



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Cintac S.A.

Marzo 2020

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
Solvencia Tendencia	A+ Estable
Acciones (CINTAC) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
Estados financieros	31 de diciembre de 2019

Estado de situación financiera consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activos corrientes	228.848	250.350	197.081	176.826	187.828	221.443	268.057
Activos no corrientes	145.389	129.429	121.049	126.847	131.867	172.686	197.785
<b>Total activos</b>	<b>374.237</b>	<b>379.779</b>	<b>318.130</b>	<b>303.673</b>	<b>319.695</b>	<b>394.129</b>	<b>465.842</b>
Pasivos corrientes	148.656	168.310	118.402	110.883	118.305	163.982	188.929
Pasivos no corrientes	47.374	32.966	19.589	5.955	6.945	27.383	70.409
<b>Total pasivos</b>	<b>196.030</b>	<b>201.276</b>	<b>137.991</b>	<b>116.838</b>	<b>125.250</b>	<b>191.365</b>	<b>259.338</b>
Patrimonio	178.207	178.503	180.139	186.835	194.445	202.764	206.504
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>374.237</b>	<b>379.779</b>	<b>318.130</b>	<b>303.673</b>	<b>319.695</b>	<b>394.129</b>	<b>465.842</b>
Deuda financiera	130.523	97.124	41.823	18.006	4.978	23.148	78.767

Estado de resultados consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	360.778	296.553	282.901	231.313	266.698	311.512	340.520
Costo de venta	-304.581	-256.391	-247.191	-182.250	-217.527	-258.861	-293.617
Gastos de adm. y distribución	-41.112	-30.171	-29.182	-23.818	-23.469	-25.454	-28.942
Otras ganancias (pérdidas)	-342	108	4.953	-492	43	1.880	2.254
<b>Resultado operacional</b>	<b>14.743</b>	<b>10.099</b>	<b>11.481</b>	<b>24.753</b>	<b>25.745</b>	<b>29.077</b>	<b>20.215</b>
Costos financieros	-4.827	-4.858	-4.424	-3.332	-2.586	-3.374	-6.674
Ganancia	1.191	3.478	3.273	13.651	15.660	19.256	5.096
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>24.679</b>	<b>19.472</b>	<b>21.429</b>	<b>30.597</b>	<b>31.551</b>	<b>35.461</b>	<b>27.303</b>

<sup>1</sup> EBITDA calculado como Ganancia de actividades operacionales + Depreciación.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Cintac S.A. (Cintac)** y sus filiales operativas en Chile Cintac S.A.I.C. y Agrow SpA, y en Perú Tupemesa, Calaminon, Sehover y Signo Vial, tienen como objetivo ofrecer soluciones en acero para diversos sectores, entre los que se destacan construcción, industria, energía solar, sector vial e infraestructura, tanto en Chile como en el extranjero.

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.

De acuerdo con los últimos estados financieros, a diciembre de 2019, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 340,5 millones, un EBITDA de US\$ 27,3 millones, una deuda financiera de US\$ 78,7 millones y un patrimonio de US\$ 206,5 millones.

Dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de solvencia en “*Categoría A+*”, destaca el que **Cintac** sea una filial de CAP S.A. (clasificada en AA-), 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 (que ha mostrado un crecimiento constante en los últimos cuatro años), 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 evaluación 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 materia prima: el acero), los resultados exhibidos en el pasado (incluso bajo un contexto de volatilidad de precios del acero), y una capacidad financiera adecuada en caso de tener un plan de inversión futuro.

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 orienta hacia los sectores habitacionales y de proyectos industriales, que tienden a contraerse fuertemente en períodos recesivos. Esto fue confirmado por las variaciones observadas en ventas y resultados en el período 2008-2010. Todo lo anterior, sin embargo, se ve atenuado, en parte, por el impulso de 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

(A1), situación que conlleva el riesgo de transferencia de divisas, lo que incrementa la probabilidad de reducción en los flujos disponibles ante períodos recesivos (reconociéndose que con el tiempo se ha ido reduciendo la brecha entre ambos riesgos soberanos). Por otra parte, lo positivo del potencial de crecimiento de las exportaciones se contrarresta fuertemente por el hecho que algunas están orientadas a países como Bolivia y Ecuador, menos estables que Chile y, por lo tanto, más vulnerables a crisis económicas (el riesgo de cada uno en escala global es: Bolivia: *B1* y Ecuador: *Caa1*), lo que se contrarresta con el creciente nivel de exportaciones a Estados Unidos, país que cuenta con la más alta clasificación global (*Aaa*).

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 compañía ha presentado utilidades en los últimos años en un escenario de variaciones en el valor del acero, lo que no ha impedido que haya sufrido pérdidas en 2009, tras la fuerte baja en la demanda que generó el escenario recesivo de ese año.

