganancias (pérdidas)	0,28%	0,22%	0,23%	0,11%	0,15%	0,18%
Ingresos financieros	0,73%	0,24%	0,08%	0,35%	0,75%	0,35%
Costos financieros	6,19%	3,18%	1,72%	2,68%	3,97%	2,89%
Diferencias de cambio	0,25%	0,01%	0,45%	0,08%	0,38%	0,23%

Fuente: Elaboración propia

**Cuadro N°44:** Resultados No operacionales proyectados

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	2.964.899	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
Otros gastos, por función	(188.464)	(84.192)	(83.083)	(81.710)	(80.331)	(81.417)
Otros ingresos	16.576	20.493	20.223	19.889	19.553	19.817
Otras ganancias (pérdidas)	(4.359)	(4.741)	(4.679)	(4.602)	(4.524)	(4.585)
Ingresos financieros	22.364	9.461	9.336	9.182	9.027	9.149
Costos financieros	(117.823)	(77.099)	(76.084)	(74.827)	(73.563)	(74.558)
Diferencias de cambio	(11.236)	(6.186)	(6.105)	(6.004)	(5.903)	(5.982)

Fuente: Elaboración propia

#### 7.4 Impuestos corporativos

El impuesto corporativo se estima en un 27%, basándonos en su historial constante de al menos cinco años sin cambios, por lo que lo consideraremos invariable para el período proyectado.

#### 7.5 Proyección de Depreciación & Amortización

Analizando los EEFF a lo largo de los años, el porcentaje de adquisiciones de PPE y activos intangibles ha aumentado gradualmente. En el año 2019, este porcentaje superó el 100% y luego disminuyó por efecto del shock negativo del accidente de Guacolda II, pero se mantuvo por encima de dicho umbral, lo que sugiere que la empresa necesitará al menos reponer los costos de depreciación y amortización para mantener sus operaciones sin expectativas de crecimiento futuro. En consecuencia, podemos inferir que la inversión por reposición equivale a la depreciación y amortización.

A continuación, examinaremos el histórico de depreciación y amortización como porcentaje de los ingresos totales. El cuadro N°45 proporciona detalles al respecto. Según este cuadro, el promedio histórico de depreciación y amortización entre 2019 y 2023 fue del 11% y 8%, respectivamente. Utilizaremos estos porcentajes para proyectar los próximos cinco años.

**Cuadro N°45:** Depreciación como porcentaje de Ingresos histórico

En MUS\$	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.679.003	3.676.883	3.006.047	2.964.899
<b>Depreciación</b>	<b>163.756</b>	<b>190.376</b>	<b>196.575</b>	<b>236.423</b>	<b>279.344</b>
% Depreciación/Ingresos	10,30%	7,11%	5,35%	7,86%	9,42%
<b>Porcentaje promedio</b>	<b>8,01%</b>				
Amortización	15.779	25.877	56.457	59.520	41.688
% Amortización/Ingresos	0,99%	0,97%	1,54%	1,98%	1,41%
<b>Promedio Amortización</b>	<b>1,38%</b>				
Depreciación y Amortización	179.535	216.253	253.032	295.943	321.032

Fuente: Elaboración propia

El cuadro N°46 a continuación presenta la proyección de depreciación y amortización en relación con los ingresos estimados hasta el año 2028.

**Cuadro N°46:** Proyección Depreciación y amortización como porcentaje de Ingresos histórico

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	1.590.249	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
Depreciación	163.756	213.534	210.722	207.240	203.741	206.496
Amortización	15.779	36.693	36.209	35.611	35.010	35.483
<b>Depreciación + Amortización</b>	<b>179.535</b>	<b>250.227</b>	<b>246.932</b>	<b>242.852</b>	<b>238.751</b>	<b>241.979</b>

Fuente: Elaboración propia

## 7.6 Proyección del Estado de Resultados

Finalmente se consolida la información y se obtiene el estado de resultado proyectado completo. A continuación, en el cuadro N°47 se detalla cada una de las partidas proyectadas.

