



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación**

Analista

Ignacio Peñaloza F.

Tel. (56-2) 2433 5200

ignacio.penaloz@humphreys.cl

Cintac S.A.

Marzo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	A- Estable
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 ¹ Estable
EEFF Base	Diciembre 2013

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos	Nº 556 de 04.11.08

Estado de resultados consolidado IFRS					
M US\$ de cada año	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos	226.295	289.581	369.031	378.454	360.778
Costo de Ventas	-195.634	-218.736	-299.263	-316.959	-304.581
Gastos de adm. y distribución	-26.044	-36.051	-35.736	-38.748	-41.112
Otras ganancias (pérdidas)	-2.771	-190	-349	-438	-342
Resultado operacional	1.846	34.604	33.683	22.309	14.743
Costos financieros	-4.814	-3.639	-5.682	-6.168	-4.827
Ganancia	33	28.082	21.196	14.622	1.191
EBITDA	9.763	42.392	42.032	31.643	24.679

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 3.

M US\$ de cada año	Balance consolidado IFRS				
	2009	2010	2011	2012	2013
Total activos corrientes	141.542	190.343	213.725	244.448	228.848
Total activos no corrientes	121.946	127.318	132.123	146.528	145.389
Total de activos	263.488	317.661	345.848	390.976	374.237
Total pasivos corrientes	45.966	92.705	129.946	165.550	148.656
Total pasivos no corrientes	72.020	65.413	45.761	47.974	47.374
Total pasivos	117.986	158.118	175.707	213.524	196.030
Total patrimonio	145.502	159.543	170.141	177.452	178.207
Total pasivos y patrimonio	263.488	317.661	345.848	390.976	374.237
Deuda financiera total	94.025	105.577	135.488	164.298	130.523

Opinión

Fundamento de la clasificación

Cintac S.A. (Cintac) y sus filiales constituyen un *holding* formado por cuatro empresas productivas: Cintac S.A.I.C., Centroacero S.A., Instapanel S.A. y Tubos y Perfiles Metálicos S.A. (Tupemesa, Perú), todas dedicadas a la fabricación y comercialización de diversos productos de acero y servicios relacionados, en distintos sectores económicos, entre ellos el industrial, vivienda, vial y otros.

De acuerdo a la información de los últimos estados financieros a diciembre de 2013, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 360,8 millones, un EBITDA de US\$ 24,7 millones, con una deuda financiera de US\$ 130,5 millones y un patrimonio de US\$ 178,2 millones.

El principal accionista de la sociedad es Compañía de Aceros del Pacífico (CAP S.A.), con un 11,03% de la propiedad en forma directa y un 50,93% en forma indirecta a través de Novacero S.A.

Dentro de las fortalezas que sustenta la clasificación la línea de bonos en "Categoría A-", destaca el que **Cintac** sea una filial de CAP S.A., considerando en especial que la actividad productiva y comercial del emisor se enmarca dentro de la estrategia de desarrollo integral de su matriz.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo valora el fuerte posicionamiento de las empresas del grupo Cintac dentro del mercado nacional de artículos de acero, destacando entre ellas la filial Cintac S.A.I.C., líder en su rubro (productos masivos). En esta misma línea se reconoce la importancia de Tupemesa en el mercado peruano; la capacidad exportadora del grupo (que le permitiría ingresar en otros países); y las perspectivas

de crecimiento del consumo de acero en Chile, dado el bajo consumo per cápita de su segmento objetivo en el mercado doméstico en comparación con países de mayor desarrollo.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la diversificación del *mix* de productos ofrecido por el grupo (con las limitantes propias de ser un negocio ligado casi exclusivamente a una sola materia prima, el acero), por los resultados exhibidos en el pasado, incluso bajo un contexto de volatilidad de precios del acero, y por una capacidad financiera adecuada para abordar los planes de inversión futuros.

Cabe hacer notar que si bien la deuda financiera disminuyó desde los US\$ 164,3 millones de 2012 a US\$ 130,5 millones, las cuentas comerciales y otras cuentas por pagar aumentaron desde US\$ 12,0 millones de 2012 a US\$ 43,3 millones (cuyo fuerte incremento estuvo en los documentos por pagar a proveedores extranjeros que pasaron de 2012 a 2013 de US\$ 1,8 millones a US\$ 33,8 millones). De esta manera, en los hechos, hubo un reemplazo de cartas de crédito por documentos por pagar (la razón corriente se mantuvo en 1,5 veces y la razón ácida en 0,7 veces). Así, mientras la relación entre deuda financiera y FCLP² disminuyó desde 5,8 a 5,4 veces, si sumamos la deuda financiera con la comercial, la relación aumenta de 6,3 veces a 6,6 (por su parte la relación entre pasivos exigible y patrimonio disminuye desde 1,2 a 1,1 veces en el período).

Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo se encuentra la alta correlación de las ventas de la compañía con la actividad económica de los países de destino de las mismas, especialmente porque parte importante de ellas se orientan hacia los sectores habitacionales y de proyectos industriales, que tienden a contraerse fuertemente en períodos recesivos, lo que se confirmó con las variaciones observadas en ventas y resultados en el período 2008-2010. Todo lo anterior, sin embargo, se ve en parte atenuado con el impulso dado por los gobiernos a las obras viales y viviendas sociales en periodos de contracción económica. En todo caso, se evalúa positivamente la flexibilidad que presenta el *mix* de productos, al ser posible de redireccionar a otros rubros en caso de ser necesario.

Junto con lo anterior, dentro de los elementos que **Humphreys** considera negativamente en la clasificación se encuentra el que parte de los resultados de **Cintac** se originan en Perú, país clasificado en Baa2 en escala global. Aunque esta categoría está dentro del grado de inversión, representa aun así una clasificación inferior a la de Chile (Aa3), situación que conlleva el riesgo de transferencia de divisas, lo que incrementa la probabilidad de reducción en los flujos disponibles ante períodos recesivos. Por otra parte, lo positivo del potencial de crecimiento de las exportaciones se contrarresta fuertemente por el hecho de estar orientadas a países como Argentina y Bolivia, menos estables que Chile y, por lo tanto, más vulnerables a crisis económicas (el riesgo país de cada uno en escala global es: Argentina: B3 y Bolivia: Ba3).

La clasificación de riesgo también incorpora la importancia del acero dentro de los costos y precios de la empresa. El precio de este insumo es esencialmente volátil, como se ha visto en los últimos años, lo que dificulta una predicción de resultados futuros para la empresa y la industria. Con todo, se reconoce que la

² El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas en distintos años.

empresa ha presentado utilidad del ejercicio en los últimos años dentro de un escenario de variaciones en el precio del acero, lo que no ha impedido que haya sufrido pérdidas en 2009 producto de la fuerte baja de demanda que enfrentó debido a un escenario recesivo.

