



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analistas

Carlos Ebersperger
Tel. 56 – 2 – 433 52 19
Tel. 56 – 2 – 433 52 01
ratings@humphreys.cl

Cintac S.A.

Marzo 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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 Tendencia | A <i>Estable</i> |
| Otros Instrumentos: Acciones Tendencia | Primera Clase Nivel 2 Estable |
| EEFF base | Diciembre 2009 |

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda Vigentes

| | |
|----------------|--------------------|
| Línea de Bonos | Nº 556 de 04-11-08 |
|----------------|--------------------|

Estado de Resultados Consolidado

| M\$ a Diciembre 2009 | Dic-2005 | Dic-2006 | Dic-2007 | Dic-2008 | Dic-2009 |
|------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingreso Operacional | 107.123.526 | 160.230.000 | 192.640.221 | 195.098.142 | 120.567.993 |
| Costo Explotación | -88.540.278 | -124.753.194 | -160.887.496 | -157.818.623 | -106.083.471 |
| Gasto Administración y Venta | -7.636.490 | -14.607.232 | -17.580.180 | -17.517.246 | -14.602.716 |
| Resultado Operacional | 10.946.757 | 20.869.575 | 14.172.545 | 19.762.273 | -118.194 |
| Resultado No Operacional | -3.105.567 | -4.002.590 | -5.000.119 | -11.981.680 | -6.327.199 |
| Gastos Financieros | -1.998.029 | -4.204.345 | -4.131.235 | -4.260.853 | -2.572.960 |
| Utilidad Neta | 6.401.211 | 14.772.962 | 8.177.867 | 6.851.332 | -3.990.512 |
| EBITDA | 13.251.762 | 24.439.783 | 17.754.042 | 24.331.629 | 4.706.094 |

Balance General Consolidado

| M\$ a Diciembre 2009 | Dic-2005 | Dic-2006 | Dic-2007 | Dic-2008 | Dic-2009 |
|------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Activo Circulante | 52.586.668 | 105.561.545 | 107.645.299 | 115.799.469 | 73.735.114 |
| Activo Fijo | 25.490.856 | 51.897.130 | 55.135.495 | 58.192.755 | 55.756.223 |
| Otros Activos | 8.573.516 | -1.730.888 | -2.977.360 | -2.206.576 | -2.669.441 |
| Total Activos | 86.651.039 | 155.727.787 | 159.803.434 | 171.785.648 | 126.821.896 |
| Pasivo Circulante | 28.987.815 | 53.544.809 | 67.533.891 | 62.664.673 | 23.309.368 |
| Pasivo Largo Plazo | 17.004.970 | 26.974.792 | 15.314.523 | 27.723.204 | 34.479.253 |
| Total Pasivo Exigible | 45.993.005 | 80.519.307 | 82.848.730 | 90.388.079 | 57.788.633 |
| Patrimonio | 40.658.035 | 75.208.480 | 76.954.704 | 81.397.569 | 69.033.263 |
| Deuda Financiera | 32.538.812 | 54.210.451 | 47.846.431 | 69.659.019 | 40.804.576 |

Opinión

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

La compañía, de acuerdo a la información de los últimos estados financieros a diciembre de 2009, obtuvo ingresos consolidados anuales por US\$ 238 millones, un *EBITDA* de US\$ 9,3 millones (-81% respecto a 2008), con una deuda financiera cercana a los US\$ 80 millones, concentrada en un 81% en su porción de largo plazo (de un año o menos). La fuerte contracción del *EBITDA* responde a los magros resultados durante el primer semestre de 2009, producto de la crisis económica mundial. Sin perjuicio de ello, la empresa revirtió sus resultados en la segunda mitad del año lo que, sumado a la revitalización de la economía y al auge de la construcción post terremoto del 27 de febrero último, permiten esperar que el emisor retome los niveles de rentabilidad exhibidos con anterioridad a la crisis.

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 en "Categoría A", se sustenta en el fuerte posicionamiento que ostentan las empresas del grupo **Cintac S.A.** 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 Tubos y Perfiles Metálicos S.A. (*Tupemesa*) en el mercado peruano, la capacidad exportadora del grupo y las perspectivas de crecimiento del consumo de acero dado el bajo consumo per cápita de su segmento objetivo en Chile en comparación con los países de mayor desarrollo.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo valora el hecho de que **Cintac S.A.** sea una filial de CAP S.A., considerando en especial que la actividad productiva y comercial de la primera se enmarca dentro de la estrategia de desarrollo integral de la segunda.

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.

Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo está 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, de infraestructura vial y de proyectos industriales (en conjunto, alrededor del 50% de las ventas consolidadas), los que tienden a contraerse fuertemente en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 50% restante permite atenuar los efectos de eventuales disminuciones en el nivel de actividad económica). Esto se ve confirmado por el comportamiento de las ventas y utilidades de la empresa desde fines de 2008 hasta mediados de 2009, período que registró una fuerte baja en ambos indicadores. 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 períodos de contracción económica. En todo caso, se evalúa positivamente la flexibilidad que presenta el *mix* de productos, al ser capaz de redireccionarlos a otros rubros en caso de ser necesario.

Junto con lo anterior, **Humphreys** considera el que parte de los resultados de Cintac S.A. se originan en Perú (en torno a un 15% del *EBITDA* en tiempos normales sin crisis), país clasificado en Baa3 en escala global. Aunque esta categoría está dentro del grado de inversión, representa aun así una clasificación inferior a la de Chile, situación que puede conllevar el riesgo de transferencia de divisas, lo cual incrementa la probabilidad de reducción en los flujos disponibles ante períodos recesivos. Por otra parte, lo positivo del potencial de crecimiento de las exportaciones -actualmente en torno al 4,7% de las ventas físicas- se contrarresta fuertemente por el hecho de estar orientadas a países como Argentina, Bolivia, Ecuador, Perú y Colombia, menos estables que Chile y, por lo tanto, más vulnerables a crisis económicas (el riesgo país de cada uno es: Argentina: B3, Bolivia: B2, Ecuador: Caa3 y Colombia: Ba1).