**Cuadro N°47:** Proyección del EERR 2023 – 2028 (E)

En MUS\$	2023	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos de actividades ordinarias	2.964.899	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
(-) Costo de ventas (Sin D&A)	1.802.914	1.511.591	1.491.687	1.467.039	1.442.267	1.461.767
Margen Bruto	1.161.985	1.155.146	1.139.935	1.121.100	1.102.169	1.117.071
(-) Costos de distribución	22.079	21.947	21.658	21.300	20.941	21.224
(-) Gastos de administración (Sin D&A)	145.550	107.081	105.671	103.925	102.170	103.552
(+/-) Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios	38	155	152	150	147	149
EBITDA	994.394	1.026.272	1.012.758	996.024	979.206	992.445
(-) Depreciación	163.756	213.534	210.722	207.240	203.741	206.496
(-) Amortización	15.779	36.693	36.209	35.611	35.010	35.483
Resultado Op. EBIT	814.859	776.045	765.827	753.172	740.455	750.466
Otros gastos, por función	(188.464)	(84.192)	(83.083)	(81.710)	(80.331)	(81.417)
Otros ingresos por función	16.576	20.493	20.223	19.889	19.553	19.817
Otras ganancias (pérdidas)	(4.359)	(4.741)	(4.679)	(4.602)	(4.524)	(4.585)
Ingresos financieros	22.364	9.461	9.336	9.182	9.027	9.149
Costos financieros	(117.823)	(77.099)	(76.084)	(74.827)	(73.563)	(74.558)
Diferencias de cambio	(11.236)	(6.186)	(6.105)	(6.004)	(5.903)	(5.982)
Resultados por unidades de reajuste	(3.017)	(1.977)	(1.977)	(1.977)	(1.977)	(1.977)
Ganancia(pérdida), antes de impuestos	528.900	631.803	623.458	613.123	602.737	610.913
(-)Gasto por impuestos a las ganancias (27%)	142.803	170.587	168.334	165.543	162.739	164.946
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>386.097</b>	<b>461.216</b>	<b>455.124</b>	<b>447.580</b>	<b>439.998</b>	<b>445.966</b>

Fuente: Elaboración propia

## 7.7 Supuestos

Para la proyección de los ingresos operacionales de CAP S.A., se han considerado varias líneas de negocio clave, cada una con supuestos específicos basados en análisis históricos y proyecciones futuras del mercado. La principal fuente de ingresos, la minería de hierro, ha sido proyectada basándose en el volumen y precio del hierro despachado. Utilizando datos históricos y perspectivas de mercado proporcionadas por expertos en la industria, se estima un crecimiento moderado del volumen despachado y un precio promedio conservador para el hierro.

Además, la línea de negocio de CAP Acero ha sido evaluada en función del crecimiento proyectado del Producto Interno Bruto (PIB) de Chile y las estimaciones de precios del acero según S&P Global Market Intelligence. Este enfoque permite una proyección más precisa de los ingresos derivados de la producción y venta de acero, considerando tanto factores macroeconómicos como indicadores específicos del mercado del acero.

Por otro lado, CAP Procesamiento de Acero también ha sido analizado bajo supuestos similares de crecimiento económico nacional e internacional, asegurando una alineación coherente con las expectativas de demanda y precios del mercado para este sector.

La línea de negocio de Infraestructura, que incluye la producción y venta de agua desalinizada, ha sido proyectada utilizando datos de demanda actual y previsiones de crecimiento en el consumo de agua industrial y potable en la región. Estos supuestos han sido fundamentales para estimar los ingresos esperados de esta división.

Finalmente, las eliminaciones derivadas de transacciones entre compañías del grupo han sido calculadas y ajustadas según políticas contables y prácticas habituales en el sector, asegurando la integridad y coherencia de los ingresos operacionales reportados.

## 8. Proyección de los Flujos de Caja Libre

### 8.1 Inversión en reposición

La inversión en reposición de CAP es proyectada bajo el supuesto de que será igual a la Depreciación & Amortización proyectada en el cuadro N°46 de la sección 7.5 del informe.