Otro elemento considerado 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, 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.

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. También, se espera que su matriz no reduzca su nivel de solvencia en forma abrupta.

Entendemos que la crisis provocada por el Covid-19, en particular por la fuerte baja en el nivel de actividad para los próximos meses, probablemente afectará negativa, pero puntualmente, el balance de la compañía; no obstante, se espera que la empresa mantenga sus fortalezas estructurales las que le permitirían aprovechar las oportunidades que podrían presentarse, básicamente porque producto del debilitamiento de la economía se impulsarían planes de obras públicas. No obstante, si dichos supuestos no se dan, y la crisis genera a la compañía perjuicios no previsto, la categoría asignada podría ser revisada.

La clasificación de los títulos accionarios es "*Primera Clase Nivel 3*" dado que a diciembre de 2019 mantiene una presencia bursátil de 12,9%, sin embargo, tienen un Market Market vigente.

## 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 en el precio del insumo principal y, por ende, en 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).
- Exposición al tipo de cambio.

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2019

A diciembre de 2019, **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 340,5 millones, lo que representa un crecimiento de 9,3% respecto de diciembre de 2018. Este aumento se explica principalmente por un alza en los precios promedio de comercialización de un 11% y a la incorporación de nuevas filiales en Perú.

Los costos de explotación, en tanto, aumentaron en un 13,4% respecto a diciembre de 2018, alcanzando US\$ 293,6 millones, debido principalmente por un alza a un mayor *mix* de productos a la venta y la incorporación de las filiales en Perú. Dado lo anterior, el margen de explotación alcanzó a US\$ 46,9 millones, un 10,9% menor que en septiembre de 2017.

Los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 28,9 millones, aumentando un 13,7% en relación con el mismo periodo del año anterior, lo que se debe, principalmente, a la incorporación de las nuevas filiales en Perú.

Debido a lo anterior, el resultado operacional alcanzado en diciembre de 2019 cayó un 30,5% respecto al año anterior, llegando a US\$ 20,2 millones (US\$ 29 millones en diciembre de 2018). Por su parte, la utilidad del ejercicio fue de US\$ 5,1 millones, siendo 73,5% inferior a lo obtenido el año anterior. En tanto, el EBITDA pasó

desde US\$ 35,4 millones en diciembre de 2018 a US\$ 27,3 millones en diciembre de 2019, lo que significa una disminución de un 23% en el período.

En Perú, la compañía opera a través de las filiales Tupemesa y Calaminon, las cuales se consolidan a través del holding Cintac Perú S.A.

## 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 menor riesgo relativo dentro de su categoría.

(Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas).

### Primera Clase Nivel 3

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

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## 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 reflejada en el hecho que en Chile el consumo estimado de acero para 2018 fue del orden de las 2,6<sup>2</sup> millones de toneladas. Por su parte, **Cintac** a diciembre de 2019 vendió 303 mil toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de Perú, que representaron el 43% de los ingresos), lo que significaría que produce sobre el 11,5% del consumo interno del país. Como contrapartida, el análisis debe considerar que no todos los consumidores locales de acero forman parte del mercado objetivo del emisor. Además, se reconoce la importancia de la compañía en Perú, con una alta participación del mercado de ese país, y que a la fecha representan el 43% de los ingresos totales de la compañía.

**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 un menor impacto de los períodos de crisis

<sup>2</sup> Fuente: Asociación Latinoamericana del Acero.

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.

Cabe señalar, que la compañía ha estado trabajando en ampliar su *mix* de productos en Chile y Perú permitiéndoles alcanzar nuevos mercados como lo son el agrícola, energía solar, infraestructura vial y soluciones con mayor valor agregado en el área de la construcción.

**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 genera transferencia de *know how*, y crea un fuerte compromiso de la matriz con su filial. CAP es una entidad que según los últimos estados financieros al diciembre de 2019, tuvo ingresos por US\$ 1.590 millones, una pérdida de US\$ 89,3 millones y un patrimonio consolidado de US\$ 3.243 millones (a diciembre de 2018 tuvo ingresos por US\$ 1.917 millones, una utilidad de US\$ 174,4 millones y un patrimonio de US\$ 3.342 millones). El compromiso en el desarrollo conjunto de ambas compañías se manifiesta en la existencia de directores comunes en **Cintac** y CAP, incluido el presidente del directorio. A diciembre de 2019, CAP alcanzó un EBITDA de US\$ 199,4 millones y una deuda financiera de US\$ 961,8 millones (US\$ 533 y US\$ 827 millones en diciembre de 2018).