Otro elemento considerado en la clasificación de riesgo es la falta de consolidación de la industria en términos de sus niveles de concentración, lo que si bien favorece el potencial de crecimiento de la compañía, también podría incentivar la entrada de nuevos operadores al mercado, aumentando con ello la competencia y, posiblemente, reduciendo los márgenes del negocio. Adicionalmente, existen bajas barreras de entrada para las importaciones de productos masivos, en especial las provenientes de países con mayores economías de escala (por ejemplo, China o India). Con todo, el liderazgo de **Cintac** constituye un factor de relevancia en cuanto a su experiencia y capacidad de respuesta ante nueva competencia y, por ende, atenúa los efectos negativos de la misma.

La exposición al tipo de cambio también se incorpora como un riesgo, pero se reconoce que éste en la actualidad no es tan alto por cuanto la facturación y la compra de insumos están indexadas al dólar.

La tendencia de clasificación de los títulos de deuda se mantiene en “*Estable*”, aun considerando que la posición del controlador, a juicio de **Humphreys**, no mantiene la misma fortaleza financiera de años anteriores y que siderúrgica **Huachipato** ha dejado de proveer aceros planos.

A futuro, la clasificación de la línea de bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía logre seguir consolidando su posicionamiento de mercado dentro del país y logre penetrar en nuevos mercados, ampliando su capacidad de diversificación de oferta y generando economías de escalas que permitan aumentar su eficiencia.

Asimismo, para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la sociedad no experimente deterioros significativos en las fortalezas que determinan su clasificación de riesgo, y que no incremente su nivel de deuda financiera en relación con su generación de flujos de caja; en caso contrario, la clasificación podría ser revisada. En la práctica, se espera que su matriz no reduzca su nivel de solvencia y que el emisor logre revertir la bajas en los niveles de rentabilidad.

Por su parte, el cambio de la clasificación de las acciones de la sociedad desde “*Primera Clase Nivel 3*” a “*Primera Clase Nivel 4*” se debe al bajo nivel de liquidez que han alcanzado sus títulos accionarios, que pasaron de tener una presencia de 81% a fines de 2010, a un porcentaje inferior al 12% durante todo 2013 (promedio de 6,6%).

La tendencia se ha clasificado en “*Estable*”, dado que la tendencia de la presencia es a la baja y cerró en diciembre de 2013 con un 1,1%, situación que se ve difícil de revertir en el corto plazo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Sólida posición dentro de su mercado objetivo.
- Formar parte del grupo CAP.

Fortalezas complementarias

- Adecuado mix de productos, dadas las restricciones propias de su giro.
- Resultados pasados a lo menos satisfactorios, incluso bajo escenarios recesivos.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad financiera y acceso a fuentes de financiamiento para abordar proyectos futuros.
- Sector con adecuadas perspectivas de crecimiento, tanto a nivel local como en el exterior.

Riesgos considerados

- Correlación con sectores sensibles a los ciclos económicos (riesgo recurrente, pero susceptible de ser administrado financieramente).
- Exposición a países con mayor riesgo que Chile (riesgo con impacto acotado).
- Volatilidad de precio de insumo principal y, por ende, de sus resultados (riesgo recurrente, pero que afecta a toda la industria).
- Baja consolidación del mercado nacional y latinoamericano con incentivo al ingreso de nuevos operadores y su consecuente disminución de la importancia relativa (riesgo potencial siempre presente que podría provocar fuertes efectos en los márgenes del negocio y resentir el posicionamiento de mercado del emisor).

Hechos recientes

Resultados 2013

A diciembre 2013 **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 360,8 millones, lo que representa una disminución de 4,7% respecto de 2012. Esta disminución se explica por la caída forzada del precio de venta impulsada por la caída del precio internacional del acero (precio de venta promedio pasó de 1.117 US\$/Ton a 1,055 US\$/Ton), hecho que se refleja directamente en los márgenes de venta; y en menor medida al incremento del tipo de cambio que se experimentó en el año (pasó de 479,96 pesos por dólar a 524,61). En términos de toneladas vendidas, hubo un incremento de un 0,9%, pasando de 339 mil en el año 2012 a 342 mil en 2013.

Los costos de explotación en tanto, disminuyeron un 3,9% respecto a 2013, alcanzando US\$ 304,6 millones, debido a los menores costos de las materias primas, pese a los mayores despachos realizados. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación de 2013 ascendió a US\$ 56,2 millones, un 8,6% menor que en 2012.

Por su parte, los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 41,1 millones, aumentando 6,1% en relación a 2012, lo que se debe principalmente al incremento en costos por logística (en un 14%) y en parte a los mayores despachos realizados.

En definitiva el resultado operacional alcanzado en 2013 tuvo una disminución de 33,9% respecto al año anterior, alcanzando US\$ 14,7 millones (US\$ 22,3 millones en 2012). Por su parte, la utilidad del ejercicio

fue de US\$ 1,2 millones, siendo un 91,9% inferior al año anterior, cuando alcanzó 14,6 millones. En tanto, el EBITDA disminuyó un 22,0% al alcanzar US\$ 24,7 millones en 2013 (US\$ 31,6 millones en 2012).

Definición categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Oportunidades y fortalezas

Posicionamiento de mercado: La compañía, como grupo dedicado a la comercialización y servicio de productos de acero, ha consolidado su posicionamiento de mercado, con una oferta compuesta por un amplio *mix* de bienes y servicios. En este sentido destaca la filial Cintac S.A.I.C., líder en su rubro (productos masivos) y principal generador de flujos del *holding*, además de Instapanel presente en el mercado industrial, y Centroacero S.A. con sus servicios complementarios. Si bien no existen cifras oficiales para medir la participación de mercado, la importancia de la sociedad queda reflejado en el hecho que en Chile el consumo de acero es del orden de los 2,6³ millones de toneladas anuales. Por su parte, **Cintac** durante 2013 vendió 342 mil toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de su filial en Perú y las exportaciones, que en conjunto representan entre el 14,5%), lo que significaría que produce cerca del 12% del consumo interno del país. Como contrapartida, el análisis debe considerar que no todos los consumidores locales de aceros forman parte del mercado objetivo del emisor. Además, se reconoce la importancia de Tubos y Perfiles Metálicos S.A. en Perú, con una alta participación del mercado de ese país, según lo informado por el emisor y con un crecimiento esperado del orden del 35% para el siguiente año.