En el cuadro N°48 se entregan detalles sobre la estimación de la inversión en reposición

#### Cuadro N°48: Proyección inversión en reposición

En MUS\$	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Inversión en Reposición	250.227	246.932	242.852	238.751	241.979

Fuente: Elaboración propia

### 8.2 Nuevas inversiones de capital

Las inversiones en capital son proyectadas utilizando el promedio CAPEX sobre ingresos de los años 2022 y 2023 (10,3%), y considera un 3% adicional bajo el supuesto de que la compañía tendrá que recurrir en nuevas inversiones inesperadas por necesidad de la operación del negocio. El CAPEX del periodo 2024-2028 asume que serán nuevas adquisiciones o compras de propiedades, plantas o equipos.

El cuadro N°49 se entregan detalles sobre la estimación de nuevas inversiones de capital

#### Cuadro N°49: Proyección de nuevas inversiones de capital

En MUS\$	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
Compras en PPE	355.645	350.962	345.163	339.335	343.923

Fuente: Elaboración propia

### 8.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

En el cuadro N°50 se entregan detalles sobre la proyección del CTON. Para la proyección, se utilizaron los días requeridos de venta histórico de CAP (52 días), y desde el año 2024 hasta el año 2027 hay una liberación de CTON<sup>(5)</sup> dado que los ingresos de CAP disminuyen por estar afectos al precio del hierro.

<sup>5</sup> Asume liberación igual a 0

#### Cuadro N°50: Proyección CTON

En MUS\$	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Ingresos	2.666.737	2.631.622	2.588.138	2.544.436	2.578.839
Incremento en CTON	-	-	-	(25.444)	-

Fuente: Elaboración propia

#### 8.4 Flujos de caja proyectados

La proyección del Flujo de Caja Libre (FLC) se entrega en el cuadro N°51

#### Cuadro N°51: Proyección del Flujo de Caja Libre (FLC)

En MUS\$	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
<b>EBIT (después de impuestos)</b>	<b>566.513</b>	<b>559.053</b>	<b>549.816</b>	<b>540.532</b>	<b>547.840</b>
(+) D&A	250.227	246.932	242.852	238.751	241.979
(-) Inversión en reposición	(250.227)	(246.932)	(242.852)	(238.751)	(241.979)
(-) Nuevas Inversiones	(355.645)	(350.962)	(345.163)	(339.335)	(343.923)
(+/-) Liberación (Inversión) CTON	-	-	-	(25.444)	-
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>210.868</b>	<b>208.091</b>	<b>204.653</b>	<b>175.753</b>	<b>203.918</b>

Fuente: Elaboración propia

## 9. Precio de la acción estimado

### 9.1 Valor Presente de los Flujos de Caja Libre

El Valor Presente de los Flujos de Caja Libre se calculan mediante la siguiente forma (en MUS\$):

- **Valor Terminal** (asumiendo perpetuidad sin crecimiento)

$$VT_n = \frac{FCL_{n+1}}{K_0} = \frac{203.918}{7,31\%} = 2.789.570$$

- **Valor Presente**

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCL_{n+1}}{(1 + K_0)^t} = \frac{VT_n}{(1 + K_0)^n} = 3.608.235$$

En el cuadro N°52 se entrega un resumen detallado sobre el cálculo del Valor Presente de los Flujos de Caja Libre (FCL).

#### Cuadro N°52: Valor Presente de los FCL Proyectados

En MUS\$	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
Flujo de Caja Libre	210.868	208.091	204.653	175.753	203.918
Valor Terminal					2.789.570
Valor Presente FCL	196.504	180.706	165.614	132.538	2.932.873
Valor Presente Total	3.608.235				

Fuente: Elaboración propia

### 9.2 Déficit o exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto

En el cuadro N°53 se presenta el déficit o exceso de CTON para analizar si la compañía cuenta con el CTON necesario para llevar a cabo sus operaciones o requiere de mayor CTON durante el año 2023. En el siguiente cuadro se entregan los detalles del déficit o exceso de CTON.

