



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Ignacio Peñaloza F.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.penaloz@humphreys.cl

Cintac S.A.

Marzo 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
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 Estable
EEFF Base	Diciembre 2014

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\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos	226.295	289.581	369.031	378.454	360.778	296.553
Costo de ventas	-195.634	-218.736	-299.263	-316.959	-304.581	-256.391
Gastos de adm. y distribución	-26.044	-36.051	-35.736	-38.748	-41.112	-30.171
Otras ganancias (pérdidas)	-2.771	-190	-349	-438	-342	108
Resultado operacional	1.846	34.604	33.683	22.309	14.743	10.099
Costos financieros	-4.814	-3.639	-5.682	-6.168	-4.827	-4.858
Ganancia	33	28.082	21.196	14.622	1.191	3.478
EBITDA	9.763	42.392	42.032	31.643	24.679	19.472

Balance consolidado IFRS						
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total activos corrientes	141.542	190.343	213.725	244.448	228.848	250.350
Total activos no corrientes	121.946	127.318	132.123	146.528	145.389	129.429
Total de activos	263.488	317.661	345.848	390.976	374.237	379.779
Total pasivos corrientes	45.966	92.705	129.946	165.550	148.656	168.310
Total pasivos no corrientes	72.020	65.413	45.761	47.974	47.374	32.966
Total pasivos	117.986	158.118	175.707	213.524	196.030	201.276
Total patrimonio	145.502	159.543	170.141	177.452	178.207	178.503
Total pasivos y patrimonio	263.488	317.661	345.848	390.976	374.237	379.779
Deuda financiera	94.025	105.577	135.488	164.298	130.523	97.124

Opinión

Fundamento de la clasificación

Cintac S.A. (Cintac) y sus filiales Cintac S.A.I.C. y Tupemesa S.A. (presencia en Perú), tienen como objetivo ofrecer soluciones en acero para diversos sectores, entre los que se destacan la construcción, industria, vial e infraestructura, tanto en Chile como en el extranjero.

De acuerdo a los últimos estados financieros a diciembre de 2014, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 296,6 millones, un EBITDA de US\$ 19,5 millones, con una deuda financiera de US\$ 97,1 millones y un patrimonio de US\$ 178,5 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 sustentan la clasificación de 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 la empresa dentro del mercado nacional de artículos de acero, siendo 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 en caso de tener un plan de inversión futuro. Respecto a lo anterior hay que hacer notar que acorde al menor nivel de actividad demandado, se ha llevado a cabo un plan de reducción de los costos de la empresa, integrando varias filiales, lo que ha tenido como resultado que se sigan obteniendo números azules y que se pueda afrontar el futuro desde una posición más ventajosa.

Si bien la deuda financiera disminuyó desde los US\$ 130,5 millones de 2013 a US\$ 97,1 millones, las cuentas comerciales y otras por pagar aumentaron desde US\$ 43,3 millones a US\$ 88,5 millones (este fuerte incremento estuvo en los documentos por pagar a proveedores extranjeros que pasaron de US\$ 33,8 millones a US\$ 62,5 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 ácida en 0,7 veces). Así, mientras la relación entre deuda financiera y FCLP¹ disminuyó desde 4,9 a 3,4 veces, mientras que si sumamos la deuda

¹ 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.

financiera con la comercial, la relación solo baja desde 6,6 veces a 6,4 (por su parte la relación entre pasivo exigible y patrimonio se mantiene en 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 atenuado en parte con el impulso dado por los gobiernos a las obras viales y viviendas sociales en períodos de contracción económica. En todo caso, se evalúa positivamente la flexibilidad que presenta el *mix* de productos, por cuanto puede ser redireccionado 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 que parte de los resultados de **Cintac** se originan en Perú, país clasificado en A3 en escala global. Aunque esta categoría está dentro del grado de inversión, representa 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: Caa1 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 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 compra de insumos está indexada 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 debe someterse a un continuo monitoreo; situación a la que se añade 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, la clasificación de las acciones de la sociedad en “*Primera Clase Nivel 4*” se debe al bajo nivel de liquidez que han alcanzado sus títulos accionarios, en los que la presencia no ha logrado superar el 4% desde agosto de 2013, promediando para el año 2014 un 2,32%.