Amplio *mix* de productos: Con la adquisición en el pasado de empresas filiales, la compañía fue capaz de complementar sus negocios, potenciando su oferta tanto para el mercado habitacional como para el sector industrial, lo que hace que, dentro de las restricciones propias del negocio, posea un *mix* de productos con moderada dependencia entre sí, ayudando así a una mayor estabilización de los ingresos y a un menor impacto de los períodos de crisis sobre la rentabilidad del emisor. Adicionalmente, el tener una oferta de productos más amplia que su competencia también le beneficia al entregarle un mejor poder negociador

³ Fuente: Metal Bulletin: Chile's steel consumption in 2011 back to pre-crisis level (Abril 2012)

frente a sus distribuidores, en comparación a si la oferta fuese más reducida. En este último punto, cabe mencionar que la reestructuración societaria también implicó una unificación de la fuerza de ventas, la que actualmente ofrece el rango completo de productos de Cintac S.A. y sus filiales, lo que implica ofrecer el espectro completo de productos y una negociación conjunta de precios.

Respaldo de CAP: La actividad productiva y comercial de **Cintac** se ha enmarcado dentro de la estrategia de desarrollo integral de la matriz CAP. En opinión de **Humphreys**, esta situación facilita un suministro de acero oportuno y adecuado a las necesidades de los distintos tipos de productos comercializados por las empresas del *holding*, permite la transferencia de *know how*, y refuerza el compromiso de la matriz con su filial. CAP es una entidad que según los últimos estados financieros al 31 de diciembre de 2013, tuvo ingresos por US\$ 2.297 millones, una utilidad de US\$ 283 millones, presentando un patrimonio consolidado de US\$ 3.240 millones (durante 2012 tuvo ingresos por US\$ 2.470 millones, una utilidad de US\$ 331 millones, y un patrimonio de US\$ 3.108 millones). El compromiso en el desarrollo conjunto de ambas compañías se manifiesta en la existencia de directores comunes entre **Cintac** y CAP, incluido el presidente del directorio. Recientemente la planta de **Huachipato** dejó de producir aceros planos, por lo que se ha debido recurrir a nuevos proveedores extranjeros, lo cual ha generado incertidumbre respecto de cómo afectará a la empresa esta medida. También la solvencia de CAP ha desmejorado, teniendo deuda financiera por US\$ 931,5 millones a diciembre de 2013 frente a los US\$ 718,7 millones de un año atrás, pese a que los ingresos y el EBITDA han ido en disminución, lo que sumado a los numerosos despidos realizados en 2013, ponen en duda el apoyo de la matriz a **Cintac**.

Crecimiento potencial del sector: Las compañías del *holding* se encuentran insertas en mercados donde el uso del acero es aún escaso (en relación con economías más desarrolladas), lo que le permite contar con un alto potencial de crecimiento. De acuerdo a datos de la World Steel Association, en 2012 Chile superó apenas los 170 kg. de consumo per cápita aparente⁴, que frente a los 306 kg. de EE.UU o los 216 kg. que promedió el mundo, demuestran que hay una gran brecha por cubrir. En Perú en tanto el consumo per cápita aparente apenas llega a los 90 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es que la producción de acero mundial en los últimos diez años ha crecido un 71%.

Capacidad de exportación: Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, las que actualmente alcanzan una proporción cercana al 14,5% de las ventas (incluyendo las ventas de la filial de Perú). La compañía proyecta concentrar sus esfuerzos en la filial de Perú ya que es considerado como un mercado no explotado, con presencia aún incipiente de distribuidores mayoristas, en un contexto de un alto crecimiento a nivel país y donde el precio no es tan volátil, por lo que se esperan crecimientos importantes en el corto plazo dado el poco desarrollo habitacional.

Factores de riesgo

Alta correlación de las ventas con la actividad económica: El nivel de actividad de la compañía está directamente relacionado con los rubros de la construcción e industria, los cuales dependen fuertemente de

⁴ Consumo aparente = Producción + importaciones – exportaciones - cambio en stocks.

la evolución del PIB de cada país. Esta dependencia hace vulnerable a la empresa a las oscilaciones de la actividad interna de Chile, Perú y de los países donde la compañía destina sus exportaciones, sin perjuicio que sólo cerca del 14,5% de las ventas provienen de exportaciones.

En otro aspecto, parte importante de las ventas se orientan al sector habitacional e infraestructura vial (en conjunto, alrededor del 56% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 44% restante permite atenuar los efectos de eventuales disminuciones en el nivel de actividad económica). Lo anterior se ve compensado en parte con el impulso dado generalmente por el gobierno a dichos rubros en períodos de contracción económica. En todo caso, se considera de manera positiva la flexibilidad que presenta el *mix* de productos, al ser capaz de redireccionarse a otros mercados dentro del país en caso de ser necesario.

Dependencia del precio del acero: Las diferentes líneas de negocio que presenta el Grupo **Cintac** utilizan como materia prima principal al acero. El precio de este insumo es esencialmente volátil, lo que dificulta una apropiada predicción de resultados futuros para la empresa y la industria. Además, la existencia de precios elevados del acero puede estimular el uso de productos sustitutos en construcción, como el PVC. Con todo, se reconoce que la empresa ha presentado utilidades en los últimos años dentro de un escenario de fuertes oscilaciones en el precio del acero, incluido el año 2009, año de recesión mundial y de bajo precio del acero.

Producto de estas fluctuaciones en el precio del acero, **Cintac** ha optado por una política de operación para sus filiales que considere mínimos inventarios, privilegiando proveedores que ofrezcan entrega “justo a tiempo”, política que se intensificó como consecuencia de la crisis, con el objetivo de evitar un mayor impacto de tener altos inventarios sin movimiento.

Falta de consolidación de la industria: Se observa una falta de consolidación de la industria en cuanto a niveles de concentración, lo que si bien por una parte favorece el crecimiento futuro de la compañía, por otra podría incentivar la entrada de nuevos operadores al mercado, aumentando la competencia y, posiblemente reduciendo los márgenes del negocio. Simultáneamente, existen bajas barreras de entrada para las importaciones de productos masivos, en especial aquellas provenientes de países con mayores economías de escala (por ejemplo, China, India, Brasil, EE.UU.) y/o con menores costos. Con todo, en el caso de **Cintac**, su liderazgo, posicionamiento, calidad del servicio y variedad en la oferta constituyen factores de relevancia en cuanto a su capacidad de respuesta ante nuevos competidores y, por ende, atenúan los efectos negativos de este factor.

Riesgo cambiario: La exposición al tipo de cambio se incorpora como un riesgo. Al proveerse en una parte importante con firmas del extranjero y tener una significativa parte de los ingresos en pesos, cualquier fluctuación genera una ganancia o una pérdida real por diferencia de cambio a la parte que no se está cubierta con derivados, más allá del cambio nominal producto de llevar la contabilidad en dólares. A fin de minimizar este riesgo, la compañía comenzó operaciones de cobertura.

Aspectos generales

Descripción del negocio

Cintac, fundada en 1956, es una empresa dedicada a la fabricación y suministro de productos de acero conformados en frío para uso estructural y conducción de fluidos. Tienen una cadena de distribuidores en todo el país, con más de mil productos orientados a potenciar el desarrollo de los sectores de la construcción y metalmecánica. También exporta y mantiene filiales en el exterior.