#### Cuadro N°53: Exceso o déficit de CTON

En MUS\$	
CTON real al 31 diciembre 2023	582.476
CTON proyectado al 31 diciembre 2023	582.476
Exceso (déficit) de CTON	-

Fuente: Elaboración propia

### 9.3 Activos prescindibles y otros activos

Para el cálculo del valor total de los activos de la compañía, se realiza la distinción entre activos no operacionales corrientes y activos no operacionales no corrientes del año 2023 para calcular el total de activos prescindibles.

En el cuadro N°54 se detallan las cuentas de activos prescindibles y otros activos

**Cuadro N°54:** Activos prescindibles y otros activos

En MUS\$	31-12-2023
<i>Activos y equivalentes al efectivo</i>	497.081
<i>Otros activos financieros</i>	82.210
<i>Otros activos no financieros</i>	70.062
<i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i>	35.932
<b>Total Activos No Operacionales Corrientes</b>	<b>685.285</b>
<i>Otros activos financieros</i>	8.804
<i>Otros activos no financieros</i>	70958
<i>Cuentas por cobrar</i>	27.020
<i>Propiedad de inversión</i>	30.761
<i>Activos por impuestos diferidos</i>	46182
<b>Total Activos No Operacionales No Corrientes</b>	<b>174.921</b>
<b>Activos Prescindibles</b>	<b>860.206</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 9.4 Valorización económica de la empresa

El precio de la acción estimado y el precio de la acción a valor de mercado al 31 de diciembre del año 2023 se presentan en el siguiente cuadro:

**Cuadro N°55:** Valorización económica

Valoración al 31 de diciembre del 2023 (en MUS\$)	
Valor Presente FCL	3.608.235
Exceso (déficit) CTON	-
Activos prescindibles y otros activos	860.206
<b>Valor total de activos</b>	<b>4.468.441</b>
Deuda Financiera	(1.707.100)
Interés minoritario	(1.394.945)
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>1.366.396</b>
Número de acciones	149.448.112
Precio acción estimado (US\$)	9,1
<b>Precio acción estimado (CLP\$)</b>	<b>7.678</b>
Precio acción real (CLP\$)	7.200
Diferencia de precios	6,6%

Fuente: Elaboración propia

El precio estimado es un 6,6% superior al valor de mercado al 31 de diciembre del año 2023. Para la estimación del precio en CLP\$ se utiliza el tipo de cambio promedio del año 2023 (CLP\$/US\$ 840). La desviación entre el precio estimado y el precio de mercado apunta a que la compañía se encuentra subvalorada, ya que su precio accionario debería ser un 6,6% mayor que el precio de mercado al 31 de diciembre del año 2023. Sin embargo, la estimación entre el precio estimado y el precio de mercado es de menos de 10%, lo que indica que la valoración de la compañía se encuentra similar a la valoración que indica el mercado de capitales.

El siguiente gráfico muestra la variación del precio de la acción de CAP en el mercado durante los años 2022 y 2023

**Gráfico N°10:** Precio de la acción de CAP entre los años 2022 y 2023



Fuente: Elaboración propia con base a los precios obtenidos de [www.investing.com](http://www.investing.com)