**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 con datos de la World Steel Association, en 2017 Chile alcanzó 168 kg. de consumo per cápita aparente<sup>3</sup>, muy inferior a los 342 kg. de EE. UU., y a los 240 kg. que promedió el mundo en ese período, lo que demuestra que hay una gran brecha susceptible de cubrir. En Perú, en tanto, el consumo per cápita aparente llega a los 148 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial es que, en los años 2017 y 2018, la producción de acero mundial creció un 6,5% y 4,9%<sup>4</sup> respectivamente.

**Capacidad de exportación:** Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, que a diciembre de 2019 alcanzan el 43% de las ventas, incluyendo 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.

Además, la compañía ha realizado nuevas inversiones en Perú durante 2018, adquiriendo, a través de su filial Steel Building S.A.C, el 70% de la empresa peruana Calaminon permitiéndole ampliar sus áreas de negocio.

<sup>3</sup> Consumo aparente: Producción + importaciones – exportaciones - cambio en *stocks*.

<sup>4</sup> 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 en Chile, Perú y los países donde la compañía destina sus exportaciones, sin perjuicio que más del 43,1% de las ventas proviene de fuera de territorio nacional.

En otro aspecto, parte importante de las ventas se orientan al sector habitacional e infraestructura vial, sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos. Lo anterior, se ve compensado en parte por 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 el acero. El precio de este insumo es esencialmente volátil, lo que dificulta una apropiada predicción de resultados futuros para la empresa y la industria (durante el período comprendido entre 2010 y 2019, el índice de precios de los metales osciló entre 85,26 y 234,69 puntos<sup>5</sup>, y durante los últimos 5 años promedio una oscilación de 118,5 puntos). 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 años con fuertes oscilaciones en el precio del acero, incluido el 2009, año de recesión mundial y de bajo precio del acero.

Producto de las fluctuaciones en el precio del acero, **Cintac** fue disminuyendo su nivel de gastos, con el fin de afrontar períodos de menores ventas, siendo beneficiada en el último tiempo con el repunte en el precio de este producto.

**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

<sup>5</sup> Fuente: IMF, Metals Price Index, 2016 = 100.



ganancia o una pérdida real por diferencia de cambio, 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

### La compañía

El objetivo principal de **Cintac** es entregar soluciones en acero para diferentes sectores económicos, tales como construcción, habitacional, industrial, comercial, vial y minería entre otros, ofreciendo una amplia gama de productos complementarios entre sí. El emisor cuenta con las siguientes empresas filiales:

- Cintac S.A.I.C.: dedicada a la producción y comercialización de productos de acero para la industria de la construcción habitacional, industrial y comercial en Chile y en el extranjero. Además, participa en el mercado de soluciones energéticas a través de Cintac Solar.
- Panal Energía SpA.: se constituyó a través de Cintac S.A.I.C. (70% de la propiedad) y se dedicada a la fabricación, instalación, comercialización y mantención de plantas de generación eléctrica y respaldo de potencia, en base a combustibles o a energías renovables no convencionales, incluyendo el desarrollo de soluciones de energía fotovoltaicas, térmicas u otras.
- Cintac Perú S.A.: opera a través de la filial Tupemesa la cual participa en el mercado de la fabricación de productos de acero y galvanizado, y la filial Calaminon la cual participa en el mercado de la construcción modular.

### 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 2019:

**Tabla N°1: Accionistas Cintac S.A.**

Accionista	Propiedad (%)
Novacero S.A.	50,93%
Pionero fondo de Inversion	11,33%
Cap S.A.	11,03%
Siglo XXI Fondo de Inversion	4,76%
Toesca Small Cap Chile Fondo de Inversion	4,17%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo Tipo C	3,33%
A.F.P. Cuprum S.A. Fondo Tipo C	2,00%
Compass Group Chile S.A.	1,44%
BCI Small Cap Chile Fondo de Inversion	1,42%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo Tipo B	1,16%

A.F.P. Provida S.A. Fondo de Pensiones Tipo C	0,96%
A.F.P. Habitat S.A. Fondo Tipo A	0,94%
Otros accionistas	6,53%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

## 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 Adriasola
Vicepresidente	María Cecilia Facetti de Savoldi
Director	Ernesto Escobar Elissetche
Director	Paul Schiodtz Obilinovich
Director	Felipe Díaz Ramos
Director	Claudia Bobadilla Ferrer