La compañía ha ido expandiendo sus actividades a través del tiempo, participando en distintos rubros. Durante la década de 1990, Cintac adquirió diversas empresas locales (Compac S.A. e IPAC S.A.) y extranjeras (TASA en Argentina, separada de **Cintac** en 1992 y Tupemesa en Perú). El año 2000, formó la empresa Conjuntos Estructurales S.A.; y en 2006 adquirió las empresas Instapanel S.A., Varco Pruden Chile S.A. (ambas pertenecientes al grupo mexicano IMSA) y Centroacero.

En 2007 con el objetivo de darle a la organización una estructura administrativa más sinérgica, que aprovechara todas las características de las nuevas empresas adquiridas, **Cintac** llevó a cabo una reorganización de sus empresas, dejando a la empresa matriz las funciones propias de un *holding*, creando Inmobiliaria Cintac S.A. (tenedora de los terrenos e instalaciones de las sociedades subsidiarias y filiales), aumentando el capital de Cintac S.A.I.C. a través del aporte de las máquinas y bienes muebles, así como generando las condiciones para tener directamente la propiedad mayoritaria de las empresas del grupo.

Posteriormente, la empresa emisora se enfoca en desarrollar las sinergias del grupo, comenzando con el proyecto de Excelencia Operacional (para un mejor aprovechamiento de la capacidad productiva), y continuando con la materialización de las inversiones en activos fijos, con el objetivo de incrementar los márgenes operacionales de la empresa.

En los últimos años, la empresa integró la administración de todas las empresas filiales bajo una sola estructura, mediante la fusión de la empresa Instapanel S.A. con Varco Pruden Chile S.A., manteniéndose la razón social de la primera. Por otro lado, la sociedad filial Cintac S.A.I.C, adquirió los derechos de Instapanel S.A. y Conjuntos Estructurales S.A., de manera de obtener un funcionamiento bajo una misma estructura organizacional.

En 2010 comenzó la certificación OHSAS 18.001 (centrada en seguridad y salud ocupacional) e ISO 14.001 (relacionada en aspectos medioambientales) para la planta Maipú y Centroacero, cumpliendo dichas normas en la actualidad. Además, se renovó la certificación API 5L del American Petroleum Institute obtenida en 2005, que permite participar en la industria petrolera mediante cañerías de conducción.

Propiedad

Cintac tiene como controlador a Invercap S.A., actuando a través de sus coligadas Novacero S.A. y CAP S.A., que poseen un 50,93% y un 11,03% de la propiedad, respectivamente. A continuación se muestran los principales accionistas de la compañía al 31 de diciembre de 2013:

Accionista	Propiedad (%)
Novacero S.A.	50,93%
CAP S.A.	11,03%
Pionero Fondo de Inversión	9,11%
A.F.P. Hábitat S.A.	6,83%
A.F.P. Provida S.A.	5,21%
A.F.P. Cuprum S.A.	4,49%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	2,96%
MBI Arbitrage Fondo de Inversión	1,74%
Compass Group Chile S.A. Adm. Gral. de Fondos	1,44%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	1,16%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,51%
Banco Santander Chile para Inv. Extranjeros	0,50%
Moneda Chile Fund Limites	0,49%
Otros	3,60%

Directores y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

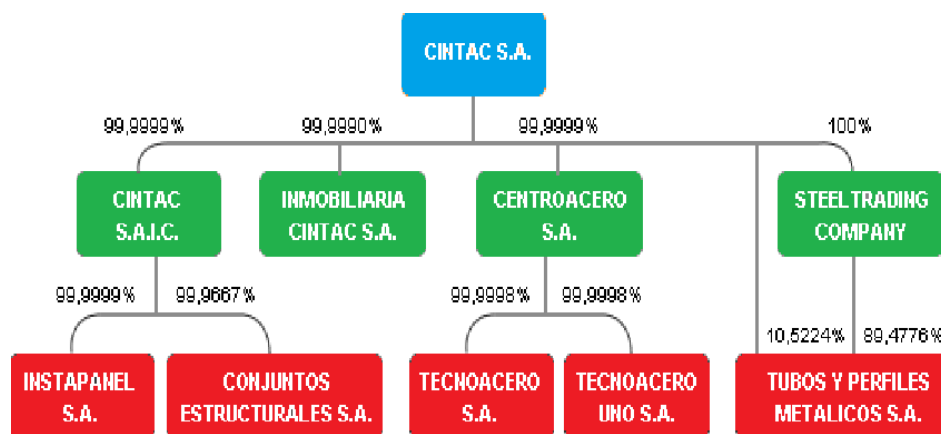
Cargo	Nombre
Presidente del directorio	Roberto de Andraca Bárbas
Director	Fernando Reitich
Director	Gabriel Tomic Errázuriz
Director	Mario Puentes Lacámara
Director	Sergio Verdugo Aguirre
Director	Eddie Navarrete Cerda
Director	Jorge Pérez Cueto

La administración de la compañía es la siguiente:

Cargo	Nombre
Gerente General	Javier Romero Madariaga
Gerente de Administración y Finanzas	Carlos Santibáñez Osses
Gerente de Innovación y Desarrollo	José Aguirre Silva
Gerente Comercial	Pedro Pablo Olivera Urrutia

Diversificación de negocios

La compañía opera a través de distintas empresas que forman parte del *holding* **Cintac S.A.** El organigrama de la compañía posee la siguiente estructura:



Como se mencionó anteriormente, a contar del año 2007 **Cintac** inició un proceso de reorganización de su estructura, proceso mediante el cual se crearon Inmobiliaria Cintac S.A. (empresa tenedora de los terrenos e instalaciones de las sociedades subsidiarias y filiales) y Conjuntos Estructurales S.A., empresa que concentró la actividad fabril de la compañía en un solo lugar. A continuación se explican las empresas productivas del *holding*:

Cintac S.A.I.C.

Las líneas de productos de Cintac S.A.I.C. son:

- Área construcción: Está compuesta por la familia de productos de perfiles abiertos, tubulares, cañerías y marcos de doble contacto, y productos habitacionales de la línea Metalcon⁵.
- Área industrial: Incluye el conjunto de productos TuBest, además vigas soldadas y laminadas, enfocadas preferentemente a los segmentos industriales y comerciales.
- Área vial: Los principales productos fabricados y comercializados por la empresa en seguridad y estructura vial son defensas camineras, además de productos corrugados para grandes obras públicas y proyectos mineros.

⁵ Consiste en un sistema integral para la construcción en acero de muros, pisos, entrepisos y techumbres; está compuesto por una serie de perfiles de acero galvanizado de alta resistencia.

Instapanel S.A.