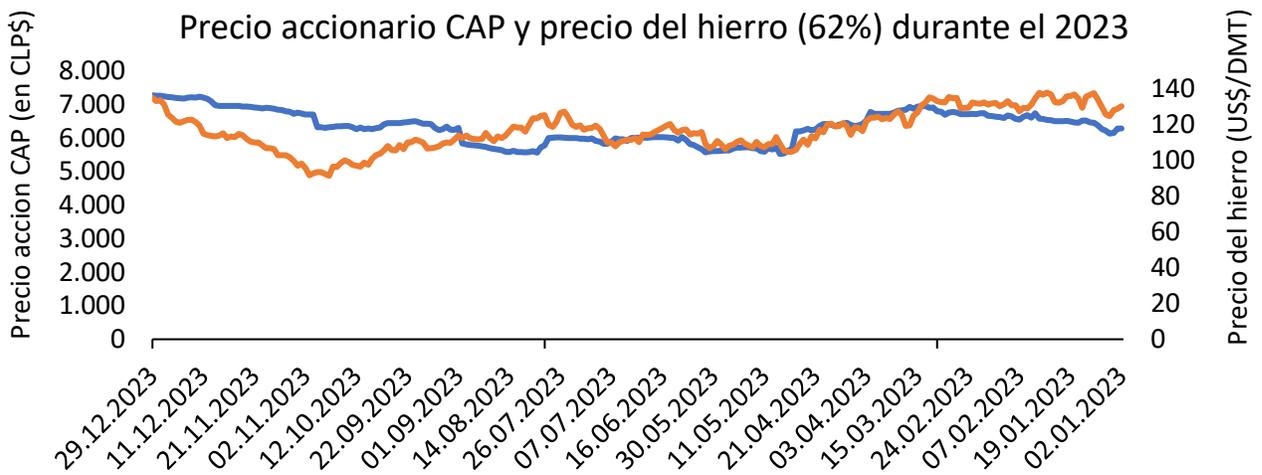
### 9.5 Análisis de Sensibilidad

#### Sensibilidad por precio del hierro y WACC

La unidad de negocios más importante del Grupo CAP es la minería del mineral de hierro, y por esto se realiza una sensibilidad del precio de la acción mediante un cuadro de doble entrada ( $\Delta$  precio hierro y WACC). El precio accionario de CAP S.A durante el año 2023 registra movimientos muy similares al precio del hierro, por lo que el precio accionario de CAP en el mercado de capitales chileno está ligada a los precios mundiales del hierro y a los cambios de su tasa de descuento.

En el siguiente grafico se puede observar los precios de CAP S.A y el precio del hierro 62% durante el año 2023.

**Gráfico N°11:** Precio de la acción de CAP y precio del hierro



Fuente: Elaboración propia con base a los precios obtenidos en [www.investing.com](http://www.investing.com)

Cuadro N°56: Tabla de sensibilidad

		<b>Δ Precio Hierro</b>				
		<b>(10,0%)</b>	<b>(5,0%)</b>	<b>-</b>	<b>5,0%</b>	<b>10,0%</b>
<b>WACC</b>	<b>5,8%</b>	10.750	11.316	<b>11.912</b>	12.507	13.133
	<b>6,3%</b>	9.283	9.771	<b>10.286</b>	10.800	11.340
	<b>6,8%</b>	8.023	8.446	<b>8.890</b>	9.335	9.801
	<b>7,3%</b>	<b>6.930</b>	<b>7.294</b>	<b>7.678</b>	<b>8.062</b>	<b>8.465</b>
	<b>7,8%</b>	5.970	6.284	<b>6.615</b>	6.946	7.293
	<b>8,3%</b>	5.121	5.390	<b>5.674</b>	5.958	6.255
	<b>8,8%</b>	4.363	4.592	<b>4.834</b>	5.076	5.330

Fuente: Elaboración propia

Por un lado, una disminución en la WACC del Grupo CAP impulsa el precio accionario al alza ya que los flujos de caja proyectados son descontados con una menor tasa, y, por otro lado, un incremento en el precio del hierro también aumenta el precio accionario de CAP S.A.

## 10. Conclusión

Los ingresos de CAP S.A desde el año 2019 al año 2023 han tenido diversas variaciones por sucesos que han sucedido en los últimos años, tales como el desplome de la pluma de embarque del puerto de Guacolda II, la pandemia COVID-19, inflación en el año 2022, y otros factores más. En el año 2021 la compañía logro un desempeño financiero récord, logrando ingresos por US\$ 3.677 millones y un EBITDA de US\$ 1.814 millones, impulsado por altos precios del hierro en los mercados internacionales producto de la pandemia COVID-19.