La tendencia se ha clasificado en “*Estable*”, dado que la presencia no muestra indicadores de poder revertir esta situación 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 a diciembre de 2014

Durante el año 2014, con el fin de contar con procesos más eficientes, se llevó a cabo una integración de las sociedades Cintac S.A.I.C., Instapanel S.A., Centroacero S.A. y Conjuntos Estructurales S.A., y así poder enfrentar de mejor forma la ralentización de la demanda.

A diciembre 2014 **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 296,6 millones, lo que representa una disminución de 17,8% respecto de diciembre de 2013. Esta disminución se explica principalmente por la contracción de la demanda, cayendo las ventas un 8,2%, pasando de 342 mil toneladas en 2013 a 314 mil en 2014. A esto se sumó la caída forzada del precio de venta impulsada por la baja del precio internacional del acero (precio de venta promedio pasó de 1.055 US\$/Ton en 2013 a 944 US\$/Ton en 2014), hecho que se refleja directamente en los márgenes de venta. Otro factor que explica los menores ingresos, es el aumento en el tipo de cambio que se experimentó en el año (pasó de 524,61 pesos por dólar a 606,75)².

Los costos de explotación, en tanto, disminuyeron un 15,8% respecto a 2013, alcanzando US\$ 256,4 millones, debido a los menores costos de las materias primas y a las menores ventas. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación de 2014 ascendió a US\$ 40,2 millones, un 28,5% menor que en 2013.

Por su parte, los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 30,2 millones, disminuyendo 26,6% en relación a 2013, lo que se debe principalmente a la política de reducción de gastos, sumado a una caída generalizada de los costos por logística y a los menores despachos.

En definitiva el resultado operacional alcanzado en 2014 tuvo una disminución de 31,5% respecto al año anterior, alcanzando US\$ 10,1 millones (US\$ 14,7 millones en 2013). Por su parte, la utilidad del ejercicio fue de US\$ 3,5 millones, siendo favorable a la del año anterior, cuando alcanzó una ganancia de 1,2 millones. En tanto, el EBITDA disminuyó un 21,1% al alcanzar US\$ 19,5 millones en 2014, frente a los US\$ 24,7 millones del año anterior.

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.

² Los estados financieros están expresados en dólares.

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. 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 de 2013 fue del orden de las 2,7³ millones de toneladas. 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 representaron el 14,5% de los ingresos), lo que significaría que produce sobre el 10% 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, con un crecimiento en el último año del 20% de las ventas y esperándose lo mismo para el siguiente.

Amplio *mix* de productos: La empresa posee un abundante *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 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., 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**, esto hace que se transfiera *know how*, y crea un fuerte compromiso de la matriz con su filial. CAP es una entidad que según los últimos estados financieros al 31 de diciembre de 2014, tuvo ingresos por US\$ 1.790 millones, una utilidad de US\$ 85 millones, presentando un patrimonio consolidado de US\$ 3.160 millones (a diciembre de 2013 tuvo ingresos por US\$ 2.305 millones, una utilidad de US\$ 282 millones y un patrimonio de US\$ 3.238 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. En los últimos años, 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 a largo plazo. También la solvencia de CAP ha desmejorado, teniendo deuda financiera por US\$ 1.270,0 millones a

³ Fuente: Instituto Chileno del Acero.

diciembre de 2014, frente a los US\$ 931,5 millones de un año atrás, pese a que los ingresos y el EBITDA han ido en disminución. Esta situación pone en duda el apoyo a **Cintac** y hacen necesario el constante monitoreo.

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 2013 Chile superó apenas los 175 kg. de consumo per cápita aparente⁴, que frente a los 300 kg. de EE.UU o los 219 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 92 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es que la producción de acero mundial en los últimos diez años ha crecido un 57%.