Provee a diversos sectores económicos del mercado nacional y extranjero con una gama de productos: comercial-industrial (*malls*, naves industriales, supermercados, centros de distribución, galpones), edificación y vivienda (casas, edificios, hospitales, colegios) y minero-forestal (proyectos, salmonicultura, hidroelectricidad). En 2009 fue fusionada con Varco Pruden S.A., absorbiendo su *mix* de productos y pasando la nueva empresa a ser una filial de Cintac S.A.I.C., bajo la organización actualizada de la compañía.

Las líneas de negocios de Instapanel S.A. son:

- Cubiertas y revestimientos: Paneles de acero conformados en frío prepintados o en zincalum, para naves industriales y comerciales y galpones de uso en general.
- Paneles aislantes: Paneles estructurales prepintados con núcleo de poliestireno o poliuretano, para frigoríficos, centros comerciales, industrias de procesamiento y conservación de alimentos, minería, vivienda, colegios, galpones.
- Paneles arquitectónicos: Paneles de acero para uso en revestimientos. Pueden ser lisos, trapezoidales o perforados.
- Tejas de acero: Gravilladas o prepintadas, uso habitacional y comercial.
- Placas colaborantes para losas: Para edificación de viviendas, edificios y naves comerciales, entre otros.

Centroacero S.A.

Centroacero S.A. se orienta al desarrollo de soluciones específicas en acero, comercializando productos con mayor valor agregado, especialmente a la industria, la construcción y la minería. Posee un adecuado posicionamiento de mercado en todas sus líneas de productos, incluyendo las de aceros laminados en caliente y laminados en frío. El mercado en que participa Centroacero S.A. se compone de dos segmentos principales:

- Ingeniería y arquitectura: Clientes que también usan el acero como materia prima, pero para la fabricación de productos por proyecto. También en ellos el acero es la materia prima más relevante. En este segmento se encuentran las maestranzas, constructoras y empresas de proyectos e ingeniería, principalmente para construcciones industriales.
- Distribución: Empresas de distribución en que el acero plano es parte de una oferta más amplia de productos de acero, normalmente complementarios entre sí.

Tubos y perfiles metálicos S.A. (Tupemesa)

Empresa peruana fabricante de productos fabricados en acero. Fundada en 1965, se incorporó a **Cintac** en 1996. La empresa es filial directa de Steel Trading Company Inc. y su actividad es la fabricación y comercialización de tubos de acero electrosoldados. Cuenta con las siguientes cuatro líneas de productos:

- Acero Tupemesa: Línea de tubos, cañerías, perfiles abiertos y ángulos de acero.
- Metalcon: Sistema constructivo para la fabricación de tabiques, cielos rasos y muros estructurales para viviendas.
- TuBest: Sistema constructivo para la fabricación de galpones y naves industriales.
- Instapanel: Paneles de cubierta y revestimiento.

Distribuidores, clientes, proveedores, inventarios

Distribuidores y clientes

Como sustento a su alta participación de mercado, la empresa mantiene salas de venta propias y tiene acceso a los más importantes distribuidores en el mercado nacional, incluyendo tiendas de mejoramiento de hogar (Sodimac e Easy), cadenas ferreteras (Construmart, Carlos Herrera) y ferreterías tradicionales.

Por otra parte, sus principales clientes, además de los mencionados anteriormente, están conformados por las compañías que contratan los servicios de construcción integrales ofrecidos, por ejemplo, a través de Instapanel: las principales constructoras del país, empresas de *retail* que usan las soluciones estructurales para construcción de sus salas de ventas, compañías mineras e industriales, y el Estado de Chile, entre otros. Además, están las empresas que usan los servicios entregados por Centroacero.

Insumos y proveedores

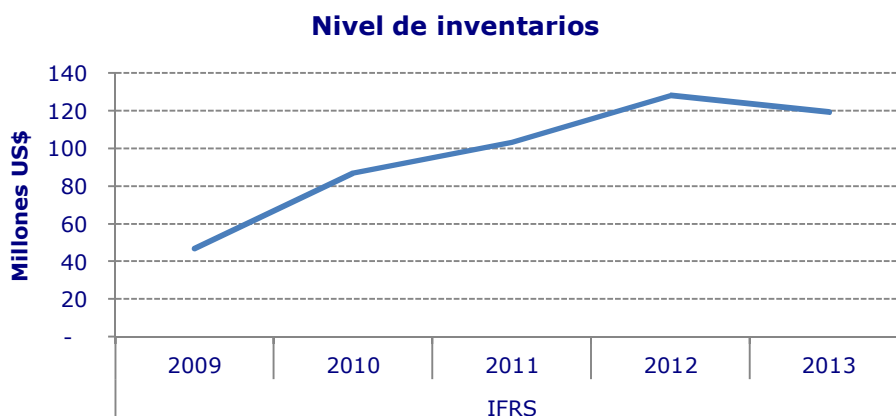
Dado el giro del negocio, el principal recurso utilizado es el acero, representando cerca de un 80% del valor total de los insumos utilizados. Otros materiales usados corresponden a químicos, poliestireno, y pinturas, además de poseer contratos de arriendo de maquinarias.

Para satisfacer sus necesidades de recursos, las distintas compañías pertenecientes al *holding* **Cintac** se surten a través de una amplia gama de proveedores, correspondiendo los principales suministradores a importantes empresas de acero en el mundo y adicionalmente de materiales de construcción. El principal proveedor de acero era Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., filial de CAP, controladora de **Cintac**, empresa que a mediados de 2013 dejó de vender aceros planos, por lo que ya no es su máximo proveedor, siendo abastecido ahora en su totalidad por *traders* extranjeros. Proveedores importantes de la empresa son Duferco y Samsung C and T Corporation.

Inventarios

A partir de 2009 y producto del aumento del tamaño de la compañía derivada de la incorporación de otras empresas, el nivel de inventarios ha sido progresivo acorde con el crecimiento. A eso se suma el terremoto de 2010, lo que generó una alta demanda por materiales de reconstrucción, lo que coincide con los mejores resultados obtenidos en los últimos años. Los últimos resultados y las perspectivas de estancamiento de la

economía hacen que sea necesario reducir el nivel de inventarios para alcanzar un mayor nivel de eficiencia, por lo que para 2013 se redujo el nivel de inventarios y se espera reducir aún más en los años venideros.

