



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista  
Eduardo Valdés S.  
Tel. (56-2) 433 5200  
eduardo.valdes@humphreys.cl

## Cintac S.A.

Marzo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo y contacto |  |
|--------------------------------|--|
| Tipo de Instrumento            | Categoría  |
| Línea de Bonos<br>Tendencia    | A- <sup>1</sup><br>Estable                                 |
| Acciones<br>Tendencia          | Primera Clase Nivel 3 <sup>2</sup><br>Estable <sup>3</sup> |
| EEFF Base                      | Diciembre 2012   |

| 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          |
| Ingresos                              | 226.295       | 289.581       | 369.031       | 378.454       |
| Costo de Ventas                       | -195.634      | -218.736      | -299.263      | -316.959      |
| Gastos de adm. y distribución         | -26.044       | -36.051       | -35.736       | -38.748       |
| <b>Resultado operacional</b>          | <b>4.617</b>  | <b>34.794</b> | <b>34.032</b> | <b>22.747</b> |
| Costos financieros                    | -4.814        | -3.639        | -5.682        | -6.168        |
| Ganancia                              | 33            | 28.082        | 21.196        | 14.622        |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>12.534</b> | <b>42.582</b> | <b>42.381</b> | <b>32.081</b> |

| Balance consolidado IFRS          |                |                |                |                |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| M US\$ de cada año                | 31-12-2009     | 31-12-2010     | 31-12-2011     | 31-12-2012     |
| Total activos corrientes          | 141.542        | 190.343        | 213.725        | 246.392        |
| Total activos no corrientes       | 121.946        | 127.318        | 132.123        | 148.367        |
| <b>Total de activos</b>           | <b>263.488</b> | <b>317.661</b> | <b>345.848</b> | <b>394.759</b> |
| Total pasivos corrientes          | 45.966         | 92.705         | 129.946        | 165.936        |
| Total pasivos no corrientes       | 72.020         | 65.413         | 45.761         | 51.371         |
| <b>Total pasivos</b>              | <b>117.986</b> | <b>158.118</b> | <b>175.707</b> | <b>217.307</b> |
| Total patrimonio                  | 145.502        | 159.543        | 170.141        | 177.452        |
| <b>Total pasivos y patrimonio</b> | <b>263.488</b> | <b>317.661</b> | <b>345.848</b> | <b>394.759</b> |
| Deuda financiera total            | 94.025         | 105.577        | 135.488        | 164.298        |

<sup>1</sup> Clasificación anterior: A.

<sup>2</sup> Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 2.

<sup>3</sup> Tendencia anterior: Desfavorable.

## 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 2012, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 378 millones, un EBITDA de US\$ 32 millones, con una deuda financiera de US\$ 198 millones y un patrimonio de US\$ 164 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.

La clasificación de la línea de bonos se modificó desde "*Categoría A*" a "*Categoría A-*" debido al progresivo aumento que ha experimentado la deuda de la empresa, principalmente por el financiamiento de cartas de créditos utilizadas en la compra de materia prima, situación que ha llevado a un aumento en el nivel de inventarios, pero que no se ha reflejado en mayores flujos para la compañía. En los hechos se observa un incremento importante en el endeudamiento relativo del emisor, tanto en términos absolutos como relativos; de esta forma entre 2011 y 2012 los pasivos financieros se incrementan desde US\$ 135 millones a US\$ 164 millones (en 2010 ascendía a US\$ 105 millones) y, en el mismo período, la relación entre deuda financiera y FCLP<sup>4</sup> aumenta desde 5,1 a 5,6 veces (por su parte la relación entre pasivos exigible y patrimonio aumenta desde 1,0 a 1,2 veces en el período).

Dentro de las fortalezas que sustenta la clasificación, destaca 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 (40%); 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.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo valora 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.

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.

<sup>4</sup> 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 para diferentes años.

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 empresa ha presentado un adecuado desempeño 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 se presenta bastante acotado, por cuanto la facturación y la compra de insumos están indexadas al dólar.

La tendencia de clasificación de los títulos de deuda se califica "*Estable*", considerando que no se evidencian elementos que pudieran afectar la capacidad de pago de la sociedad en el mediano plazo.

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, 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 continúe incrementando su nivel de deuda financiera en relación con su generación de flujos de caja; en caso contrario, la clasificación podría ser revisada.

