



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56) 22433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Cintac S.A.

Marzo 2016

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- Favorable ¹
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
Estados financieros	31 diciembre 2015

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

Estado de resultados consolidados IFRS							
MUSD de cada período	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	141.542	190.343	213.725	246.392	228.848	250.350	197.081
Activos no corrientes	121.946	127.318	132.123	148.367	145.389	129.429	121.049
Total activos	263.488	317.661	345.848	394.759	374.237	379.779	318.130
Pasivos corrientes	45.966	92.705	129.946	165.936	148.656	168.310	118.402
Pasivos no corrientes	72.020	65.413	45.761	51.371	47.374	32.966	19.589
Total pasivos	117.986	158.118	175.707	217.307	196.030	201.276	137.991
Patrimonio	145.502	159.543	170.141	177.452	178.207	178.503	180.139
Total pasivos y patrimonio	263.488	317.661	345.848	394.759	374.237	379.779	318.130
Deuda financiera	94.025	105.577	135.488	164.298	130.523	97.124	41.823

Estados de situación financiera consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	226.295	289.581	369.031	378.454	360.778	296.553	282.901
Costo de venta	-195.634	-218.736	-299.263	-316.959	-304.581	-256.391	-247.191
Gastos de adm. y distribución	-26.044	-36.051	-35.736	-38.748	-41.112	-30.171	-29.182
Otras ganancias (pérdidas)	-2.771	-190	-349	-438	-342	108	4953
Resultado operacional	1.846	34.604	33.683	22.309	14.743	10.099	11.481
Costos financieros	-4.814	-3.639	-5.682	-6.168	-4.827	-4.858	-4.424
Ganancia	33	28.082	21.196	14.622	1.191	3.478	3.273
EBITDA²	9.761	42.392	42.032	31.643	24.679	19.472	21.911

¹ Tendencia anterior: Estable.

² EBITDA calculado como Ganancia de actividades operacionales + Depreciación.

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 2015, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 282,9 millones, un EBITDA de US\$ 21,9 millones, con una deuda financiera de US\$ 41,8 millones y un patrimonio de US\$ 180,1 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.

El cambio de tendencia, desde "Estable" a "Favorable"³ se sustenta en la disminución observada en su nivel de deuda financiera en los últimos años, que entre fines de 2012 y fines de 2015 disminuyó un 75%. Lo anterior, en conjunto con el menor nivel de cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, que bajaron un 8,2% durante el último período. De mantenerse el endeudamiento relativo en niveles relativamente estables, se puede presumir que mejoraría la actual clasificación de riesgo de la línea de bonos.

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, así como integrando diversas filiales, lo que ha tenido como resultado que se haya registrado un resultado positivo durante 2015.

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

³ Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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, Ecuador y Honduras, menos estables que Chile y, por lo tanto, más vulnerables a crisis económicas (el riesgo de cada uno en escala global es: Argentina: *Caa1*, Ecuador: *B3* y Honduras: *B3*).

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.

También se considera la disminución en la fortaleza financiera que ha mostrado el controlador de la compañía en los últimos años y que debe someterse a un continuo monitoreo; situación a la que se añade que siderúrgica Huachipato ha dejado de proveer aceros planos.

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.

Para la mantención de la clasificación (o materialización de la tendencia "*Favorable*"), 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 en forma abrupta y que el emisor logre revertir las 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 un 1,39% durante el año 2015.

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 2015

A diciembre 2015 **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 282,9 millones, lo que representa una disminución de 4,6% respecto de diciembre de 2014. Esta disminución se explica principalmente por una caída de 9,4% en los precios promedio del acero. Otro factor que explica los menores ingresos, es el aumento en el tipo de cambio que se experimentó en el año 2015 (pasó de 606,75 pesos por dólar a 710,16)⁴.

Los costos de explotación, en tanto, disminuyeron un 3,6% respecto a 2014, alcanzando US\$ 247,2 millones, debido principalmente a los menores costos de las materias primas. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación de 2015 ascendió a US\$ 35,7 millones, un 11,1% menor que en 2014.