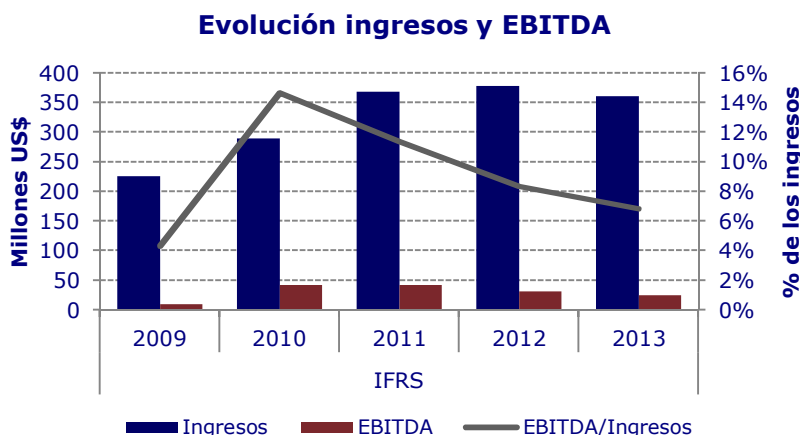


Análisis financiero

Desde 2010, la empresa comenzó a presentar sus estados financieros bajo la norma IFRS, adoptando como moneda funcional el Dólar Estadounidense.

Evolución de ingresos, EBITDA y márgenes

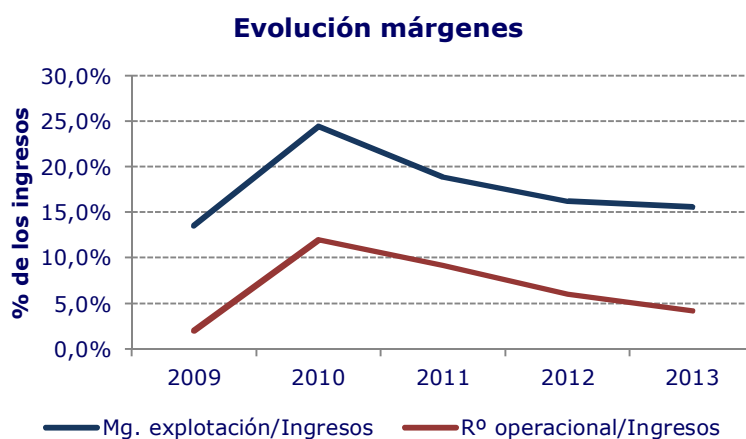
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2013.



Los ingresos crecieron a tasas sobre el 20% en 2010 y 2011, potenciados por el período *post* crisis y la reconstrucción tras el terremoto. Posteriormente hubo un estancamiento que vino de la mano de la reducción en el precio del acero, baja que viene progresando hasta estos días. Asimismo, el EBITDA consolidado ha

tenido oscilaciones importantes los últimos cinco años, también explicados por las variaciones en los precios y a su vez, el ajuste de los costos. En diciembre de 2013, el EBITDA disminuyó un 22% respecto a igual período del año anterior, debido principalmente a un menor margen bruto, como efecto de menores precios del acero, y mayores costos de distribución, al verse incrementados los costos de logística por tonelada.

Por su parte, medidos como proporción de los ingresos, los resultados de explotación y de operación de **Cintac**, siguen el mismo patrón que el EBITDA. En 2009 se obtuvo un resultado negativo derivado del estancamiento general de la economía y en particular del sector, incidido por la crisis global del año. En 2010 hubo una gran recuperación que luego se mantuvo en 2011 tras el terremoto, pero a un menor nivel de crecimiento, para luego pasar a años donde el margen progresivamente disminuyó por la caída del precio del acero y el estancamiento general de la industria. En resumen, en los indicadores han influido la volatilidad del precio del insumo principal, el acero; la incorporación de nuevas filiales; y el distinto comportamiento económico de los países en los que la compañía vende y opera, especialmente la local.



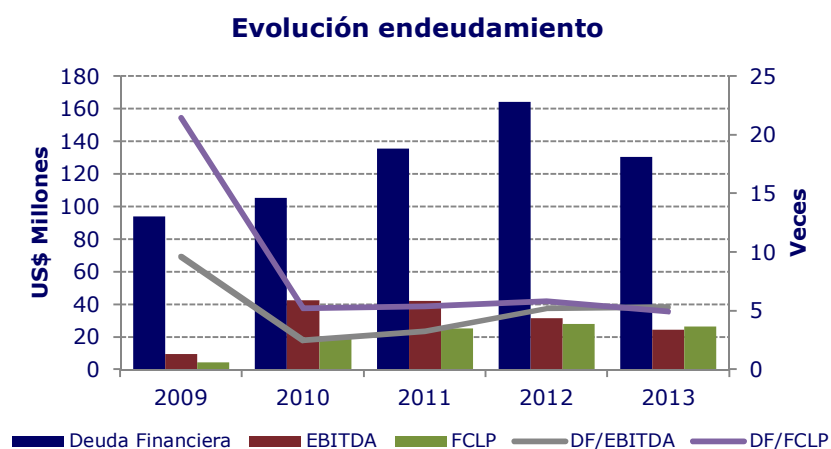
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁶

Al 31 de diciembre de 2013 la deuda financiera total de **Cintac** alcanzaba a US\$ 130,5 millones, un 20,6% menor al monto registrado un año atrás, lo que tiene relación principalmente con un mayor financiamiento de materias primas mediante cuentas comerciales y otras por pagar, que crecieron un 260,3%, mientras que las cartas de crédito decrecieron un 26,5% (en US\$ 27,7 millones). Del total de pasivo exigible, el 75,8% se ubica en la porción corriente y un 51,8% de estos corresponde a cartas de crédito (39,3% del total de pasivo exigible). En términos relativos, el *ratio* de endeudamiento financiero sobre EBITDA en 2009 fue extremadamente alto, producto del bajo nivel de EBITDA obtenido. En 2010, sin embargo, el indicador

⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

retornó a sus valores históricos, alcanzando las 2,5 veces. Posteriormente, en 2011, y debido al incremento de la deuda financiera y al EBITDA constante, dicho indicador aumentó a 3,2 veces. Al cierre del ejercicio 2012, los mayores niveles de deuda financiera derivaron en que el indicador mencionado alcanzara 5,2 veces, valor similar al 5,3 veces obtenido en 2013 dados los decrecimientos conjuntos de la deuda y el EBITDA.

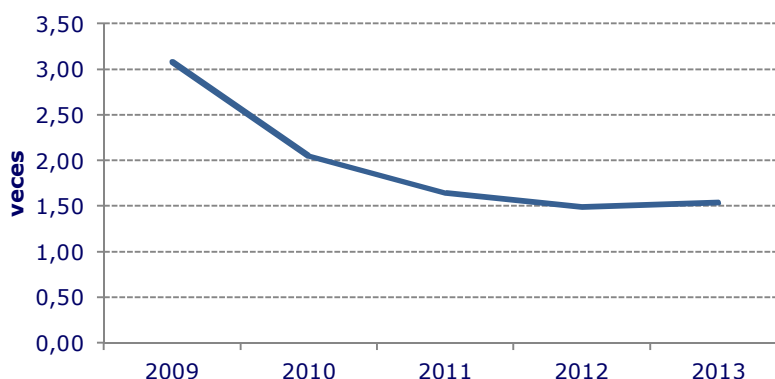
Cabe consignar que si se suman la deuda financiera con la deuda comercial, el nivel de deuda en 2013 fue de US\$ 173,8 millones contra US\$ 176,3 millones en 2012, y al dividir esta deuda por el EBITDA, el ratio empeora a 2013.