Por su parte, el cambio de la clasificación de las acciones de la sociedad desde "*Primera Clase Nivel 2*" a "*Primera Clase Nivel 3*" 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 porcentaje inferior al 14% durante el último trimestre de 2012.

Aun cuando la tendencia se ha clasificado en "*Estable*", los bajos niveles de presencia bursátil podrían ser indicativos de mayores niveles de riesgo, y requerirían un incremento a niveles superiores a 20% para mantener esta clasificación.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

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

#### Fortalezas complementarias

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

#### Fortalezas de apoyo

- Capacidad financiera y accesos 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 recurrentes, 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 exposición al ingreso de nuevos operadores y al aumento de las importaciones (riesgo potencial siempre presente que podría provocar fuerte efectos en los márgenes del negocio y resentir el posicionamiento de mercado del emisor).

## Hechos recientes

### Resultados 2012

A diciembre 2012 **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 378,5 millones, lo que representa un aumento de 2,6% respecto de 2011. Este aumento se explica por un mayor volumen físico vendido (339 mil toneladas en 2012 versus 300 mil toneladas en 2011), y menores precios promedio, resultado del menor costo del acero, que disminuyó 9,1% en el período (desde 1.229 USD/TM en diciembre de 2011, a 1.117 en diciembre de 2012).

Los costos de explotación en tanto, aumentaron un 5,9% respecto a 2011, alcanzando US\$ 317,0 millones, debido mayores despachos realizados, pero atenuados por los menores costos de las materias primas. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación de 2012 ascendió a US\$ 61,5 millones, un 11,9% menor que en 2011.

Por su parte, los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 38,7 millones, aumentando 8,4% en relación a 2011, lo que se debe principalmente a un mayor gasto en logística, producto de los mayores despachos realizados.

En definitiva el resultado operacional alcanzado en 2012 tuvo una disminución de 33,2% respecto al año anterior, alcanzando US\$ 22,7 millones (US\$ 34,0 millones en 2011). Por su parte, la utilidad del ejercicio fue de US\$ 14,6 millones, siendo un 31% inferior al año anterior, cuando alcanzó 42,4 millones. En tanto, el EBITDA disminuyó un 24,3% al alcanzar US\$ 32,1 millones en 2012 (US\$ 42,4 millones en 2011).

## 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.

### Primera Clase Nivel 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy buena 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 existe 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 2,6<sup>5</sup> millones de toneladas anuales. Por su parte, **Cintac** durante 2012 vendió 338.838 toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de su filial en Perú y las exportaciones, que en conjunto representan entre el 15%-20%. 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 casi un 40% del mercado de ese país, según lo informado por el emisor.

**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 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** 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 enmarca 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* (cerca del 70% del acero usado por el emisor es comprado a CAP), 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 2012, tuvo ingresos por US\$ 2.470 millones, una utilidad de US\$ 328 millones, presentando un patrimonio consolidado de US\$ 3.108 millones (durante 2011 tuvo ingresos por US\$ 2.787 millones, una utilidad de US\$ 630 millones, y un patrimonio de US\$ 2.970 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; además, el Gerente General de la matriz también participa del directorio de la sociedad emisora.

**Crecimiento potencial del sector:** Las compañías del *holding* se encuentran insertas en un mercado 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 2010 Chile tuvo un consumo per cápita aparente<sup>6</sup> de 154 kg, versus los 267 kg de EE.UU.

**Capacidad de exportación:** Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, las que actualmente alcanzan una proporción cercana al 5% de las ventas. La compañía proyecta concentrar sus

<sup>5</sup> Fuente: Metal Bulletin: Chile's steel consumption in 2011 back to pre-crisis level (Abril 2012).

<sup>6</sup> Consumo aparente = Producción + importaciones – exportaciones - cambio en stocks.

esfuerzos en los países en los cuales participa actualmente (Argentina y Bolivia), como consecuencia de la decisión tomada en 2008 de concentrarse en aquellos mercados menos riesgosos y de mejor margen.

## 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 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 54% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 46% 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 un adecuado desempeño en los últimos años dentro de un escenario de alza en el precio del acero, lo que no impidió un deterioro en sus resultados en 2009 producto de la recesión mundial.

Los precios del acero han tenido importantes fluctuaciones en el último tiempo, frente a lo cual, **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.). Con todo, en el caso de **Cintac**, su liderazgo constituye un factor de relevancia en cuanto a su capacidad de respuesta ante nuevos competidores y, por ende, atenúa los efectos negativos de este factor.