⁴ Los estados financieros están expresados en dólares.

Los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 29,2 millones, disminuyendo 3,3% en relación a 2014, lo que se debe principalmente a la mantención de la política de reducción de gastos, que logró contrarrestar el aumento por mayor tonelaje despachado. Por su parte, el ítem otras ganancias alcanzó US\$ 4,9 millones (US\$ 108 mil en 2014), que se debe principalmente a la venta de activos fijos inmobiliarios, con el objeto de optimizar los procesos operativos de la compañía.

Debido a lo anterior, el resultado operacional alcanzado en 2015 creció un 17,7% respecto al año anterior, alcanzando US\$ 11,5 millones (US\$ 10,1 millones en 2014). Por su parte, la utilidad del ejercicio alcanzó US\$ 3,3 millones, siendo levemente inferior a los US\$ 3,5 del año anterior. En tanto, el EBITDA pasó desde US\$ 19,5 millones en 2014, a US\$ 21,9 millones en 2015, lo que significa un incremento de 12,5% en el período.

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. 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 2014 fue del orden de las 2,8⁵ millones de toneladas. Por su parte, **Cintac** durante 2014 vendió 314 mil toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de su filial en Perú y las exportaciones, que en conjunto representaron el 20,4% de los ingresos), lo que significaría que produce sobre el 11% 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 promedio de 14% en las ventas en los últimos tres años.

⁵ Fuente: Instituto Chileno del Acero.

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.

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 2015, tuvo ingresos por US\$ 1.475 millones, una utilidad de US\$ 12 millones, presentando un patrimonio consolidado de US\$ 3.161 millones (a diciembre de 2014 tuvo ingresos por US\$ 1.790 millones, una utilidad de US\$ 85 millones y un patrimonio de US\$ 3.160 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\$ 1.478,8 millones a diciembre de 2015, frente a los US\$ 1.270,0 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 un 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 2014 Chile alcanzó 178,6 kg. de consumo per cápita aparente⁶, muy inferior a los 380,7 kg. de EE.UU, y a los 233,7 kg. que promedió el mundo, lo que demuestra que hay una gran brecha por cubrir. En Perú, en tanto, el consumo per cápita aparente llega a los 111,5 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es entre los años 2000 y 2014, la producción de acero mundial creció un 96%⁷.

Capacidad de exportación: Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, que actualmente alcanzan el 24,3% de las ventas, incluyendo la filial de Perú. La compañía proyecta concentrar sus esfuerzos en esta filial, ya que Perú es considerado como 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.

⁶ Consumo aparente: Producción + importaciones – exportaciones - cambio en *stocks*.

⁷ Producción de acero crudo, medido en miles de toneladas.

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 sobre el 24% 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 70,4% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 29,6% 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\$ 550⁸). 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 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

⁸ Valor FOB US\$/Tonelada, mercado europeo, referencia Mar Negro. Fuente: Informe de COCHILCO.

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 2015:

Tabla N°1: Accionistas principales

Accionista	N° de acciones	Propiedad (%)
Novacero S.A.	224.014.411	50,93%
Fondo de Inversión Moneda Pionero	51.413.000	11,69%
CAP S.A.	48.514.030	11,03%
AFP Habitat S.A.	30.049.318	6,83%
AFP Provida S.A.	22.914.641	5,21%
AFP Cuprum S.A.	19.748.631	4,49%
MBI Arbitrage Fondo de Inversión	7.658.591	1,74%
Siglo XXI Fondo de Inversión	6.518.050	1,48%
BGT Pactual Chile Corredores de Bolsa	4.962.839	1,13%
Compass Group Chile S.A. AGF	4.764.065	1,08%
MBI Corredores de Bolsa	2.771.047	0,63%
Otros accionistas	16.488.572	3,75%
Total	439.817.195	100,00%

Directores y ejecutivos

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

Tabla N°2: Directorio Cintac S.A.

Cargo	Nombre
Presidente	Roberto de Andraca Bárbas
Vicepresidente	Eddie Navarrete Cerda
Director	Ernesto Escobar Elissetche
Director	Jorge Pérez Cueto
Director	Mario Puentes Lacámara
Director	Felipe Díaz Ramos
Director	Fernando Reitich Sloer

La administración de la compañía es la siguiente:

Tabla N°3: Ejecutivos principales Cintac S.A.