M US\$	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA	9.763	42.392	42.032	31.643	24.679
DF	94.025	105.577	135.488	164.298	130.523
Deuda Comercial	7.107	15.014	11.389	12.025	43.328
DF+DC	101.132	120.591	146.877	176.323	173.851
(DF+DC)/EBITDA	10,36	2,84	3,49	5,57	7,04

En 2009 la razón circulante se elevaba a 3,1 veces producto del prepago de pasivos bancarios. Desde esa fecha, y producto del aumento sostenido de la deuda financiera de corto plazo, la razón ha ido disminuyendo, alcanzando 1,5 veces en 2012 y manteniéndose en 2013. En este último período, si bien la deuda financiera de corto plazo disminuyó un 27,2% respecto al año anterior, principalmente, tal como ya se comentó, por una disminución de pasivos por cartas de crédito, esta baja se compensa por el aumento de cuentas comerciales y otras cuentas por pagar que aumentaron en un 260,3%

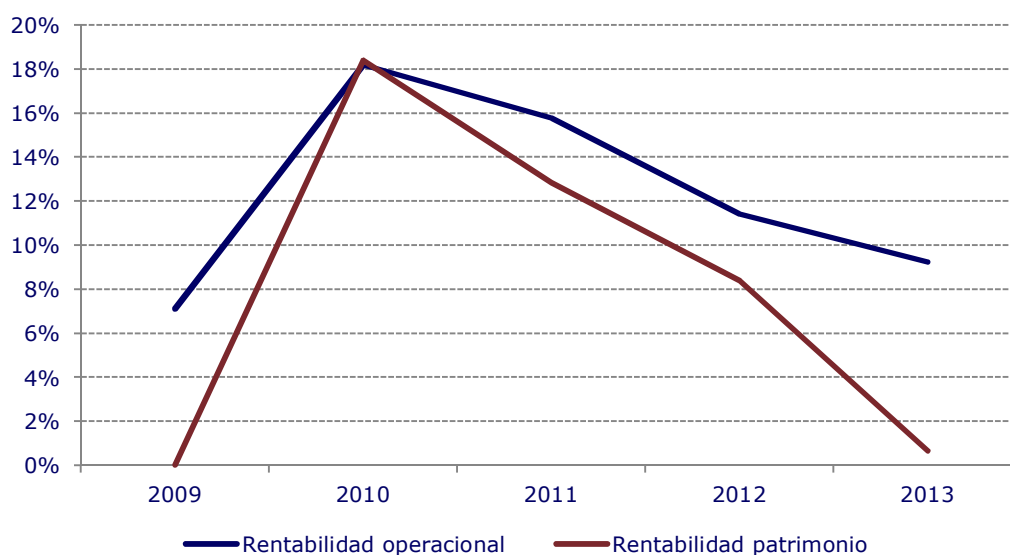
Evolución liquidez Razón circulante



Rentabilidad⁷

En 2009, se deterioraron los precios y las ventas físicas, lo que sumado a un año de bajo crecimiento de la economía local y global, impactaron fuertemente en los niveles de rentabilidad. En 2010 al presentarse un mejor escenario, la rentabilidad se recuperó y alcanzó los niveles más altos de los últimos cinco años. Desde 2011 se puede apreciar una disminución del rendimiento de los activos y del patrimonio, producto que la utilidad ha ido disminuyendo desde esa fecha y tanto el nivel de activos (salvo a 2013 donde disminuyen ligeramente respecto a 2012) como el de patrimonio ha aumentado.

Evolución rentabilidad

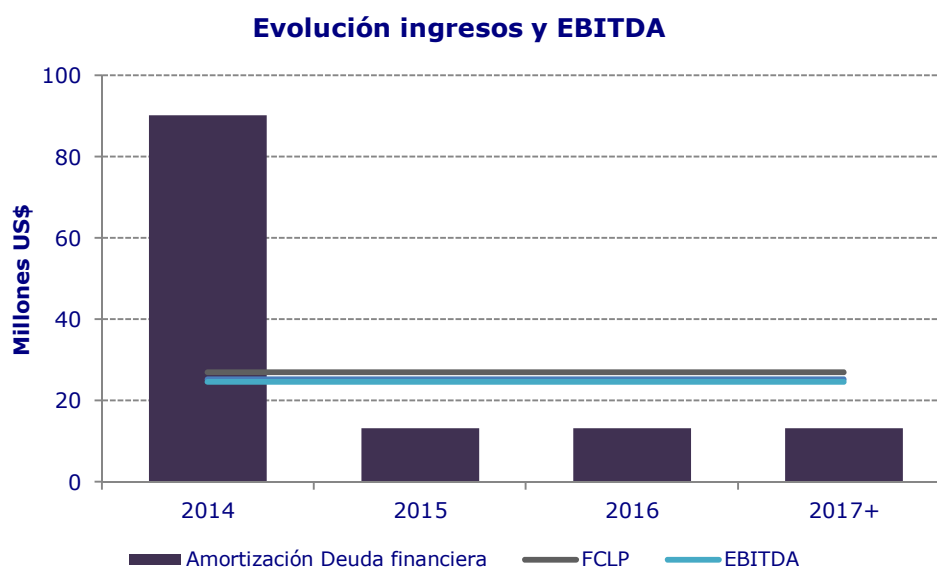


⁷ Rentabilidad operacional activos = Resultado operacional/(Activos corrientes + Activos fijos, promedio); Rentabilidad patrimonio = utilidad del ejercicio/(Patrimonio promedio).

Generación de flujos y perfil de pago de la deuda⁸

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP⁹) del emisor, dados su nivel de activo y su carga financiera, es del orden de los US\$ 27 millones; reconociéndose una elevada volatilidad de los mismos para los diferentes ejercicios anuales. De hecho, si para efecto del indicador se toma como referencia exclusivamente el desempeño de la compañía durante el año 2009 (año recesivo), pero asumiendo la actual estructura de activos y pasivos, el FCLP sería de aproximadamente US\$ millones 4,7 millones; por el contrario, si la referencia es exclusivamente el año 2010, el de mejor rendimiento de los últimos cuatro ejercicios anuales, el FCLP ascendería a cerca de US\$ 21,2 millones.