Capacidad de exportación: Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, las que actualmente alcanzan una proporción cercana al 20,4% 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 (lo que ya se reflejó en el último año cuando las ventas crecieron un 20,0%).

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 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 cerca del 20,4% de las ventas provienen de fuera de territorio nacional.

En otro aspecto, parte importante de las ventas se orientan al sector habitacional e infraestructura vial (en conjunto, alrededor del 57,5% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 42,5% 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 (en el período 2010 a 2014 ha presentado un máximo de alrededor de US\$ 850 y un mínimo inferior a los US\$ 550⁵). Además, la existencia de precios elevados del acero puede estimular el uso de productos sustitutos en construcción, como el PVC.

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

⁵ Valor FOB US\$/Tonelada, mercado europeo, referencia Mar Negro. Fuente: Informe de Cochilco

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 ajustar los gastos de la empresa a un nivel que pueda solventarse en un contexto de menores ventas y a enfrentar la nueva realidad, hasta que esta se recupere.

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, variedad y agregación de valor 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 mayormente 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 cuenta con operaciones de cobertura.

Aspectos generales

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 2014:

Accionista	Propiedad (%)
Novacero S.A.	50,93%
Pionero Fondo de Inversión	11,14%
CAP S.A.	11,03%
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 Larrain Vial Beagle	2,96%
MBI Arbitrage Fondo de Inversión	1,74%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	1,14%
Banco de Chile para terceros	0,61%
Compass Group Chile S.A. Adm. Gral. de Fondos	0,53%
Moneda Chile Fund Limites	0,52%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,47%
Otros	2,39%

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 Sloer
Director	Felipe Díaz Ramos
Director	Mario Puentes Lacámara
Director	Ernesto Escobar Elissetche
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 Operaciones	Juan Fonseca González
Gerente de Innovación y Desarrollo	José Aguirre Silva
Gerente Comercial	Pedro Pablo Olivera Urrutia
Gerente de Finanzas	Miguel Reyes Gómez

Distribuidores, clientes, proveedores, inventarios

Insumos y proveedores

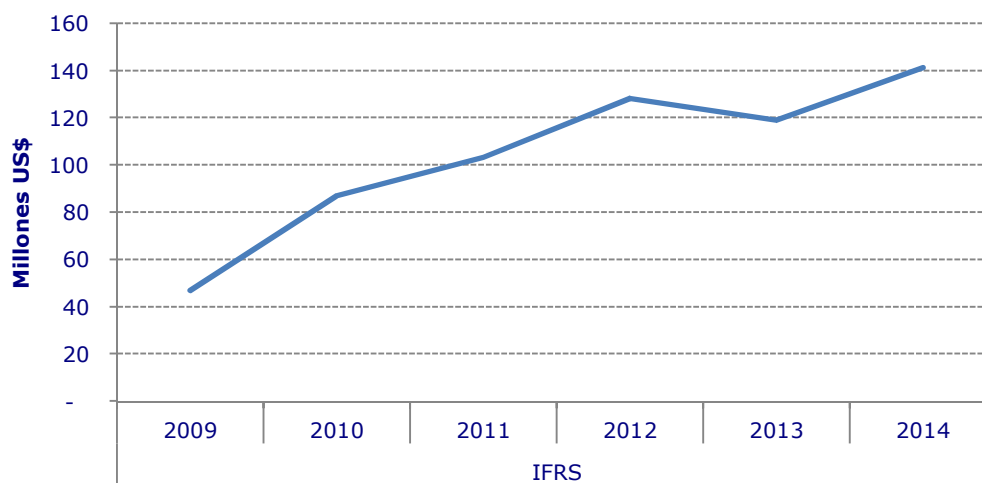
Dado el giro del negocio, el principal recurso utilizado es el acero, representando cerca de un 80% del valor total de los insumos utilizados. Otros materiales usados corresponden a químicos, poliestireno, y pinturas, además de poseer contratos de arriendo de maquinarias.