**Riesgo cambiario:** La exposición al tipo de cambio se incorpora como un riesgo, pero se reconoce que en la actualidad está bastante acotado por cuanto la política de precios y la compra de insumos están indexados al dólar. Además, por política la empresa establece una estructura de pasivos y activos que busca minimizar los riesgos en el largo plazo de la fluctuación en el tipo de cambio.

## 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. Tiene 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). Desde el año 2000, formó la empresa Conjuntos Estructurales S.A., 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 2012:

| Accionista                                    | Propiedad % |
|---|-------------|
| Novacero S.A.                                 | 50,93%      |
| CAP S.A.                                      | 11,03%      |
| Pionero Fondo de Inversión                    | 9,08%       |
| A.F.P. Hábitat S.A. fondo tipo C              | 3,70%       |
| A.F.P. Provida S.A. fondo tipo C              | 3,29%       |
| Fondo de Inversión Larrain Vial Beagle        | 3,12%       |
| A.F.P. Cuprum S.A. fondo tipo C               | 2,72%       |
| A.F.P. Hábitat S.A. fondo tipo B              | 1,66%       |
| MBI Arbitrage Fondo de Inversión              | 1,60%       |
| Compass Group Chile S.A. Adm. Gral. de Fondos | 1,40%       |
| A.F.P. Provida S.A. fondo tipo B              | 1,17%       |
| Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa       | 1,15%       |

## Directores y ejecutivos

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

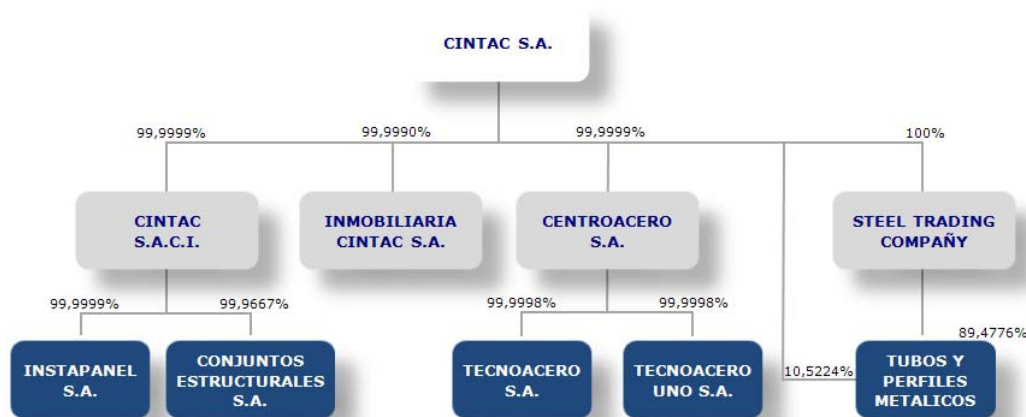
| Cargo                         | Nombre                    |
|-------------------------------|---------------------------|
| Presidente del directorio     | Roberto de Andraca Bárbas |
| Vicepresidente del directorio | Jaime Charles Coddou      |
| Director                      | Gabriel Tomic Errázuriz   |
| 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                      | Juan Pablo Cortés Baird     |
| Gerente de Administración y Finanzas | Carlos Santibáñez Osses     |
| Gerente de Operaciones               | Javier Romero Madariaga     |
| Gerente Comercial                    | Pedro Pablo Olivera Urrutia |
| Gerente de Recursos Humanos          | José Álvarez Cantwell       |

## 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 Metalcon<sup>7</sup>.
- 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.

### 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,

<sup>7</sup> Consiste en un sistema integral para la construcción en acero de muros, pisos, entresijos y techumbres; está compuesto por una serie de perfiles de acero galvanizado de alta resistencia.

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 zincaluminio, 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 tres segmentos principales:

- Industrial: Empresas que utilizan el acero como materia prima más relevante para elaborar otro producto. En este segmento participan la gran mayoría de las empresas del sector metalmeccánico, como los fabricantes de línea blanca, calefactores a leña, cerrajería, insumos para la construcción y carrocería, entre otros.
- 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, entre las que se incluyen empresas de electrodomésticos.