La clasificación de riesgo también incorpora la importancia del acero dentro de los costos y precios de la empresa. El precio de este *commodity* 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 dice relación con la falta de consolidación de la industria en término de niveles de concentración, lo que si bien favorece el potencial de crecimiento a futuro de la compañía, también podría incentivar la entrada de nuevos operadores al mercado, aumentando así 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, en el caso de Cintac S.A., su liderazgo 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 se califica “Estable”, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar la capacidad de pago de la sociedad.

A futuro, la clasificación de los bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía logre seguir consolidando su posicionamiento de mercado, ampliando su capacidad de oferta y generando economías de escalas que permitan aumentar su eficiencia, especialmente bajo la nueva estructura organizacional de la empresa y sus filiales.

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.

Por su parte, la clasificación de acciones de la sociedad en “*Primera Clase Nivel 2*”, se sustenta en el alto nivel de liquidez de los títulos accionarios y la adecuada clasificación de solvencia asignada al emisor.

La tendencia de clasificación de las acciones se califica en “*Estable*”, considerando que no se evidencian elementos que pudieren afectar la capacidad de pago de la compañía.

Para la mantención de la actual clasificación se hace necesario que los títulos accionarios conserven un nivel de transacciones similar al actual y el nivel de solvencia del emisor no se deteriore significativamente.

Definición Categoría 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.

Hechos Recientes

Durante 2009, la empresa generó ingresos de explotación consolidados por \$ 120.568 millones (US\$ 238 millones), lo que representa una contracción real de 38,2% respecto al año anterior, originados en una baja de 22,8% en las ventas físicas (desde 294 mil toneladas en 2008 a 227 mil toneladas en 2009). Esto implica una disminución cercana al 19,9% en el precio promedio de cada tonelada vendida (como media de las distintas líneas de negocio), como consecuencia de la baja del precio del acero a nivel mundial fruto de la recesión económica.

Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto total de \$ 106.083 millones, lo que significó una disminución real de 32,8% en relación al año anterior, representando un 88% de los ingresos, contra un 80,9% en 2008. En consecuencia, el costo unitario por tonelada se redujo alrededor de 12,9% promedio, lo que implica que parte de la baja en precios no tuvo como reflejo una caída equivalente en los costos unitarios, disminuyendo entonces el margen operacional desde un 19,1% de las ventas hasta un 12%. Es importante destacar que las necesidades de inventarios no permiten el alineamiento entre el precio de compra de los insumos y el precio de venta de los productos finales.

Los gastos de administración y venta sumaron \$ 14.603 millones durante 2009, lo que implicó una disminución de 16,6% en comparación a los \$ 17.517 millones de 2008, baja que tiene su explicación en el avance y consolidación del proceso de excelencia operativa que se viene desarrollando desde hace un par de años en la empresa, y que entre otras medidas contempló en 2009 el traslado de una planta productiva desde la Región del Biobío a Santiago.

El resultado operacional de este período correspondió a una pérdida de \$ 118 millones (US\$ 0,23 millones), representando una reversión del resultado de \$ 19.762 millones obtenidos en 2008. En tanto, el *EBITDA* alcanzó \$ 4.706 millones (US\$ 9,3 millones), implicando una contracción de 88,2% respecto del obtenido el año anterior.

El resultado no operacional de este período alcanzó una pérdida de \$ 6.327 millones, la que se compara favorablemente a la pérdida no operacional de \$ 11.982 millones del año 2008, representando una baja real de 47,2% de la pérdida, originada principalmente por el aumento de otros ingresos y por la reversión de las pérdidas por diferencia de cambio y corrección monetaria existentes en 2008.

Por su parte, el resultado final del ejercicio alcanzó una pérdida de \$ 3.991 millones (US\$ 7,9 millones), lo que representa una disminución real de 158% con respecto al resultado del año anterior, cuando la empresa obtuvo ganancias por \$ 6.851 millones. Al analizar los resultados de 2009 de forma trimestral, se observa que en los dos primeros cuartos de 2009 **Cintac S.A.** obtuvo pérdidas, situación que se revirtió en la segunda mitad del año, lo que no impidió cerrar el ejercicio completo 2009 con pérdidas.

Las filiales y líneas de negocio chilenas experimentaron todas bajas en sus ventas físicas y valoradas durante 2009. Así, el negocio más tradicional, representado a través de Cintac S.A.I.C., vio una merma en toneladas despachadas de -7,6% y una caída en ingresos por 30,6%, evidenciando los efectos de la contracción en la actividad nacional (menores toneladas) e internacional (menores precios del acero). Más afectadas se vieron las filiales Instapanel S.A. y Centroacero S.A., con caídas de 45,1% y 33,4% en las ventas por toneladas, y de -33,4% y -46,1% en las ventas monetarias, respectivamente, lo que muestra el impacto que sufrieron los proyectos industriales y de construcciones. No obstante, en el caso de Instapanel, por ser un producto más elaborado, pudo compensarse la baja física con un alza en los valores. La filial peruana Tupemesa S.A., en tanto, evidenció la distinta dinámica vivida por la economía de Perú en relación a la chilena (se mantuvo creciendo mientras Chile se contrajo a una tasa de 1,5%), con despachos subiendo a un 5,9%, aunque las ventas monetarias se contrajeron un 5,3%.

En noviembre de 2008, Ernesto Escobar Elissetche deja su cargo como gerente general, nombrando el directorio a Jorge Eugenin Ulloa en el cargo, quien asumió sus funciones en enero de 2009. El nuevo gerente general renunció a su cargo en noviembre último, asumiendo Juan Pablo Cortés en su reemplazo en enero de 2010.

En 2009 la empresa fusionó sus filiales Instapanel S.A. y Varco Pruden S.A., conservando la fusionada el nombre de la primera empresa. Complementariamente, Cintac S.A.I.C. adquiere las licencias de sus filiales Instapanel S.A. y de Conjuntos Estructurales S.A. (esta última sufrió fuertemente el impacto de la crisis, lo que en parte explica esta reorganización), con el objeto de entregar a través de Cintac S.A.I.C. una oferta más amplia de productos y servicios. Con esto, la empresa adquiere una estructura más compacta y sinérgica, que permite complementar su oferta de mejor manera.