Para satisfacer sus necesidades de recursos, las compañías pertenecientes a **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. En el pasado, 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, y eso conllevó a que en la actualidad todo el abastecimiento de efectúe mediante *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 dicho período. No obstante, *a posteriori*, el estancamiento de la economía y de las ventas han hecho que sea necesario mejorar el nivel de manejo de los inventarios para alcanzar un mayor nivel de eficiencia. El nivel de inventarios se redujo de 2012 a 2013 y se mantuvo estable en todo el año 2014, pero en el último trimestre volvió a aumentar de modo de contar con el suministro necesario dadas las proyecciones de mayor demanda del primer trimestre producto de la estacionalidad de las ventas.

Nivel de inventarios

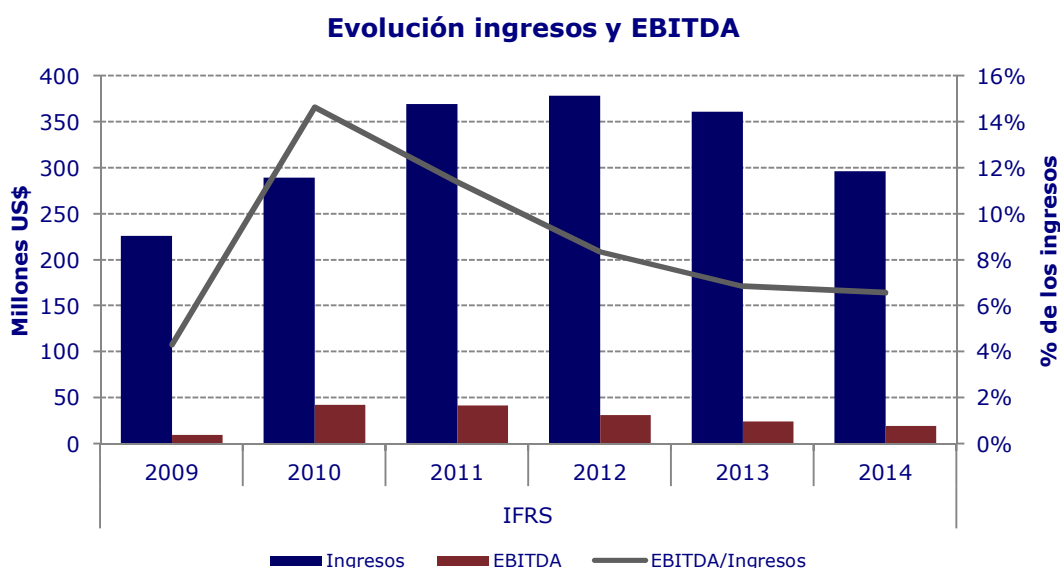


Análisis financiero

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

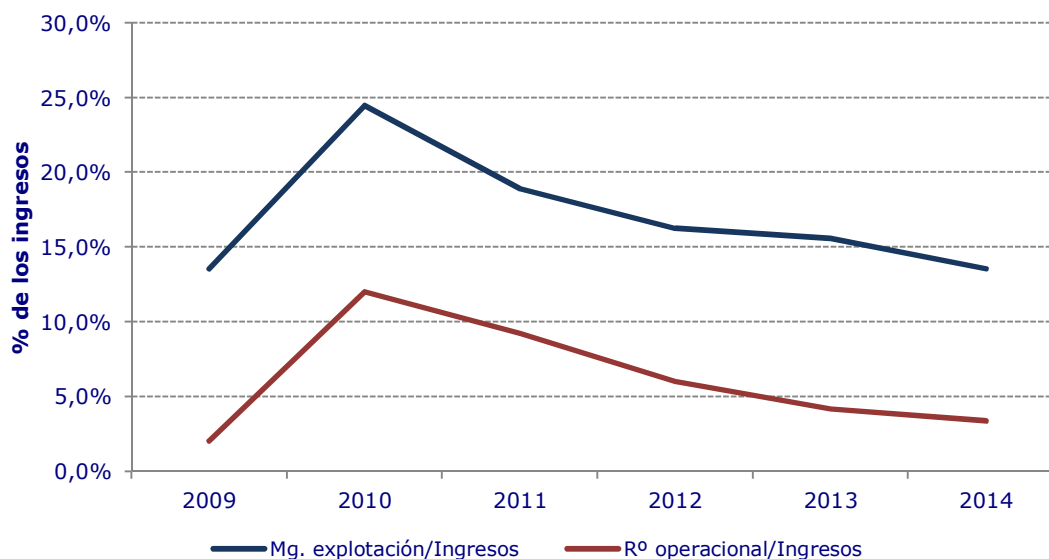
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2014.