## Distribuidores, clientes, proveedores, inventarios

### Insumos y proveedores

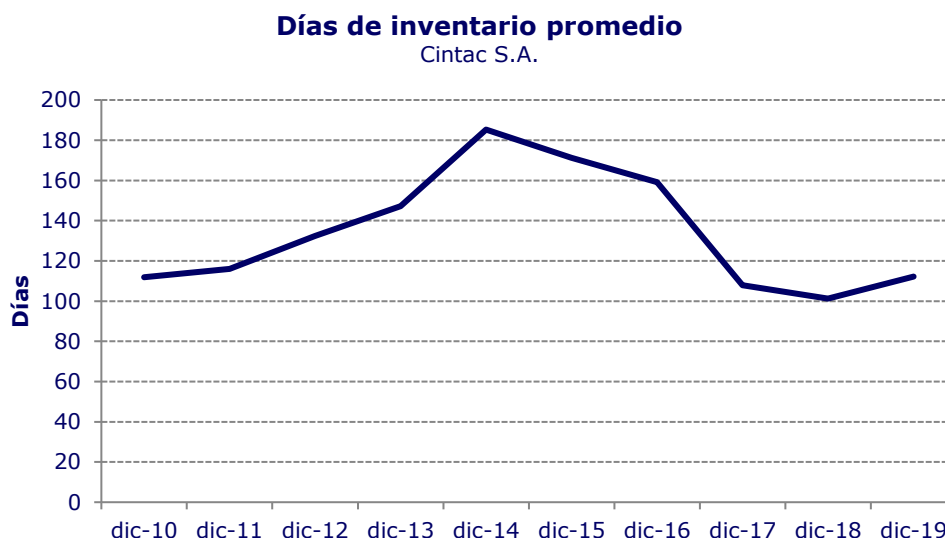
Dado el giro del negocio, el principal recurso utilizado por las empresas del grupo es el acero, representando cerca de un 70% del valor total de los insumos utilizados. Otros materiales usados corresponden a químicos, poliestireno y pinturas, además de poseer contratos de arriendo de maquinarias.

Para satisfacer sus necesidades de recursos, las filiales de **Cintac** se surten a través de una amplia gama de proveedores, donde los principales suministradores corresponden a importantes empresas de acero en el mundo y, adicionalmente, de materiales de construcción. Proveedores importantes de la empresa son Samsung C and T Corporation y Duferco S.A.

### Inventarios

Durante el período comprendido entre 2010 y 2014, el nivel de inventarios fue creciente, y obedeció principalmente a la necesidad de responder a la mayor demanda por materiales de construcción derivada del terremoto que afectó al país en 2010, y al aumento en el tamaño de la compañía, debido a la incorporación de otras empresas. No obstante, *a posteriori*, el estancamiento de la economía y de las ventas llevó a mejorar el manejo de las existencias para alcanzar un mayor nivel de eficiencia. Es así como a partir de 2015, producto de la disminución en el precio del acero observado en ese período, la compañía comenzó a minimizar su nivel de *stock*, privilegiando aquellos de mayor valor agregado, lo que se tradujo en una disminución en el número de días de inventario promedio. En 2018 la compañía aumenta nuevamente su tamaño (dada la adquisición de

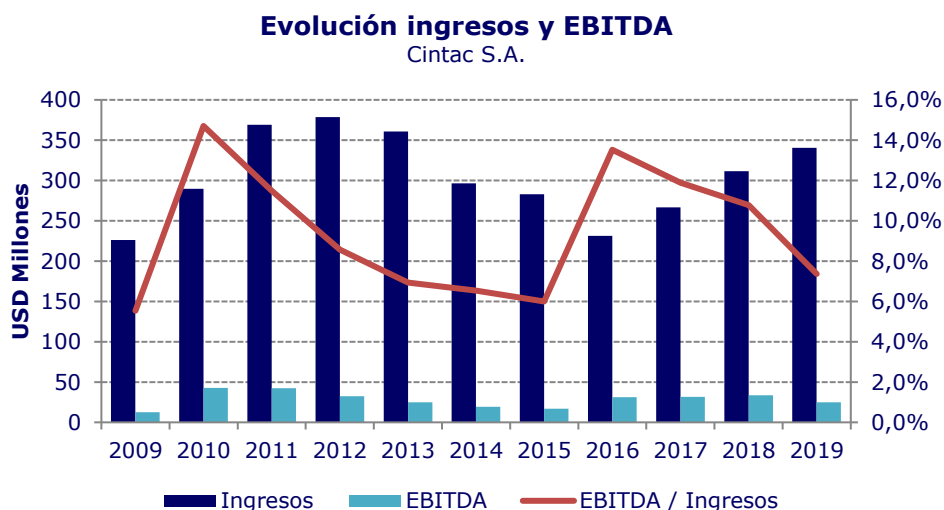
Calaminon) lo que repercute en un leve aumento en el indicador, alcanzando a diciembre de 2019 los 112 días de inventarios, mayor a los 101 días mostrados en diciembre de 2018.