Sin embargo, en el año 2022 y 2023 tanto los ingresos como el EBITDA de la compañía cayeron producto de la baja en el precio del hierro y otros factores adicionales, disminuyendo la rentabilidad del Grupo CAP. Sin embargo, la compañía logro emitir un bono de US\$ 300 millones en el año 2021, logrando aumentar el valor de la empresa mediante deuda previo al alza agresiva de tasas de interés del año 2022. Dicho lo anterior, la compañía en los últimos años ha logrado mantener su rentabilidad y sostenibilidad, a pesar del alza de costos operacionales producto de la inflación nacional y mundial, alza de tasas, incertidumbre económica y social, mostrando la solidez operacional y financiera del Grupo CAP.

Adicionalmente, en la valoración de este informe el precio estimado de CAP S.A al 31 de diciembre del año 2023 es de CLP \$7.678, un 6,6% superior al precio de mercado al 31 de diciembre del año 2023, lo cual indica que la compañía se encuentra subvalorada en el mercado de capitales. Esto indica que el Grupo CAP tiene potencial de crecimiento para aumentar su valor bursátil, y, por tanto, el valor de la empresa. Además, dado que los ingresos del Grupo CAP dependen en gran medida del precio del hierro mundial, cualquier evento o suceso que provoque un aumento en los precios del hierro impactara de forma positiva al crecimiento de la compañía.

En los próximos años podemos estimar que el Grupo CAP seguirá con una solidez operacional en sus negocios y filiales, con un EBITDA positivo y una generación tanto de ingresos como de caja saludable, y una deuda financiera estable, lo cual ayudará a la compañía a seguir aumentando su valor.

## Bibliografía

Fitch Rating. (2023). *Informe Clasificación 2023*.

Feller Rate. (2023). *Informe Clasificación 2023*.

CMF Chile (2023). *Memoria Anual 2023 CAP S.A.*

UNESID (2023). *2023 World Steel in Figures* <[https://unesid.org/descargas\\_files/World-Steel-in-Figures-2023.pdf](https://unesid.org/descargas_files/World-Steel-in-Figures-2023.pdf)>

CMF Chile. (2023). *CAP S.A. - 12 Mayores Accionistas*.  
<<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=91297000&grupo=&tipo=entidad=RVEMI&row=AAAwY2ACTAAABY2AAN&vig=VI&control=svs&pestanía=5>>

U.S. Geological Survey. (2023). *Mineral commodity summaries 2023*. US Geological Survey.

U.S. Geological Survey. (2023). *Mineral commodity summaries 2023: U.S. Geological Survey*.  
<<https://doi.org/10.3133/mcs2023>>

Natural Resources Canada. (2023). *Iron ore facts. Canada.Ca* <<https://natural-resources.canada.ca/our-natural-resources/minerals-mining/minerals-metals-facts/iron-ore-facts/20517>>

Ibarra Valeria - Diario Financiero (2023). *Siderúrgica Huachipato suspenderá operaciones de una de sus líneas de proceso* <<https://www.df.cl/empresas/mineria/siderurgica-huachipato-suspendera-operaciones-de-una-de-sus-lineas-de>>

Consejo Minero Chile, (2024). *Cifras actualizadas de minería*. Concejominero.Cl.  
<<https://consejominero.cl/wp-content/uploads/2024/05/20240527-CAM.pdf>>

WorldBank Commodity Price Forecasts (2024). A World Bank. Worldbank.org  
<<https://thedocs.worldbank.org/en/doc/464523804694923b6e827ed9d01e247f-0050012024/original/CMO-April-2024.pdf>>

S&P Global Market Intelligence. (2024). *Steel Price Forecast and Steel Market Outlook*.  
<<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/mi/solutions/steel-forecast.html>>

Cochilco (2024). *Proyección de demanda de agua en la minería del cobre*. Cochilco. Cl.  
<<https://www.cochilco.cl/Listado%20Temtico/Proyección%20de%20demanda%20de%20agua%20en%20la%20minería%20del%20cobre%202023-2034%20SV%20VF.pdf>>

## Referencias

Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons. Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014).

The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.

Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicada*. Editorial Lainu

Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000