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. Entre 2013 y 2014, el EBITDA disminuyó un 21,1% debido al menor margen bruto, como efecto de menores precios del acero, lo que no pudo verse contrarrestado por los menores 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, el que tiende a la baja progresivamente desde la reconstrucción *post* terremoto en 2010, y ha obligado a una reestructuración interna.

Evolución márgenes



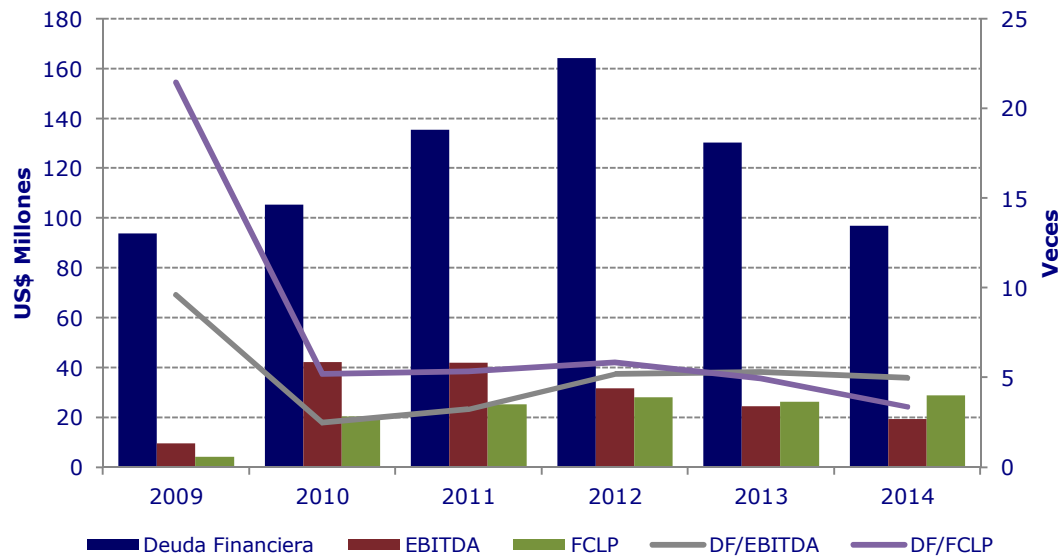
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁶

Al 31 de diciembre de 2014 la deuda financiera total de **Cintac** alcanzaba a US\$ 97,1 millones, un 25,6% 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, las que crecieron un 104,2%, mientras que las cartas de crédito decrecieron un 26,7% (en US\$ 20,6 millones). Del total de la deuda financiera, el 72,5% se ubica en la porción corriente y un 80,1% de estos corresponden a cartas de crédito (28,0% 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 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, pero que en 2014, y debido al menor nivel de deuda dados los menores niveles de actividad proyectados, disminuye a 5,0 veces.

Cabe consignar que si se suman la deuda financiera con la deuda comercial, el nivel de deuda en diciembre de 2014 es de US\$ 185,6 millones contra US\$ 173,9 millones en 2013, con lo que el nivel de deuda total aumenta un 6,8% en vez de caer un 25,6% que muestra al observar la deuda financiera.

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.