En abril de 2009, la empresa llevó a cabo un refinanciamiento de la deuda financiera de corto plazo con dos de sus bancos acreedores, ante la fuerte baja de demanda que estaba enfrentando y que ponía en riesgo el cumplimiento de los *covenants* asociados a tales compromisos. Esta reestructuración, que abarcó \$ 18 mil millones, permitió pasar de un perfil de deuda financiera mayoritariamente de corto plazo a uno de largo plazo. Posteriormente, producto del incumplimiento de algunos *covenants*, se negoció con los bancos acreedores, dos de los cuales eximieron a la empresa del cumplimiento de los parámetros, mientras que un tercero acordó modificar los preestablecidos, todo lo cual tuvo un costo de US\$ 72 mil.

Oportunidades y Fortalezas

Posicionamiento de Mercado: La compañía, como grupo, ha consolidado su posicionamiento de mercado, entregando un amplio *mix* de productos y servicios. Por su parte, Cintac S.A.I.C. es el líder del mercado chileno en productos de acero de uso masivo. 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, se reconoce la importancia de Tubos y Perfiles Metálicos S.A. en el mercado peruano.

Capacidad de Exportación: Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, las que actualmente alcanzan una proporción cercana al 4,7% de las ventas. La compañía, en este sentido, proyecta concentrar sus esfuerzos en los países en los cuales participa actualmente (Argentina, Bolivia, Colombia y Ecuador). Además, en 2008 la empresa decidió concentrarse en aquellos mercados menos riesgosos y de mejor margen, lo que implicó pasar de 27.600 toneladas exportadas a cerca de 11.000.

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 2008 Chile tuvo un consumo aparente¹ de 165 kg, versus los 335 kg de EE.UU.

Respaldo de CAP: La actividad productiva y comercial de Cintac S.A. se enmarca dentro de la estrategia de desarrollo integral de CAP, compañía productora de mineral de hierro y de acero. 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 80% del acero usado por **Cintac** es comprado a CAP), permite la transferencia de *know how*, y refuerza el compromiso de la matriz con su filial.

Amplio Mix de Productos: Con la adquisición de nuevas empresas filiales, la compañía ha podido 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.

Resultados Pasados y Planes de Inversión: Independientemente de lo ocurrido en el año 2009, la compañía ha presentado un positivo desempeño financiero en los años anteriores, y se visualiza una capacidad financiera adecuada para abordar los planes de inversión futuros.

¹ Consumo aparente = Producción+importaciones-exportaciones-cambio en stocks

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, de Perú y de los países donde la compañía destina sus exportaciones (sin perjuicio que sólo cerca del 4,6% de las ventas provienen de exportaciones), como quedó demostrado en el período de fines de 2008 y comienzos de 2009.

En otro aspecto, parte importante de las ventas se orientan al sector habitacional e infraestructura vial (en conjunto, alrededor del 40% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 60% 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 y otros. 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 impide que haya visto 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 S.A. 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 producto 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 S.A.**, 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 facturación 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.

Factores de Riesgo

Descripción del Negocio

Cintac S.A. se formó en 1956 para participar, inicialmente, en la fabricación de tubos de acero, sus derivados y perfiles de doble contacto. Durante el período 1975-1980 inició la expansión de sus actividades, participando en rubros distintos al tradicional, como el agroindustrial.

La empresa adquiere su nombre actual en 1992, absorbiendo en 1994 a la empresa local Compac S.A. (su principal competidor en Chile) y al año siguiente inicia un proceso de internacionalización de sus operaciones metalúrgicas, con la adquisición de la empresa Tubos Argentinos S.A. (TASA), empresa que fue separada de Cintac S.A. durante 2002.

En 1996 adquirió a la sociedad peruana Tubos y Perfiles Metálicos S.A. (Tupemesa). En 1999, **Cintac S.A.** compró los activos fijos de su competidor directo en tubos y perfiles de acero, Empresas IPAC S.A., pasando a ser una de las empresas líderes en suministrar soluciones constructivas en el mercado chileno.

Durante 2000 se formó la empresa Conjuntos Estructurales S.A. En abril de 2006, adquirió las empresas Instapanel S.A. y Varco Pruden Chile S.A., perteneciente al grupo mexicano IMSA. Asimismo, durante agosto de 2006, se materializó la compra de la empresa Centroacero S.A.

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 S.A.** 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 que **Cintac S.A.** tuviese directamente la propiedad mayoritaria de las empresas de su grupo.

En 2008, la empresa se enfocó 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.

Además, cabe destacar la estrategia de manejo de inventarios que le ha permitido atenuar los efectos del deterioro del mercado en que está inserta.

Cintac S.A. 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.

Directores y Ejecutivos

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

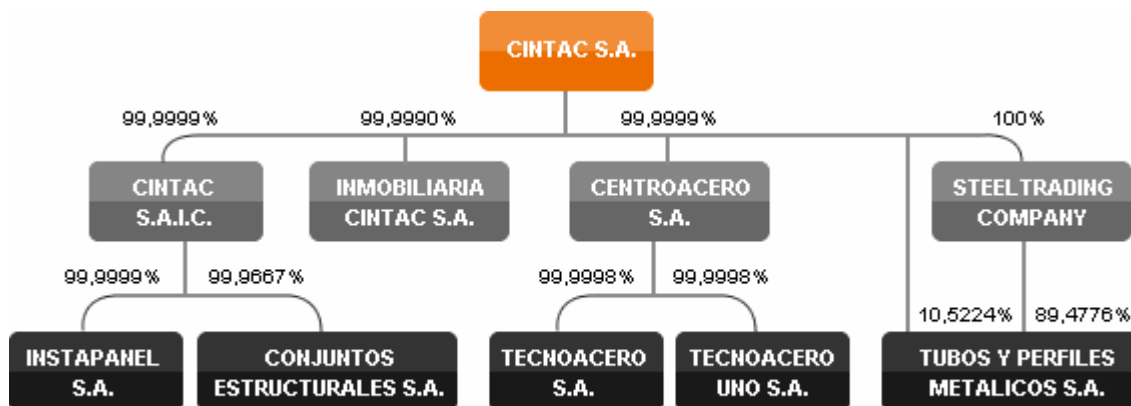
| Cargo | Nombre |
|----------------|---------------------------|
| Presidente | Roberto de Andraca Barbás |
| Vicepresidente | Juan Rassmuss Echeopar |
| Director | Eddie Navarrete Cerda |
| Director | Eugenio Valck Varas |
| Director | Isidoro Palma Penco |
| Director | Jaime Charles Coddou |
| Director | Jorge Pérez Cueto |

La administración de la compañía es la siguiente:

| Cargo | Nombre |
|--------------------------------------|----------------------|
| Gerente General | Juan Pablo Cortés B. |
| Gerente de Administración y Finanzas | Carlos Santibáñez O. |

Diversificación de Negocios

La compañía opera a través de distintas empresas que forman parte del holding **Cintac S.A.** Luego de la reestructuración ocurrida en 2009, el organigrama de la compañía posee la siguiente estructura:



Así, a la fecha de clasificación el holding se compone de las siguientes empresas:

Cintac S.A.I.C.