### Insumos y proveedores

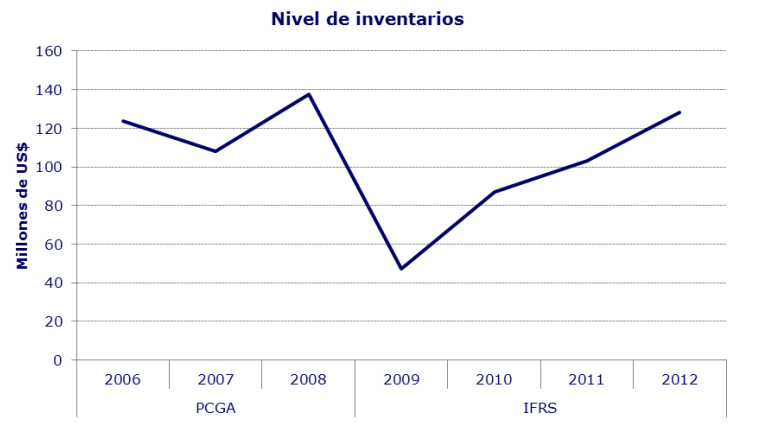
Dado el giro del negocio, el principal recurso utilizado es el acero, representando cerca de un 80% del valor total de los insumos utilizados. Otros materiales usados corresponden a químicos, poliestireno, y pinturas, además de poseer contratos de arriendo de maquinarias.

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 es Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., filial de CAP, controladora de **Cintac**. Adicionalmente, la empresa tiene la posibilidad de recurrir a importaciones para abastecerse de esta materia prima. Otros proveedores de la empresa son Daewoo International y Hyosung Corporation.

### Inventarios

Entre 2007 y 2008 los inventarios de **Cintac** mostraron un ascenso principalmente por la incorporación de nuevas empresas al grupo. Luego se incrementaron inicialmente por la inesperada baja de actividad provocada por la crisis económica, para caer posteriormente en 2009 por dos razones: el castigo al valor del inventario realizado por la empresa como resultado de la baja del precio del acero a fines de 2008, y la baja en inventarios físicos derivada del plan de excelencia operativa ejecutado por la compañía. El terremoto que

afectó al país en 2010 se tradujo en un aumento en el *stock* de inventarios, tendencia que se ha mantenido hasta la fecha del presente informe, mostrando niveles de inventarios superiores al promedio de los últimos cinco años.

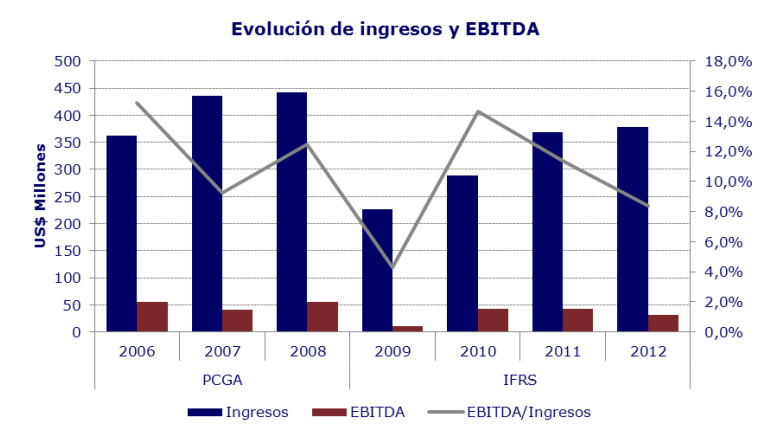


## Análisis financiero

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

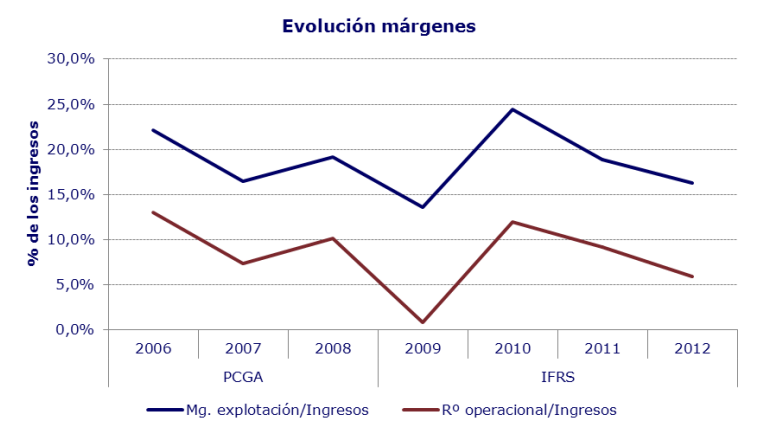
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2006 y 2012.