## Análisis financiero<sup>6</sup>

### Evolución de ingresos, EBITDA y márgenes

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, que abarca los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2019:

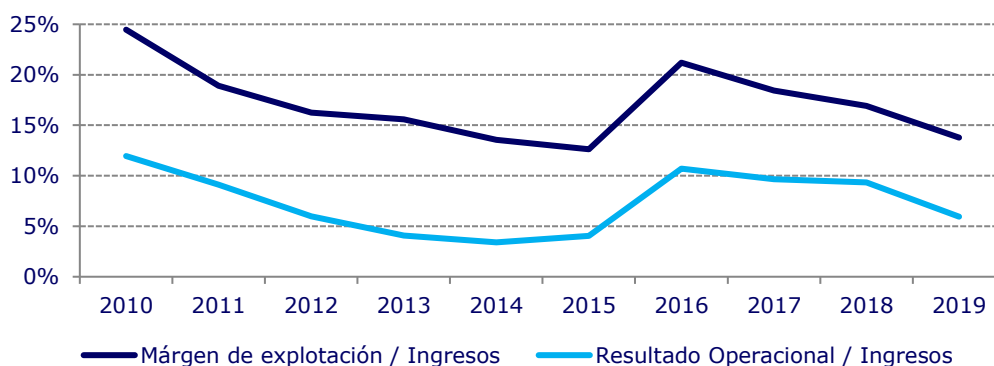


<sup>6</sup> La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009.

A contar de 2013, se observa una disminución en los ingresos de la compañía, junto a una caída en el precio de acero observado entre 2012 y 2015. En 2016, el menor nivel de ingresos se debió a que la compañía privilegió la fabricación propia, y disminuyó la reventa, lo que se tradujo en una baja en el tonelaje despachado. 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. A contar del año 2015, el EBITDA ha empezado a aumentar, hasta alcanzar US\$ 32,7 millones en 2017 y US\$ 35,7 a septiembre de 2018 (US\$ 31,3 millones en 2016 y US\$ 29,5 millones en septiembre de 2017), producto, principalmente, de la mayor cantidad de toneladas despachadas y de menores costos por la disminución de los gastos de administración y costos de distribución ocurrida desde 2016, que incrementaron fuertemente el resultado operacional de la compañía. Durante el año 2019, se observa una fuerte caída en el EBITDA, la cual obedece al tipo de cambio, el cual afectó los ingresos en Chile, sumado a la puesta en marcha de nuevas filiales en Perú, por un lado aumentando costos, y por otro provocó aumento de la deuda, y además del aumento en el costo financiero debido al crédito de largo plazo adquirido en mayo de 2019. En el período 2015-2019, el margen EBITDA ha fluctuado entre 13,5% y 6,0%, cerrando en 2019 con 7,4%.

Por su parte, a diciembre de 2019 el margen de explotación representó un 13,8% de los ingresos de **Cintac**, menor al 16,9% registrado en el mismo periodo del año anterior, lo que se debió principalmente, a un mayor costo de materias primas, en conjunto con el aumento del tipo de cambio. Por otro lado, el resultado operacional representó un 5,9% de los ingresos en diciembre de 2019 menor al 9,3% obtenido en diciembre de 2018.

### Evolución márgenes Cintac S.A.



## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez<sup>7</sup>

La deuda financiera de **Cintac** que fue disminuyendo hasta llegar a US\$ 5,0 millones en diciembre de 2017, un 72,4% inferior a lo mostrado en el ejercicio anterior, a diciembre de 2019 experimenta un aumento alcanzando US\$ 78,7 millones, esto debido a la reclasificación del largo al corto plazo de la "Put Option" de los accionistas

<sup>7</sup> 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.

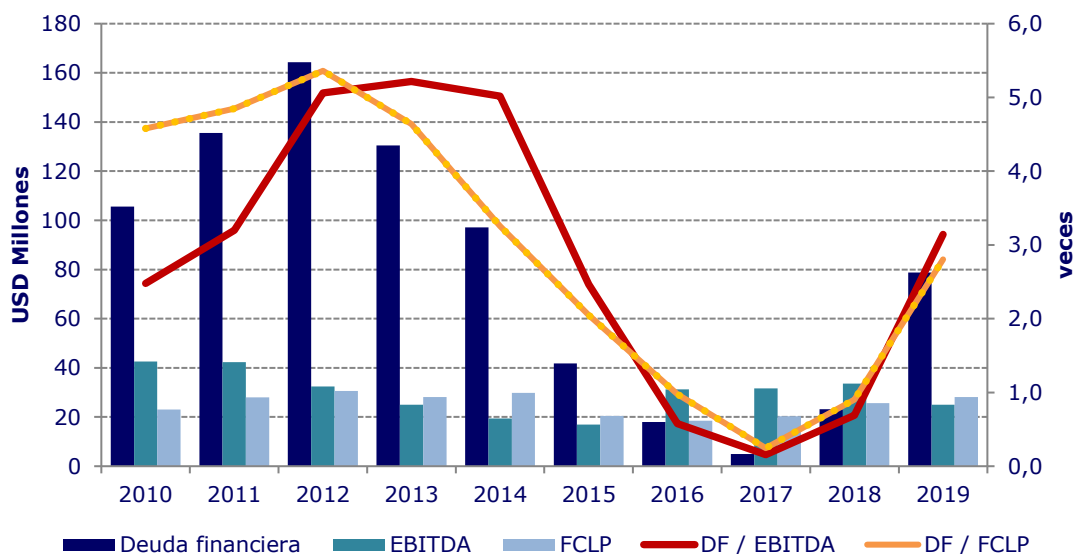
minoritarios de la empresa peruana Calaminon y, además, de los contratos suscritos con banco por US\$ 50 millones.