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

- *Aceros Cintac:* Incluye productos tales como perfiles tubulares y abiertos, cañerías y marcos de doble contacto.
- *Área habitacional:* Está compuesta principalmente por el sistema constructivo Metalcon², dirigido preferentemente al sector inmobiliario, a través de viviendas completas o segundos pisos, y al comercio y área infraestructura.
- *Área industrial:* Incluye la familia de productos TuBest, asociados a la construcción de naves industriales y galpones.
- *Área vial:* Los principales productos fabricados y comercializados por la empresa en seguridad y estructura vial son defensas camineras, postes para luminarias, marcos portaletreiros y pantallas antirruidos.

² 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.

Instapanel S.A.

Provee al mercado nacional y extranjero con una gama de productos a diversos sectores económicos: comercial-industrial; minero, forestal y productivo; vivienda y edificación; de mercados masivos; y vialidad y obras públicas. 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. Varco Pruden (ahora Instapanel) provee de edificios metálicos completos, estructura y revestimientos, con el apoyo de la licencia otorgada por Varco Pruden Buildings Inc., EE.UU., estando compuesto su mercado objetivo por clientes finales de diversos ámbitos de la economía nacional y extranjera, y por empresas constructoras que necesitan una solución integral. Para facilitar el acceso a estos mercados, el enfoque comercial está dirigido también a profesionales tales como arquitectos e ingenieros calculistas. En países de la región como Colombia, Uruguay, Argentina y Perú, cuenta con constructoras asociadas quienes están al día en la tecnología Varco Pruden, actuando en la captación de negocios.

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

- *Paneles estructurales de acero*: prepintados o zincalume, para naves industriales, comerciales y galpones de uso general.
- *Paneles estructurales prepintados con núcleo aislante de poliestireno o poliuretano*: frigoríficos, centros comerciales, industrias de procesamiento y conservación de alimentos, minería, pesca.
- *Tejas de acero gravilladas o prepintadas*: en diversos colores para uso habitacional y comercial.
- *Placas colaborantes para losas*: para edificación de viviendas, edificios 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. Posee un adecuado posicionamiento de mercado en todas sus líneas de productos, incluyendo la línea 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 metalmecánico, 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 S.A.** en 1996. Cuenta con cuatro líneas de productos:

- i) Acero Tupemesa: línea de tubos, cañerías, perfiles abiertos y ángulos de acero.
- ii) Metalcon: sistema constructivo para la fabricación de tabiques, cielos rasos y muros estructurales para viviendas
- iii) TuBest: sistema constructivo para la fabricación de galpones y naves industriales.
- iv) Instapanel: paneles de cubierta y revestimiento.

Distribuidores, Proveedores, Fuentes de Financiamiento e Inversiones

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

Por otra parte, sus principales clientes están conformados por las empresas distribuidoras anteriores más 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

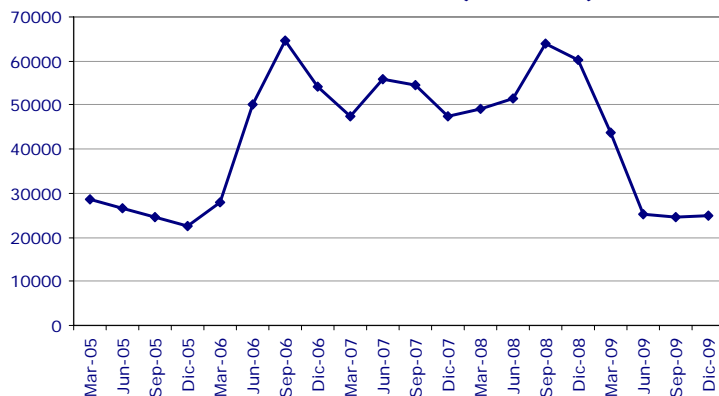
Dado el giro del negocio, el principal recurso utilizado es el acero, representando cerca de un 80% del valor total de los insumos utilizados. Otros materiales usados corresponden a químicos, poliestireno, y pinturas, además de poseer contratos de arriendo de maquinarias.

Para satisfacer las necesidades de recursos, las distintas compañías pertenecientes al *holding* Cintac, se proveen a través 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 S.A., controladora de **Cintac S.A.**

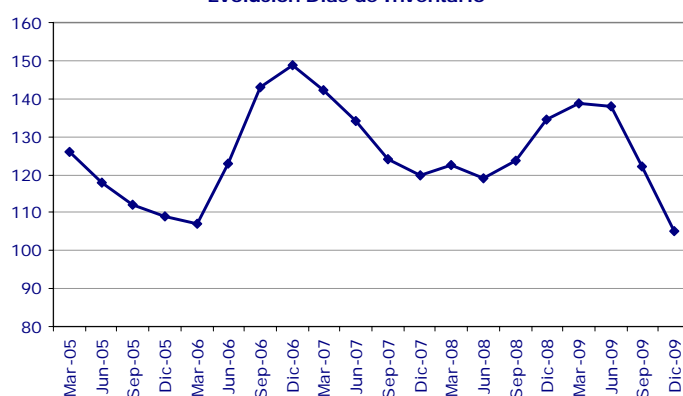
Inventarios

Los inventarios de **Cintac S.A.** desde 2006 mostraron a lo largo del año un ascenso principalmente por la incorporación de nuevas empresas al grupo, para posteriormente, en ese mismo año, alcanzar una estabilización que duró hasta mediados de 2008. Luego se incrementaron inicialmente por la inesperada baja de actividad provocada por la crisis económica, para caer posteriormente 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. Por su parte, el promedio de días de mantención de inventarios, que venía cayendo hasta comienzos de 2008, experimentó un alza hasta mediados de 2009 como consecuencia de la baja en demanda, para posteriormente caer a consecuencia del ajuste en el valor de las existencias.