Los ingresos de 2007 y 2008 muestran el efecto de la consolidación de las nuevas filiales y de la actividad nacional, con un crecimiento sostenido que se vio interrumpido hacia fines de 2008 como consecuencia de la crisis económica mundial y que afectó especialmente al rubro de la construcción. Asimismo, el EBITDA

consolidado ha tenido oscilaciones importantes los últimos cinco años, explicados por las variaciones en los precios y en el volumen de ventas por toneladas. En diciembre de 2012, el EBITDA disminuyó un 24,3% 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 explotación, a consecuencia del aumento de los despachos físicos observados en el período.

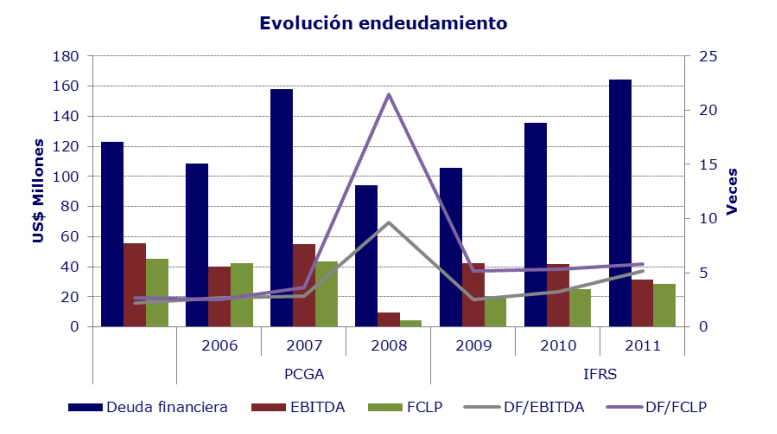
Por su parte, medidos como proporción de los ingresos, los resultados de explotación y de operación de **Cintac**, al igual que su EBITDA, muestran un comportamiento variable en el curso de los últimos años, con tendencias similares: los resultados de 2007 reflejan una estrechez del margen operacional debido al grado de competitividad interno, unido a distorsiones generadas por la volatilidad del precio del acero y la baja actividad. En 2008 hubo una recuperación a raíz del mayor valor de venta de sus productos, mientras que el resultado negativo de 2009 es reflejo de la caída en la construcción que impactó a las ventas. En 2010 los resultados se recuperan a consecuencia de la mayor demanda, mejores precios de venta y una mejorada forma de adquirir materia prima. En 2011 en tanto, se produce una disminución porcentual de los resultados, que se mantuvo hasta 2012. 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.



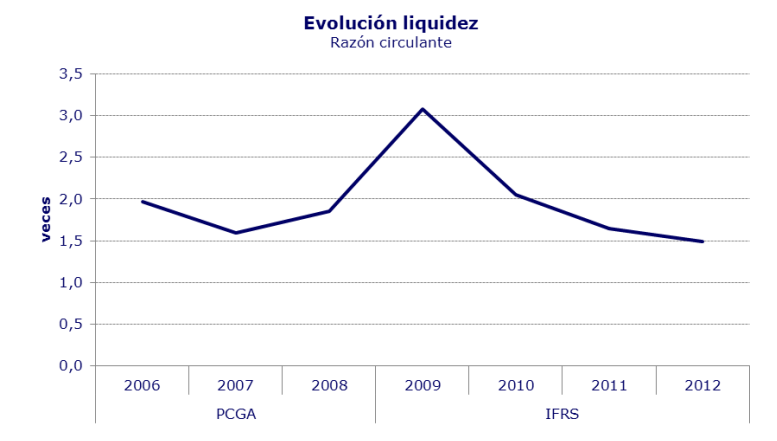
## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez

Al 31 de diciembre de 2012 la deuda financiera total de **Cintac** alcanzaba a US\$ 164,3 millones, un 21,3% mayor al monto registrado un año atrás, lo que tiene relación principalmente con un mayor financiamiento de importaciones mediante cartas de crédito, que crecieron un 53,7% para hacer frente a la mayor demanda del período. Del total de pasivo exigible, el 76,4% se ubica en la porción corriente y un 63,1% de estos corresponde a cartas de crédito. En términos relativos, el *ratio* de endeudamiento financiero sobre EBITDA se mantuvo hasta 2008 en torno a las 2,5 veces, deteriorándose en 2009 con la contracción del EBITDA. 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.