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 se efectúe mediante *traders* extranjeros. Proveedores importantes de la empresa son Samsung C and T Corporation y SRI Steel Resources Co.

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 las existencias para alcanzar un mayor nivel de eficiencia. Durante 2015, el número de días de inventario promedio se redujo un 7,6% debido a que el menor precio del acero del período, obligó a la compañía a reducir su *stock*, privilegiando aquellos de mayor valor agregado.



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 2015.



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 2014 y 2015, el EBITDA se incrementó un 12,5% debido a la utilidad por la enajenación de los activos mantenidos para la venta de la filial Cintac S.A.I.C. efectuada en agosto de 2015, que incrementó el resultado operacional de la compañía.

Por su parte, el margen operacional representó un 12,6% de los ingresos de Cintac, inferior al 13,5% registrado en el año anterior, lo que se debió al menor nivel de ingresos del período. El resultado operacional representó un 4,1% de los ingresos en 2015 y su incremento respecto al mismo período anterior se debió principalmente al efecto positivo de la enajenación de activos realizada por Cintac S.A.I.C. sobre los resultados de la compañía.



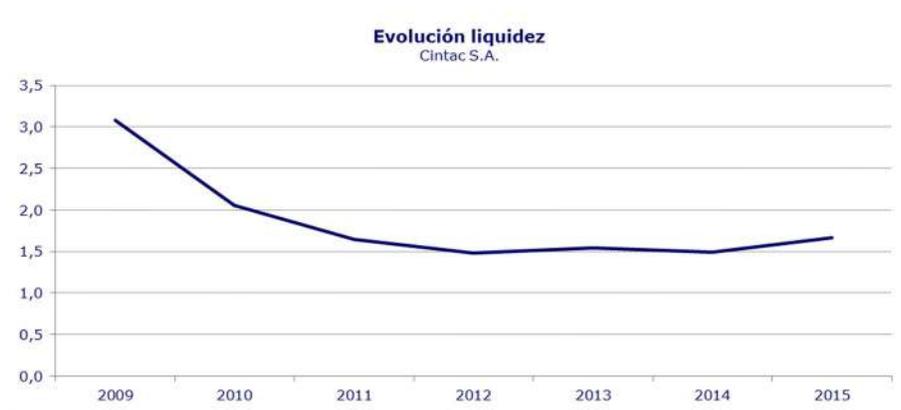
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁹

La deuda financiera de **Cintac** ha ido disminuyendo en los últimos años y alcanzó US\$ 41,8 millones en diciembre de 2015, un 56,9% inferior a lo mostrado en el ejercicio anterior, cuando alcanzó US\$ 97,1 millones. Lo anterior se debe principalmente a una baja de 73,8% en las cartas de crédito por compras de materias primas y activo fijo observada el último año (US\$ 41,6 millones), más una disminución de 50% en el nivel de préstamos de entidades financieras no corriente, que pasó desde US\$ 26,8 a US\$ 13,4 millones en el último año. Del total de la deuda financiera, el 68,1% se ubica en la porción corriente y un 52% de estos corresponden a cartas de crédito (10,7% 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, que continuaron durante 2014, a 5,0 veces. Al cierre del ejercicio 2015, la mayor disminución de la deuda financiera (56,9%), frente al menor crecimiento del EBITDA (12,5%), gatillaron en que el indicador haya alcanzado 1,9 veces en ese período.

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.