Evolución Trimestral Inventarios (MM\$ Dic-09)

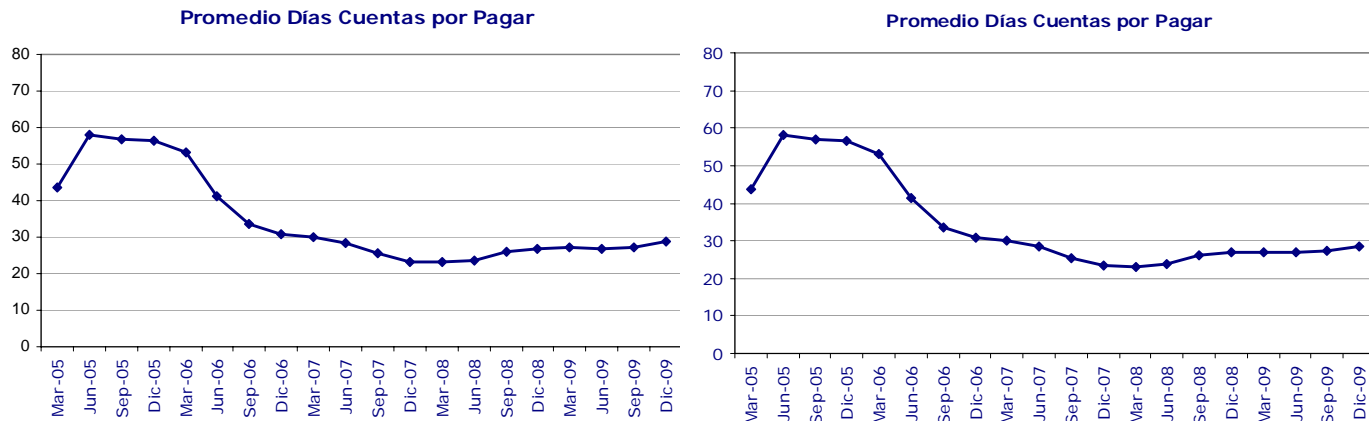


Evolución Días de Inventario



Los días promedio de las cuentas por pagar³ muestran una ligera alza desde mediados de 2008, lo que probablemente se debe tanto a que el valor de inventarios se ajusta más rápido que el de los costos de explotación ante cambios del precio del acero, como a un menor inventario necesario, y con ello un menor nivel de compra de insumos y consecuentemente de cuentas por pagar.

³ Costo de explotación dividido por Cuentas por Pagar



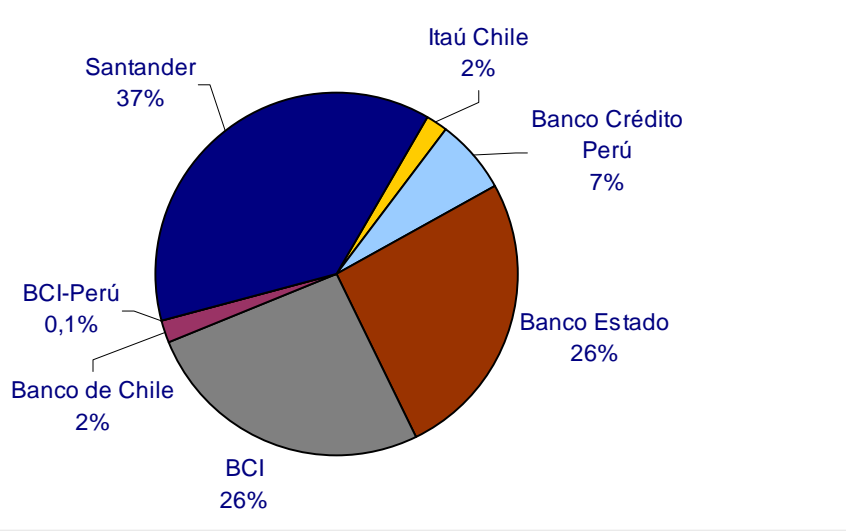
Fuentes de Financiamiento

Las principales fuentes de financiamiento de la empresa provienen, además de su patrimonio, del sistema bancario local.

Actualmente, Cintac S.A. posee una deuda de \$40.805 Millones (EEFF al 31 de diciembre de 2009). A diciembre de 2008 esta deuda estaba concentrada principalmente en el corto plazo (63%), situación que se explica por el giro del negocio, que requiere financiamiento del capital de trabajo. Sin embargo, producto de la renegociación de la deuda ocurrida en abril de 2009, el saldo de la deuda pasó a estar integrado en su mayor parte (81%) por la porción de largo plazo.

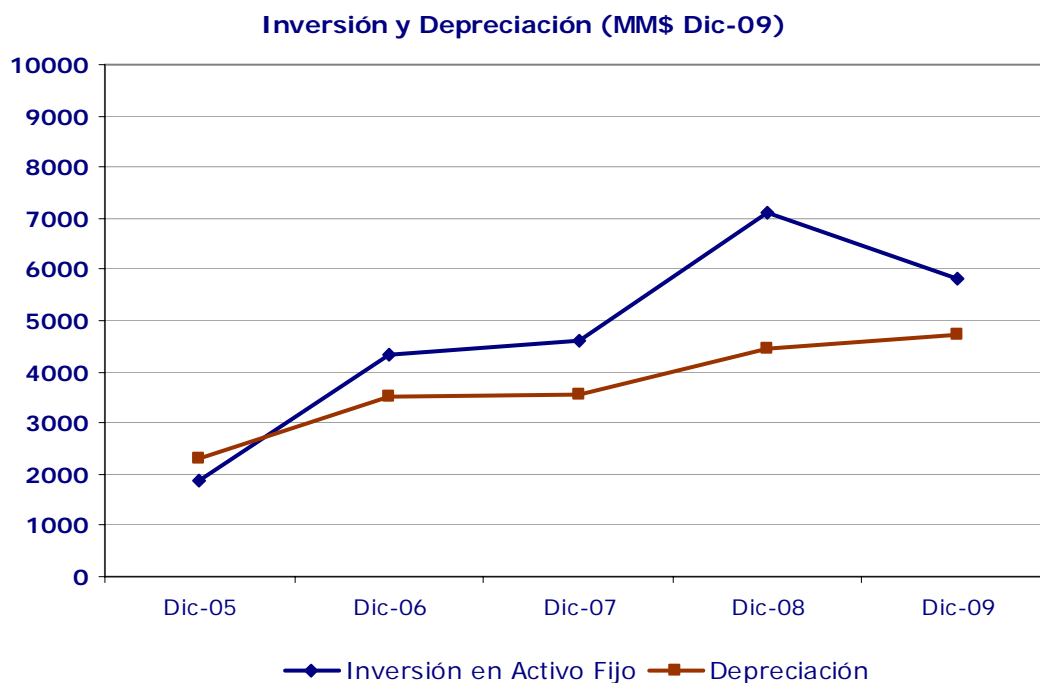
En este sentido el principal banco acreedor, en términos de saldo adeudado, es el Banco Santander, el que explica el 37% del total de los pasivos financieros, seguido por Banco Estado y BCI, cada uno con 26% de la deuda.