Entre 2006 y 2008 la razón circulante de la compañía osciló entre las 1,5 y 2 veces, elevándose en 2009 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. En este último período, la deuda financiera de corto plazo aumentó un 28,5% respecto al año anterior, principalmente, tal como ya se comentó, por un aumento de pasivos por cartas de crédito.



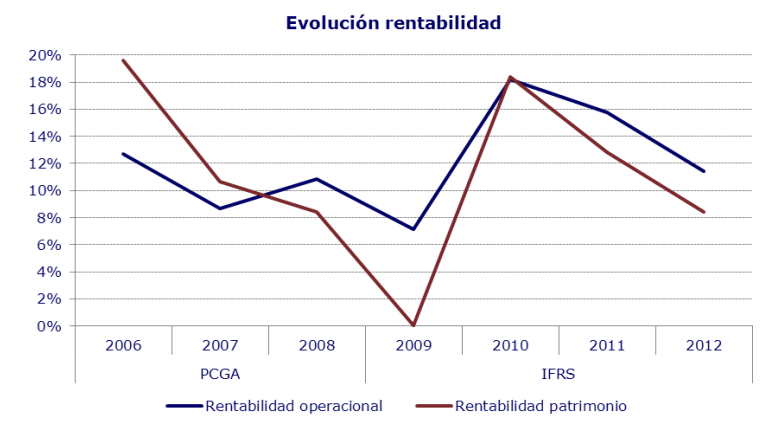
## Rentabilidad<sup>8</sup>

Los niveles de rentabilidad exhibieron una tendencia a la baja desde 2006 hasta 2009. Si bien en 2008 el resultado operacional aumentó, el resultado final cayó, producto de la baja en los resultados del último trimestre, afectando la rentabilidad del año. En 2009, al deteriorarse los precios y las ventas físicas, cae el

<sup>8</sup> Rentabilidad operacional activos = Resultado operacional/(Activos corrientes + Activos fijos, promedio); Rentabilidad patrimonio = utilidad del ejercicio/(Patrimonio promedio).



resultado operacional y con ello la utilidad del ejercicio, impactando aun más la rentabilidad. En 2010 se aprecia una fuerte mejora en la rentabilidad producto de los factores anteriormente descritos. 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 como el de patrimonio ha aumentado.

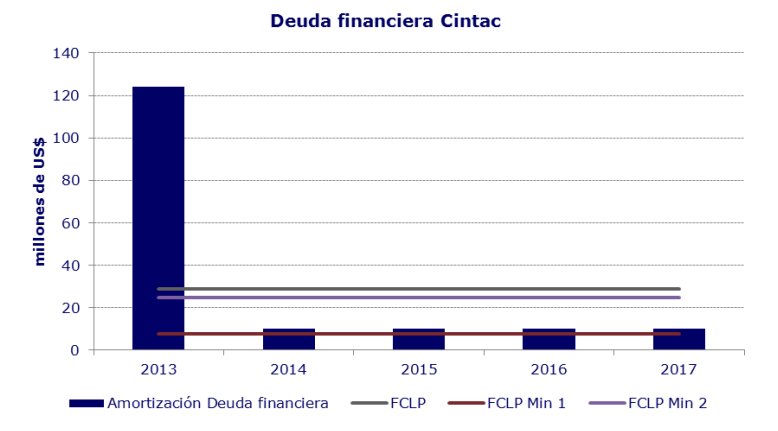


## Generación de flujos y perfil de pago de la deuda<sup>9</sup>

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP) del emisor, dados su nivel de activo y su carga financiera, es del orden de los US\$ 29,5 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 7,6 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\$ 45,6 millones.

En el gráfico siguiente, se contrasta el FCLP con el perfil de pago de la deuda de **Cintac**; además, para efectos ilustrativos, se incluyen los valores de este indicador considerando, por una parte, el valor registrado en un año de recesión (FCLP Min1) y, por otra parte, su menor nivel registrado en los últimos tres periodos (FCLP Min 2). 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.

<sup>9</sup> Los supuestos y criterios para este análisis son de responsabilidad exclusiva de **Humphreys** y no necesariamente son compartidos por la sociedad emisora.