De la totalidad de la deuda financiera un 29,4% se ubica en la porción corriente y corresponde, principalmente, a la "Put Option", la cual corresponde a US\$ 12,9 millones; el 70,6% de la porción no corriente correspondiente a los contratos bancarios.

Entre los años 2010 y 2013, el *ratio* de endeudamiento financiero sobre EBITDA tuvo una tendencia al alza que llegó a 5,2 veces en 2013, y obedeció principalmente al incremento de 55,6% mostrado por la deuda financiera de la compañía entre 2010 y 2012, y a la disminución de 22% de su nivel de EBITDA en 2013. El menor endeudamiento financiero observado desde 2013, junto con un creciente nivel de EBITDA observado desde 2014 hizo reducir considerablemente este indicador. Sin embargo, tras la adquisición de la empresa Calaminon, el indicador volvió a aumentar desde un 0,2 en diciembre de 2017 a un 3,1 en diciembre 2019. Del mismo modo, el indicador deuda financiera sobre FCLP pasa desde 0,2 veces en 2017 a 2,8 en 2019.

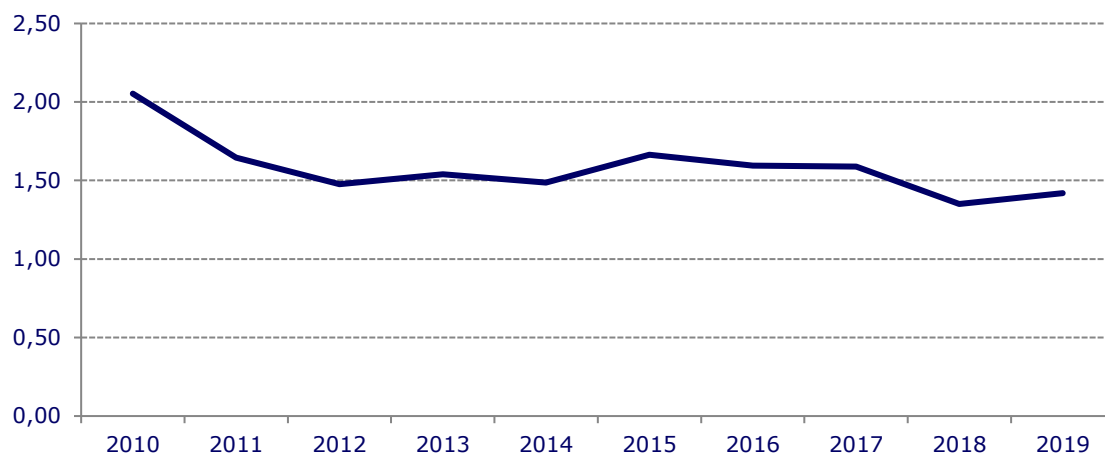
### Evolución endeudamiento financiero

Cintac S.A.



En los últimos siete años, desde 2012, la relación activos corrientes sobre pasivos corrientes, se fluctuado en torno a 1,5 veces. A septiembre de 2019 se ubica en 1,42 veces.

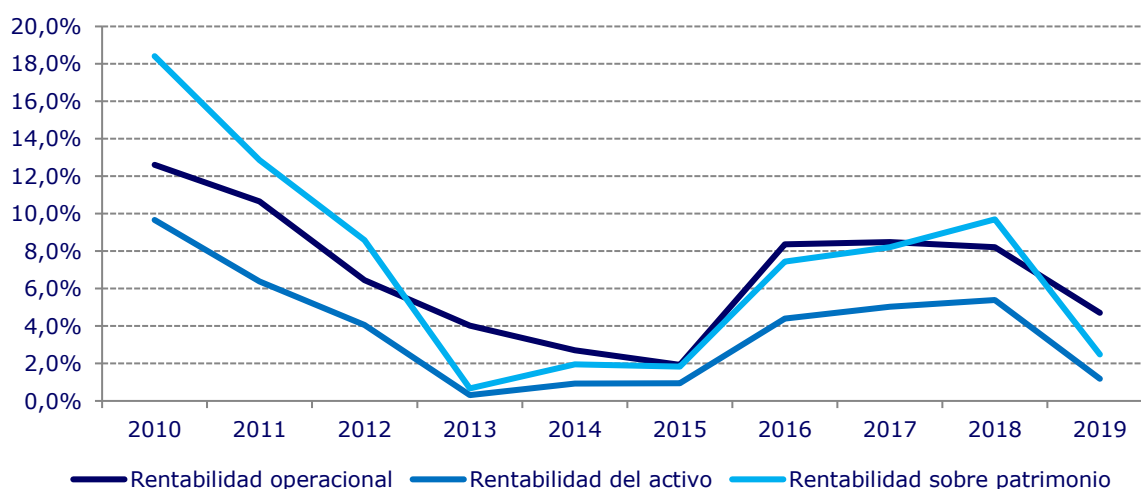
### Evolución liquidez Cintac S.A.