Distribución Deuda Bancaria, Diciembre 2009



Inversiones

Cintac S.A. invierte principalmente en maquinarias. De esta manera, para mantener y/o aumentar la capacidad productiva y generar una mejora en la eficiencia de los procesos de producción, la compañía ha invertido en los últimos años consistentemente más de lo que se deprecian sus activos. Esto queda demostrado en el siguiente gráfico, en el cual se observa que a contar del año 2006 la inversión en activo fijo supera la depreciación del periodo. En 2009, parte de la inversión consistió en el traslado de una planta de Instapanel S.A. desde Talcahuano a Santiago, para su fabricación en Cintac S.A.I.C.

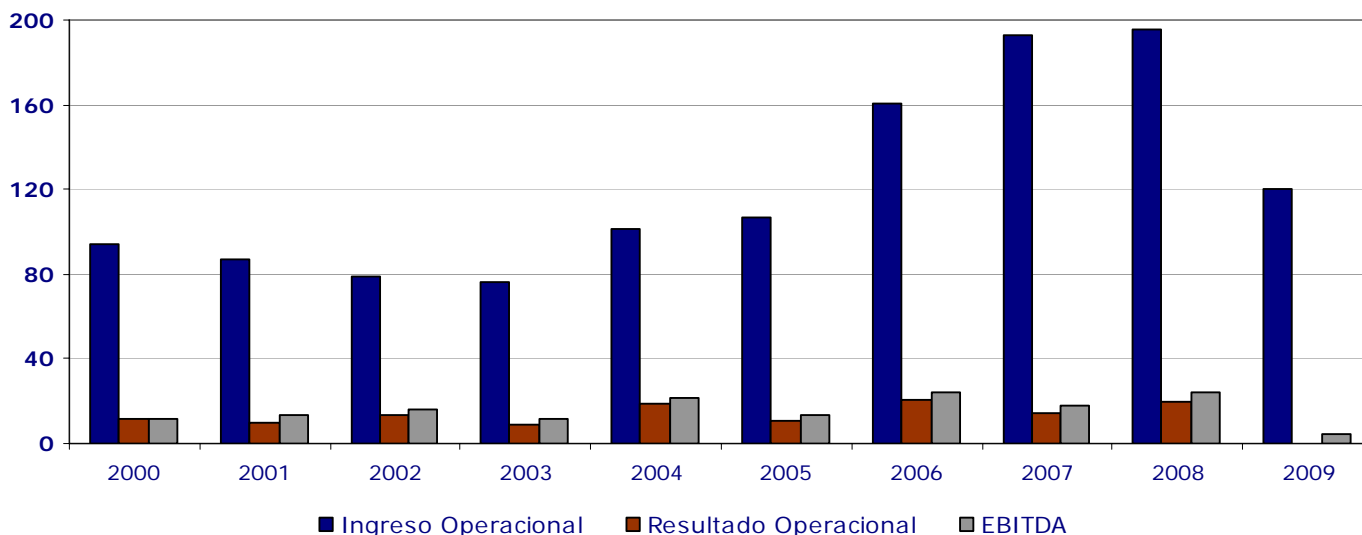


Evolución Financiera

Ingresos, Resultado Operacional y EBITDA

La evolución de los ingresos de explotación muestra cómo se han visto influenciados por la actividad económica de los países en que opera. Específicamente, en 2001 se produjo un estancamiento de la construcción en Chile y se evidenciaron los efectos de la filial de Argentina; en 2002 se separa esta última filial de **Cintac S.A.**; los resultados de 2003 no consideran los resultados de Argentina y se notan los efectos de la baja actividad en Perú; durante 2004 y 2005 se observa una mejora de los ingresos producto del aumento de los ingresos de Chile y la filial peruana. Los ingresos de 2006, 2007 y 2008 muestran el efecto de la consolidación de las nuevas filiales y de la actividad nacional, mientras que las consecuencias de la crisis económica mundial se aprecian nítidamente para 2009.