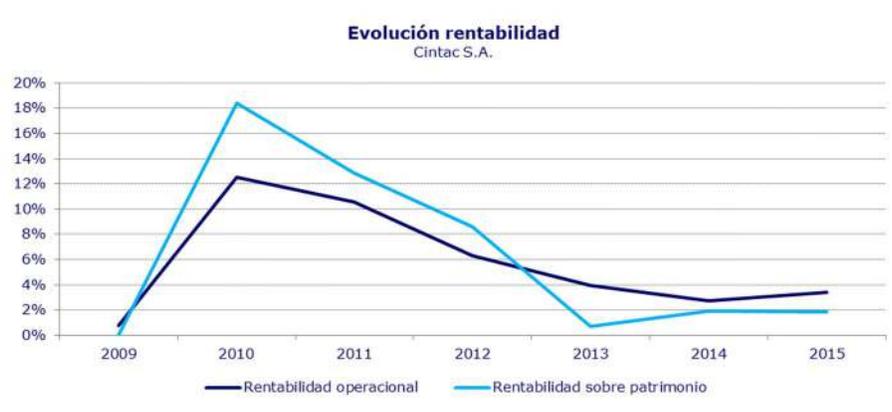
Desde 2009 los activos circulantes sobre los pasivos circulantes, en una primera instancia, han ido a la baja, manteniéndose entre 2012 y 2014 en niveles en torno a las 1,5 veces, pero que se incrementaron a 1,7 veces en el último período.



Rentabilidad¹⁰

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. Durante 2014 en tanto, la rentabilidad operacional siguió cayendo hasta 2,7%, pero repuntó en 2015 debido al mayor resultado operacional observado en ese período. La utilidad de la compañía mostró una mejora en 2014, y representó el 2,0% del patrimonio de ese año. Sin embargo, en 2015 hubo una leve baja en el resultado del ejercicio que se tradujo en una rentabilidad sobre el patrimonio de 1,8%.

¹⁰ Rentabilidad operacional activos: Resultado operacional / (Activos corrientes promedio + Propiedades, planta y equipos, promedio)
Rentabilidad patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio



Generación de flujos y perfil de pago de la deuda¹¹

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP¹²) del emisor, dados su nivel de activo y su carga financiera, es del orden de los US\$ 20,7 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\$ 14,7 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\$ 37,9 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.

¹¹ Los supuestos y criterios para este análisis son de responsabilidad exclusiva de **Humphreys** y no necesariamente son compartidos por la sociedad emisora.

¹² 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.



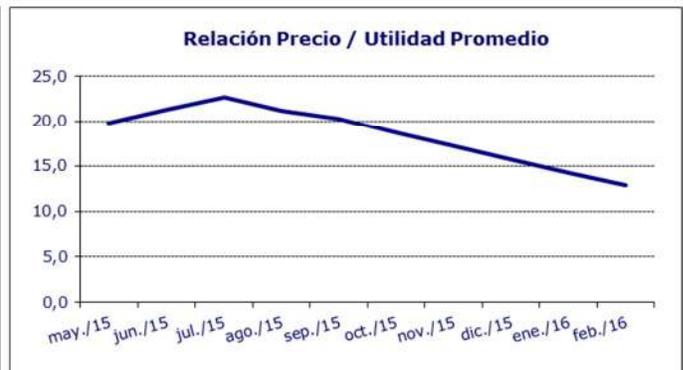
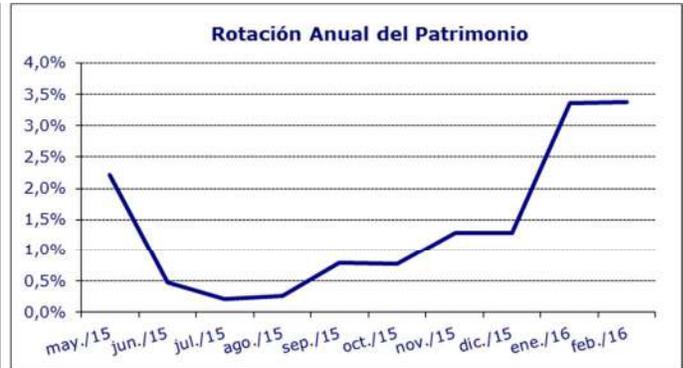
En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora es más que suficiente para responder a sus obligaciones financieras no corrientes, quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos. Respecto a la deuda de corto plazo, asumida 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 2015, los inventarios podrían castigarse un 56% 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, y promedió 1,4% durante el período 2015 (2,3% en 2014).

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."