### Rentabilidad<sup>8</sup>

Durante el período comprendido entre 2011 y 2013 se puede apreciar una disminución del rendimiento de los activos y del patrimonio, producto de una continua disminución de las ganancias de la compañía. Esta situación comenzó a revertirse a partir de 2014 y más fuertemente en 2016 donde el resultado operacional y la utilidad de la compañía se expandieron de forma importante. Sin embargo, durante el año 2019, debido a la menor utilidad en ese ejercicio, los indicadores sufrieron fuertes caídas llegando a una rentabilidad operacional de 4,7%, una rentabilidad del activo de 1,2% y una rentabilidad sobre el patrimonio de 2,5%.

### Evolución rentabilidad Cintac S.A.

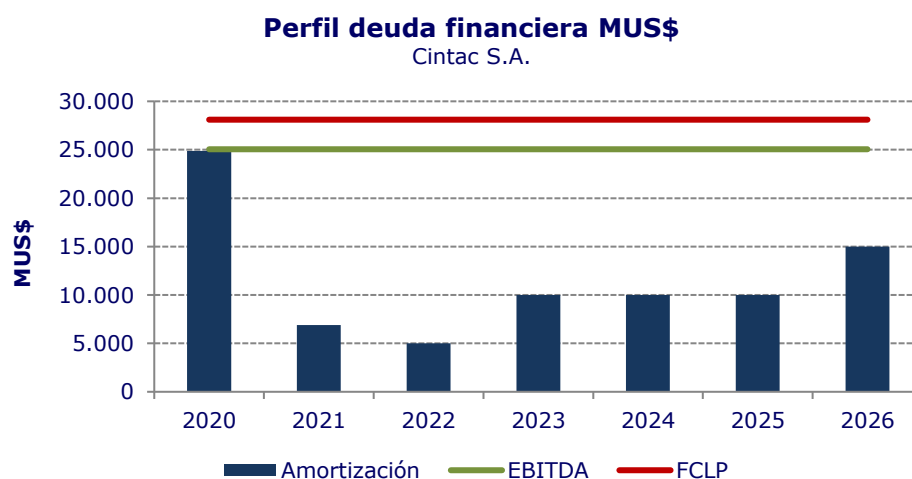


<sup>8</sup> Rentabilidad operacional activos: Resultado operacional / (Activos corrientes promedio + Propiedades, planta y equipos, promedio)  
Rentabilidad patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio

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

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP<sup>10</sup>) del emisor, dado su nivel de activo y carga financiera, es del orden de los US\$ 28,1 millones anuales; 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 2015 (el de peor rendimiento de los activos en los últimos años), pero asumiendo la actual estructura de activos y pasivos, el FCLP sería de aproximadamente US\$ 20,3 millones. Por el contrario, si la referencia es exclusivamente el año 2011, el de mejor rendimiento mostrado en los últimos años, el FCLP ascendería a cerca de US\$ 27,9 millones.

En el gráfico siguiente, se contrasta el FCLP y el EBITDA del último año, con el perfil de pago de la deuda<sup>11</sup> de **Cintac**. Se debe señalar que, en opinión de la clasificadora, se estima muy poco probable que el desempeño de un año en particular, representado por el EBITDA, 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.



En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora tiene una holgura aceptable para hacer frente a las obligaciones del año 2020, la cual se acrecienta significativamente en los ejercicios posteriores. . Con todo, el vencimiento de 2020, asumido 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,

<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.

<sup>10</sup> 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.