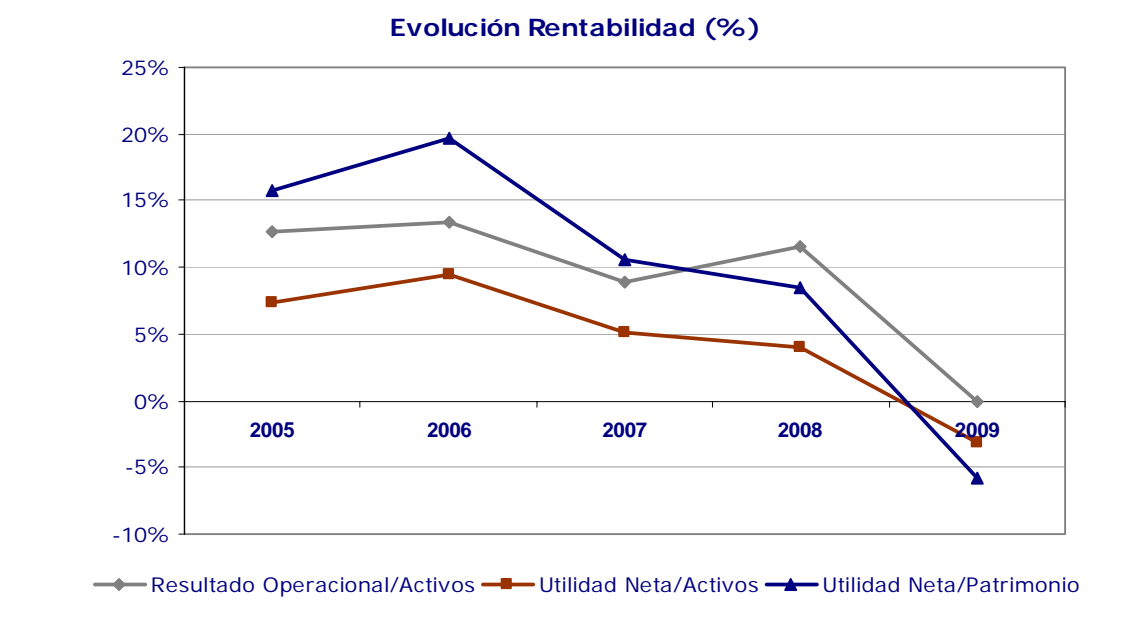
Evolución Ingresos, Resultado Operacional y Ebitda (MM\$ Dic-09)



Por su parte, el resultado operacional de **Cintac S.A.**, al igual que su *EBITDA*, muestra un resultado variable a través de los últimos años. En este sentido, durante 2005 se observó una disminución producto del aumento de los precios de las materias primas. Los resultados de 2006 evidencian un incremento producto de la incorporación de las nuevas filiales, los efectos de una mayor actividad, mejores márgenes y el menor costo promedio de inventarios. En 2007 se reflejó 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 resumen, en todos estos 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.

Rentabilidad

Los niveles de rentabilidad exhiben un comportamiento a la baja desde 2005, mostrando un quiebre momentáneo en tal tendencia en 2006 (cuando se incorporaron las empresas Instapanel S.A. y Varco Pruden Chile S.A.). Como se mencionó anteriormente, en 2007 el margen cayó, afectando los niveles de rentabilidad. 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. En 2009, al deteriorarse los precios y las ventas físicas, cae el resultado operacional y con ello la utilidad del ejercicio, impactando aun más la rentabilidad.

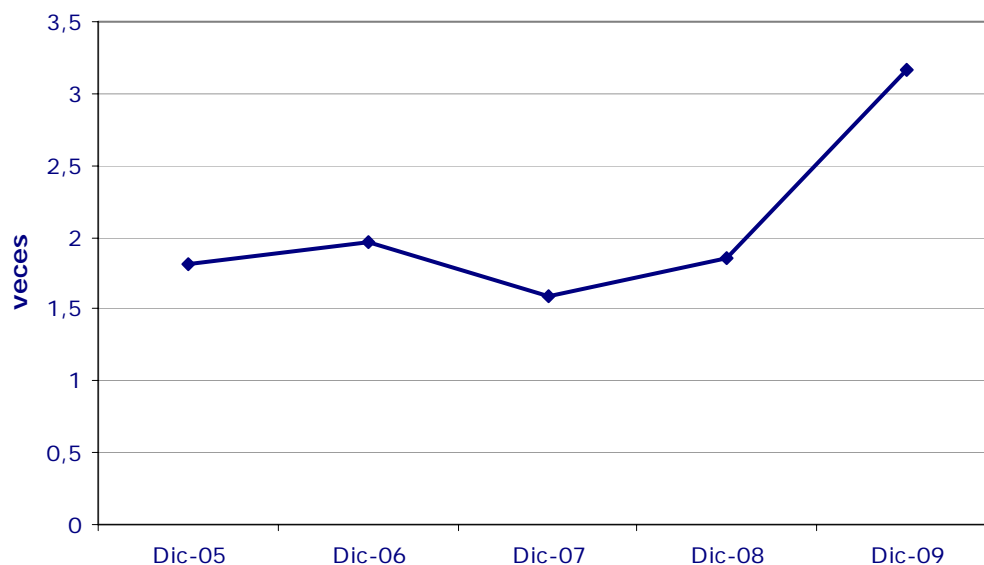


Liquidez

La razón circulante de la compañía se mantuvo en niveles de entre 1,5 y 2 en el período 2004-2008. Adicionalmente, entre 2004 y 2006 se evidencia una tendencia creciente, la que, para el año 2004, se explica por un aumento del activo circulante en los rubros disponible, existencias y deudores por venta y a una disminución del pasivo circulante, producida principalmente en los rubros obligaciones con bancos e instituciones financieras y por cuentas y documentos por pagar, producto del proceso de refinanciamiento de pasivos financieros de corto y largo plazo que la compañía inició a fines de 2003 y que concluyó durante el primer trimestre de 2004. La tendencia se quiebra en 2007, producto del aumento de sus obligaciones con bancos y del alza de las cuentas por pagar entre empresas relacionadas.