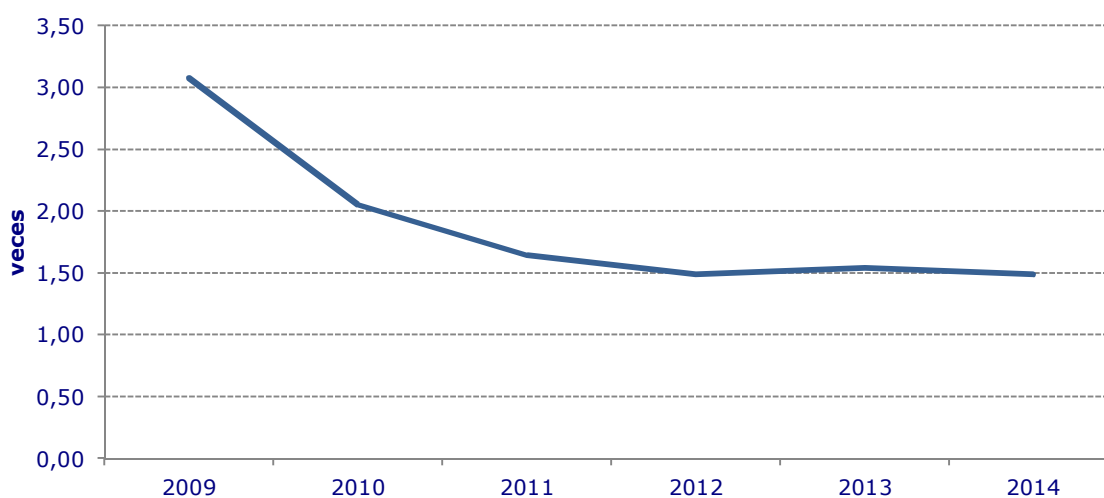
Evolución endeudamiento



M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBITDA	9.763	42.392	42.032	31.643	24.679	19.472
DF	94.025	105.577	135.488	164.298	130.523	97.124
Deuda Comercial	7.107	15.014	11.389	12.025	43.328	88.470
DF+DC	101.132	120.591	146.877	176.323	173.851	185.594
(DF+DC)/EBITDA	10,36	2,84	3,49	5,57	7,04	9,53

Desde 2009 los activos circulantes sobre los pasivos circulantes, en una primera instancia, han ido a la baja, manteniéndose estable desde 2012 en niveles en torno a las 1,5 veces, valor considerado alto.

Evolución liquidez Razón circulante

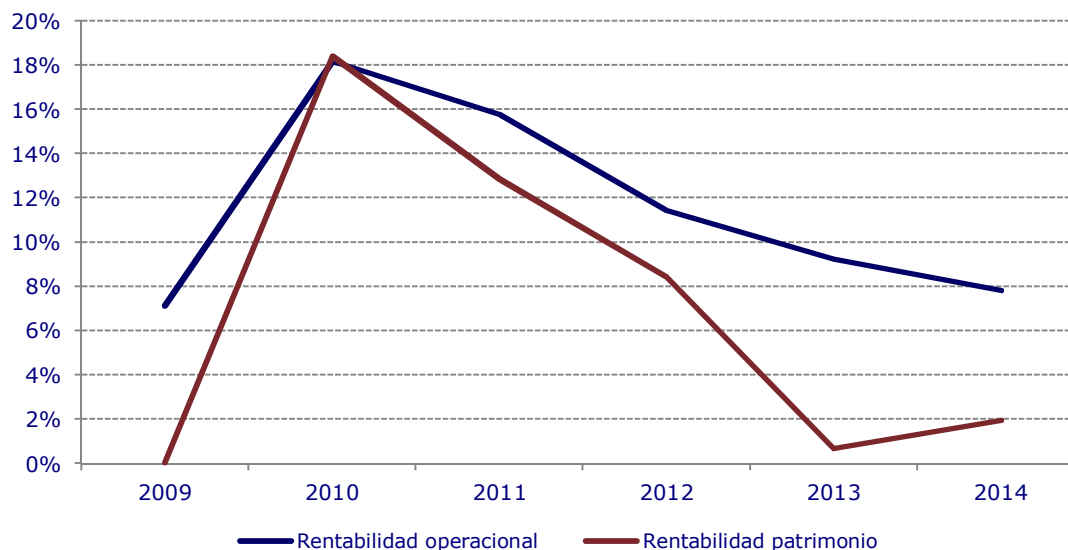


Rentabilidad⁷

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. Sin embargo, en el año 2014 ésta mejora ligeramente respecto a 2013, producto de los menores costos de distribución y la reducción de gastos, sumado a una mejor política de cobertura frente al diferencial de divisas.