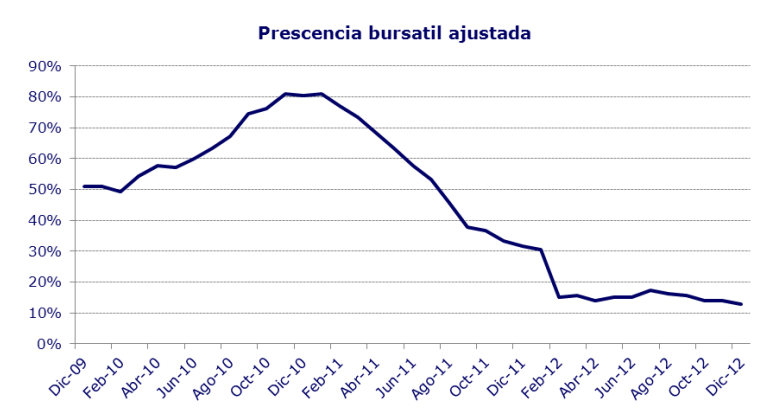


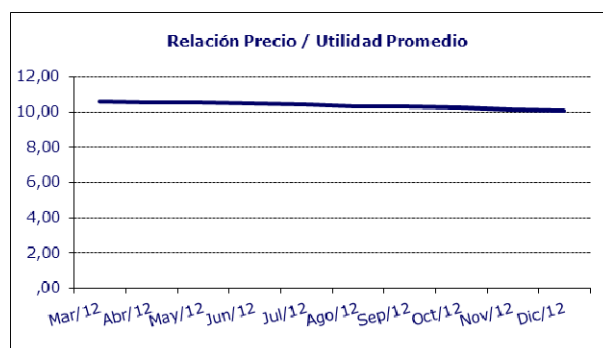
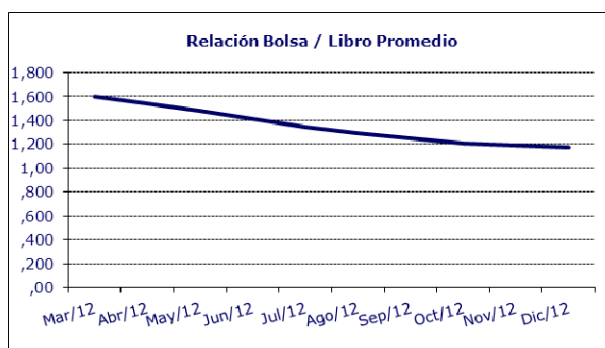
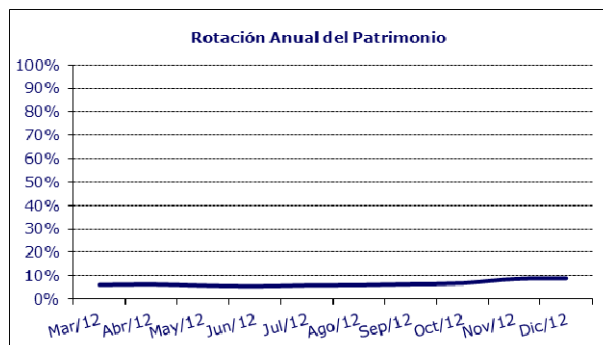
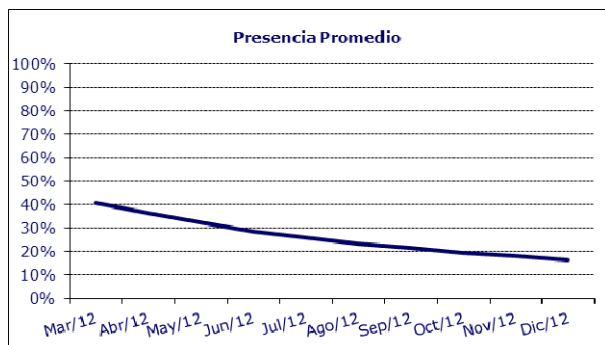
En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora es más que suficiente para responder a sus obligaciones financieras no corrientes, quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos (los cuales alcanzarían, de acuerdo a los últimos dos ejercicios, a alrededor de US\$ 29 millones anuales). 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 2012, los inventarios podrían castigarse en 49% 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% a 15%. Desde esa fecha, las acciones de **Cintac** se estabilizaron en torno al 15%, para alcanzar un 12,78% de presencia en diciembre de 2012.

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





*“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.”*