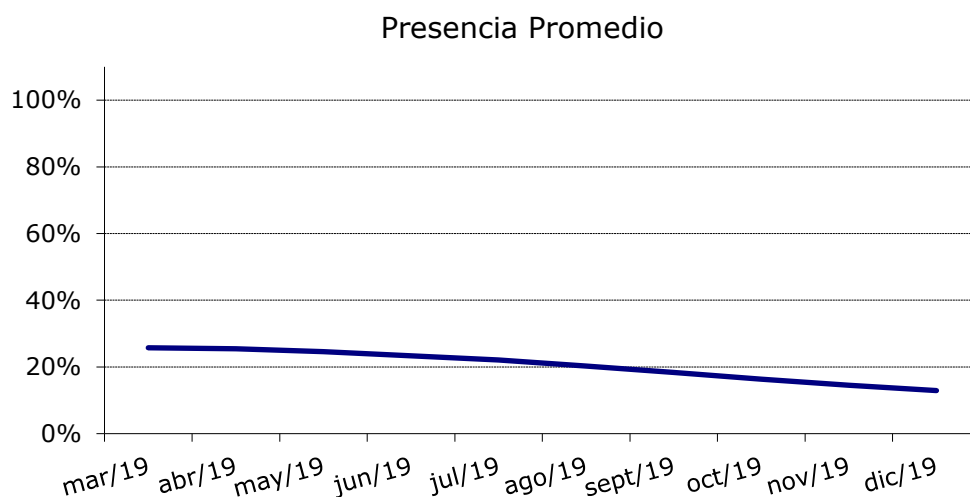
<sup>11</sup> Vencimiento de 2022 corresponde a la Opción de compra del 30% de Calaminon.

se morigera al considerar que, según datos a diciembre de 2019, los inventarios podrían castigarse en un 12% y la razón circulante aún se mantendría sobre 1,0 vez).

## Desempeño bursátil de la acción

Respecto de los indicadores bursátiles, se puede observar que, entre marzo de 2019 y diciembre de 2019, la presencia promedio de la acción posee una tendencia a la baja, pasando de 25,8% a 12,9%.

En línea con lo anterior, es importante mencionar que la compañía desde finales de 2017 cuenta con un contrato *market maker*, con una vigencia de 6 meses, renovable de forma automática a no ser que alguna de las partes ponga término a este con 30 días de anticipación.





## Ratios Financieros

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez (veces)	1,19	1,31	1,26	1,23	1,19
Razón Circulante (Veces)	1,66	1,59	1,59	1,35	1,42
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,65	1,58	1,58	1,29	1,37
Razón Ácida (veces)	0,90	0,98	1,08	0,84	0,90
Rotación de Inventarios (veces)	2,13	2,29	3,38	3,61	3,25
Promedio Días de Inventarios (días)	171,26	159,15	107,88	101,25	112,24
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,81	4,62	4,11	4,16	3,63
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	75,96	78,99	88,81	87,79	100,51
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,92	2,12	2,19	2,03	2,32
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	125,16	172,52	166,60	179,49	157,63
Diferencia de Días (días)	49,20	93,53	77,79	91,69	57,12
Ciclo Económico (días)	-122,05	-65,62	-30,09	-9,55	-55,12
<b>ENDEUDAMIENTO</b>					
Endeudamiento (veces)	0,43	0,38	0,39	0,49	0,56
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,77	0,63	0,64	0,94	1,26
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	6,04	18,62	17,03	5,99	2,68
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,47	0,58	0,16	0,69	3,26
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,41	1,74	6,37	1,45	0,31
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	30,31%	15,41%	3,97%	12,10%	31,53%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,77%	3,65%	3,96%	3,18%	0,43%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,07	5,50	8,73	8,10	1,41
<b>RENTABILIDAD</b>					
Margen Bruto (%)	12,62%	21,21%	18,44%	16,90%	13,77%
Margen Neto (%)	1,16%	5,90%	5,87%	6,18%	1,50%
Rotación del Activo (%)	88,93%	76,17%	83,42%	79,04%	73,10%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,95%	4,55%	5,25%	5,62%	1,22%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,94%	4,39%	5,02%	5,40%	1,19%
Inversión de Capital (%)	61,81%	63,58%	63,08%	64,22%	69,69%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,60	3,51	3,84	5,42	4,30
Rentabilidad Operacional (%)	1,93%	8,36%	8,48%	8,21%	4,70%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	1,83%	7,44%	8,21%	9,70%	2,49%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	83,69%	76,19%	79,31%	81,05%	84,14%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	87,38%	78,79%	81,56%	83,10%	86,23%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	3,39%	3,29%	2,86%	2,75%	3,04%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	3,64%	13,76%	13,48%	13,69%	8,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	5,99%	13,52%	11,89%	10,78%	7,36%
<b>OTROS INDICADORES</b>					
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,92%	1,32%	1,37%	5,26%	4,84%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	22,18%	26,21%	24,50%	16,31%	14,50%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,25%	0,23%
Capital sobre Patrimonio (%)	31,71%	30,57%	29,38%	28,17%	27,66%

\* Activos en Ejecución Descontados

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."*