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

Evolución rentabilidad



Generación de flujos y perfil de pago de la deuda⁸

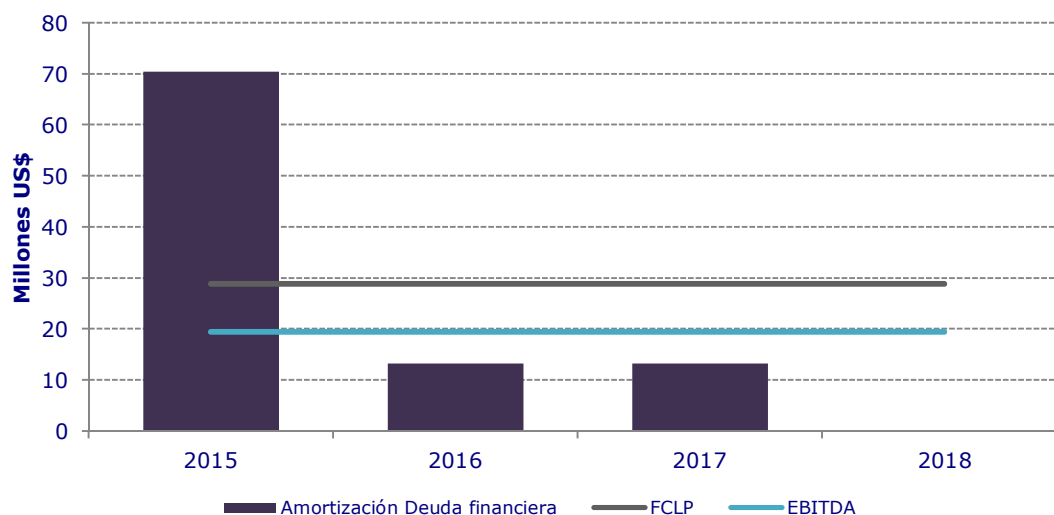
De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP⁹) del emisor, dados su nivel de activo y su carga financiera, es del orden de los US\$ 29 millones; reconociéndose una elevada volatilidad de los mismos para los diferentes ejercicios anuales. De hecho, si para efecto del indicador se toma como referencia exclusivamente el desempeño de la compañía durante el año 2014 (el de peor rendimiento de los activos en los últimos cinco), pero asumiendo la actual estructura de activos y pasivos, el FCLP sería de aproximadamente US\$ millones 16,6 millones; por el contrario, si la referencia es exclusivamente el año 2010, el de mejor rendimiento de los últimos cinco ejercicios anuales, el FCLP ascendería a cerca de US\$ 44,4 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 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 cinco ejercicios, en el que 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.