En el gráfico siguiente, se contrasta el FCLP y el EBITDA del último año, con el perfil de pago de la deuda de **Cintac**. Se debe señalar que, en opinión de la clasificadora, se estima muy poco probable que el desempeño de un año en particular -sobre todo si se trata de uno afectado por una crisis mundial, como en 2009- sea representativo de la capacidad de generación de flujos de la empresa; no obstante, se incorpora con el objeto de ampliar los elementos de juicio para la evaluación. **Humphreys**, toma como referencia el FCLP por cuanto, en este caso, incorpora en su cálculo el desempeño del emisor en un plazo de cuatro años, en donde se incluye diferentes estados de la economía y distintos niveles de precio para el acero, variable relevante en la determinación del margen de la compañía.



⁸ Los supuestos y criterios para este análisis son de responsabilidad exclusiva de **Humphreys** y no necesariamente son compartidos por la sociedad emisora.

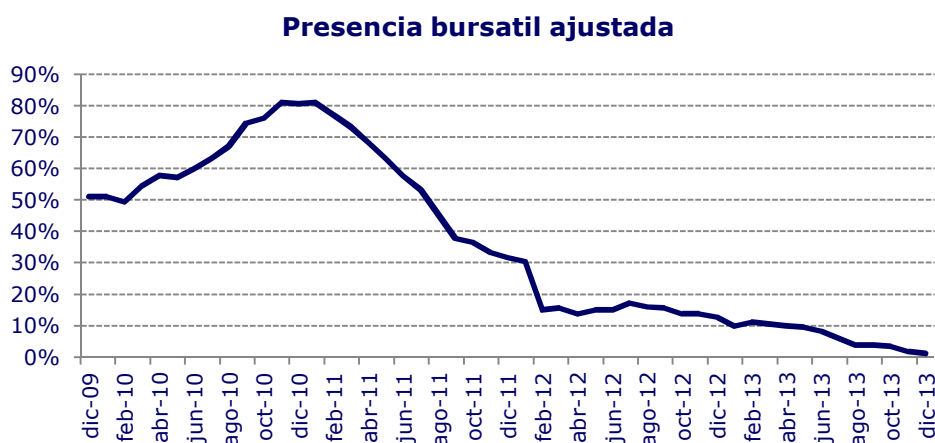
⁹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

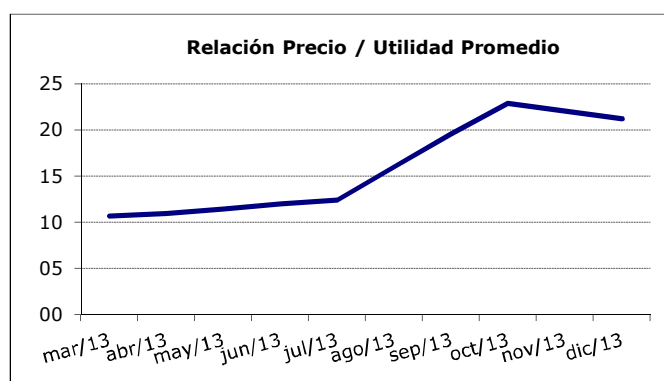
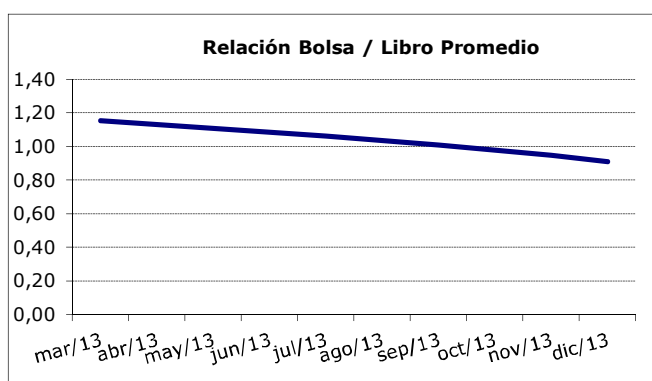
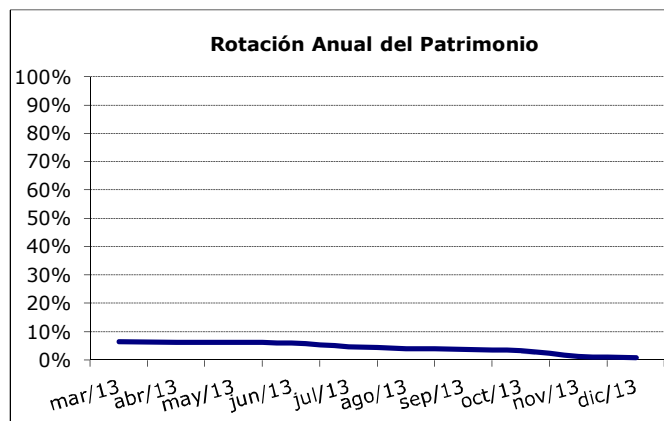
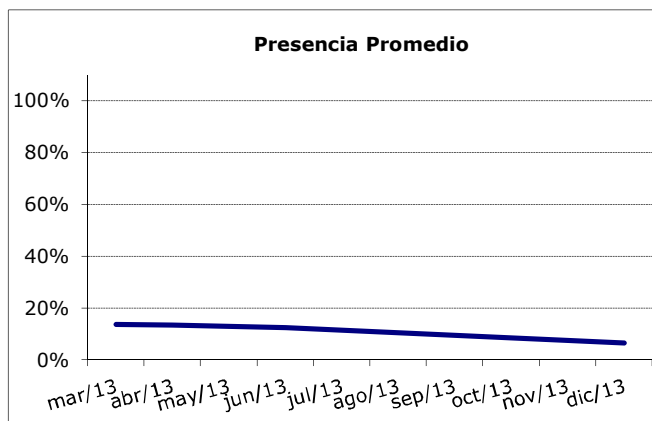
En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora es más que suficiente para responder a sus obligaciones financieras no corrientes, quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos. Respecto a la deuda de corto plazo, asumida por la empresa para financiar capital de trabajo, debiera ser cubierta con los recursos obtenidos en la cobranza de las cuentas por cobrar y en la enajenación de las existencias (incluso, los riesgos que podría significar el incremento del nivel de existencias, se morigera al considerar que, según datos al 31 de diciembre de 2013, los inventarios podrían castigarse un 55% y la razón circulante aún se mantendría sobre 1,1 veces).

Desempeño bursátil de la acción

Respecto de los indicadores bursátiles, se puede observar que entre enero de 2011 y febrero de 2012 hubo disminución de la presencia promedio de la acción, desde 81,1% a 15,0%. Desde esa fecha, las acciones tuvieron un período de estabilización y ligera recuperación hasta julio de 2012, donde alcanzaron el 17,2%, pero desde entonces han registrado una consistente caída, hasta alcanzar su mínimo en diciembre de 2013 de 1,1%.

En el siguiente gráfico podemos apreciar la evolución de la presencia ajustada desde diciembre de 2009, donde se aprecia lo expresado anteriormente.





"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."