Evolución ingresos y EBITDA



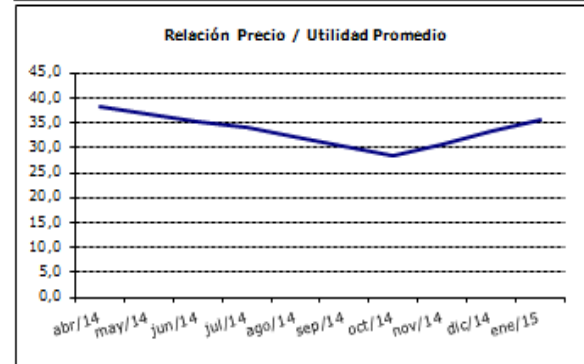
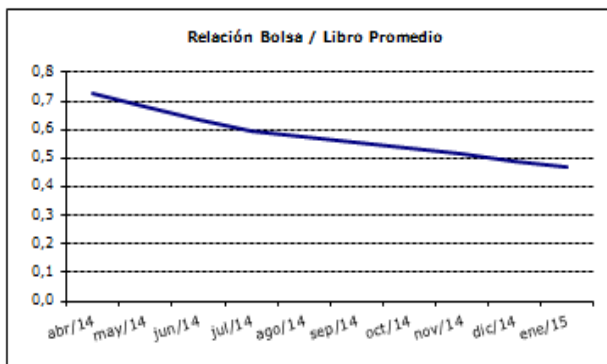
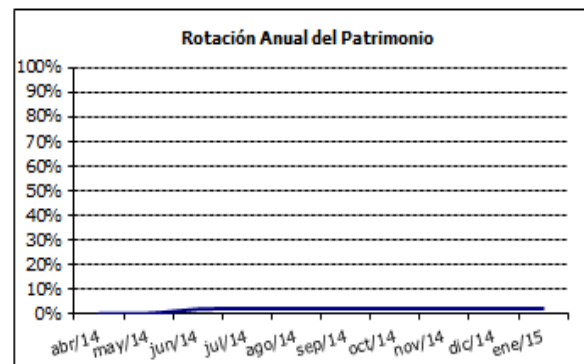
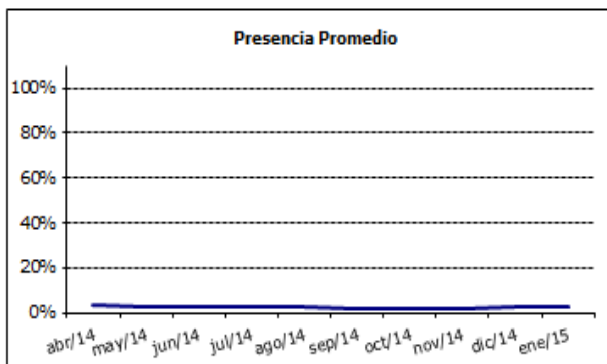
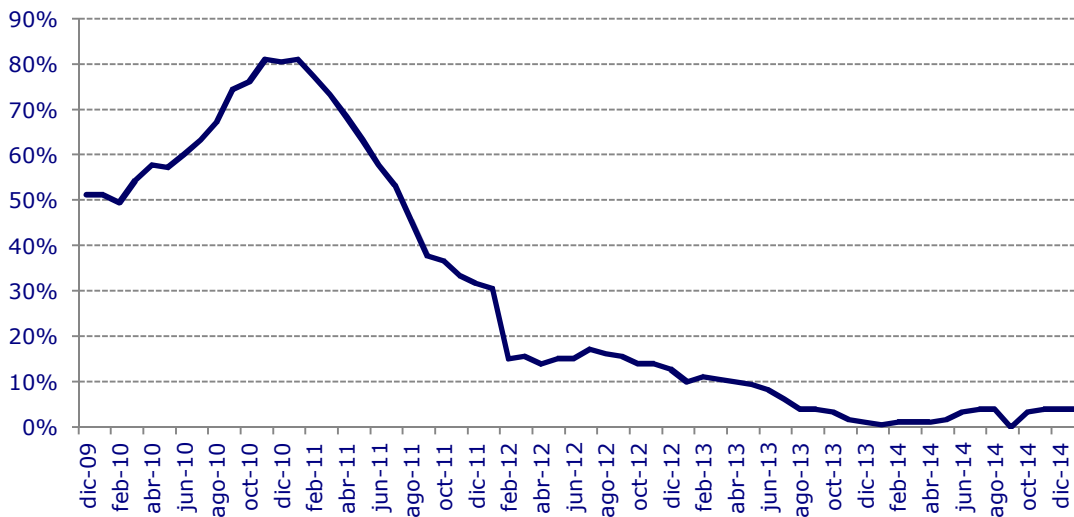
En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora es más que suficiente para responder a sus obligaciones financieras no corrientes, quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos. Respecto a la deuda de corto plazo, asumida 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 2014, los inventarios podrían castigarse un 46% 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 entonces, ha registrado una consistente caída, hasta alcanzar su mínimo en enero de 2014 de 0,6% (más allá de que en septiembre de 2014 no tuvieron presencia).

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

Presencia bursatil ajustada



“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.”