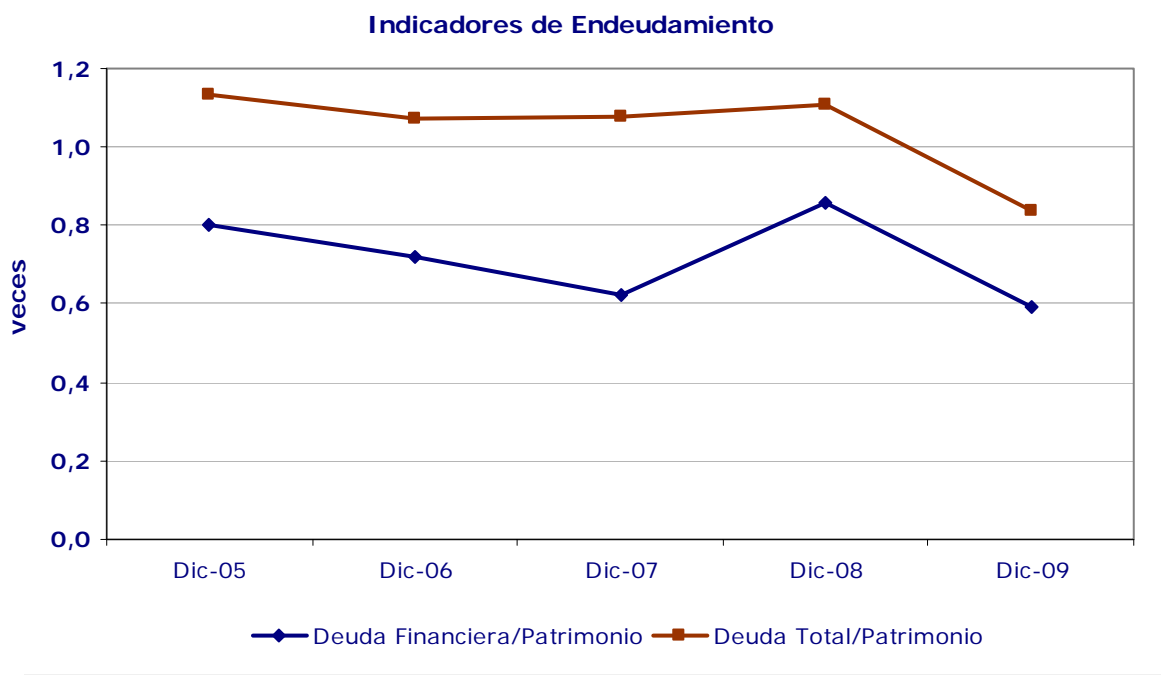
En 2008 nuevamente muestra una tendencia al alza a consecuencia de la acumulación de existencias y la disminución de cuentas a empresas relacionadas. El indicador a diciembre de 2009 experimentó una fuerte alza originada en el refinanciamiento de pasivos, los que mayormente se trasladan a un plazo de más de un año, logrando así que, pese a una baja en los activos circulantes, igualmente la razón circulante alcanzara un fuerte incremento, sobrepasando las tres veces.

Liquidez (Razón Circulante a diciembre)



Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Cintac S.A.**, medido a través de la relación entre pasivo exigible y patrimonio, se había mantenido hasta 2008 en un valor estable, en torno a 1,1 veces, disminuyendo hasta 0,84 veces en diciembre último, en parte por una baja en las cuentas por pagar (originada en la menor actividad del período), pero principalmente por la caída de la deuda financiera producto de pagos efectuados por la empresa. Por su parte, como resultado de lo anterior, la relación deuda financiera a patrimonio cayó desde cerca de 0,86 veces a 0,59 veces, manteniéndose este indicador por debajo del nivel de 1,0 vez los últimos seis años.

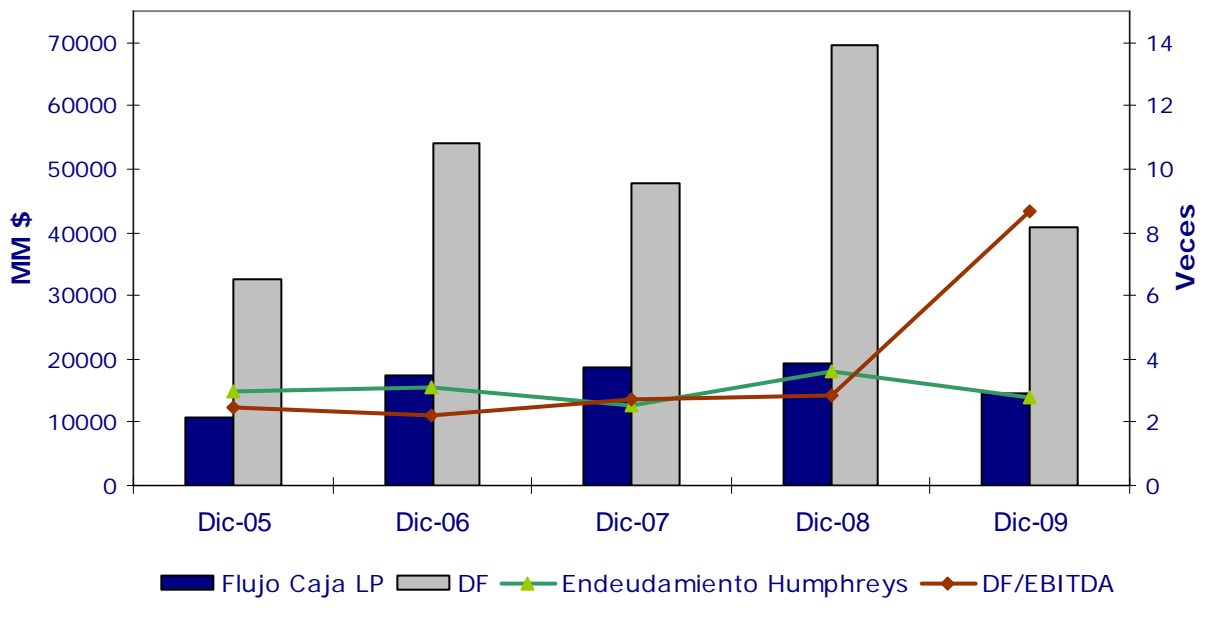


En relación con la estructura del pasivo exigible, hasta diciembre de 2008 se mantenía un 69% en su porción de corto plazo, siendo una característica histórica del endeudamiento de la empresa el que la mayor parte de su deuda fuera en su porción a corto plazo. Producto de la renegociación de los compromisos bancarios, el pasivo de largo plazo se transformó en el mayor componente de la deuda, terminando en una proporción de 60% a diciembre de 2009. Por su parte, la deuda financiera está compuesta por deuda bancaria con vencimiento menor a un año por \$ 7.592 millones y distribuida en siete instituciones, y deuda bancaria de largo plazo por \$ 33.213 millones repartida en tres bancos, con vencimientos de hasta cinco años.

Respecto al indicador de deuda financiera sobre *EBITDA*, éste tuvo un importante salto en el último período, debido principalmente a la baja del flujo generado por el menor margen operacional a consecuencia del ajuste a la baja de los precios, y a la caída en volúmenes de venta. A pesar de ello, se reconoce que en épocas más estables este índice presenta un valor adecuado, producto de la robustez de la empresa. Por su parte, el indicador de endeudamiento de *Humphreys*⁴ ha oscilado entre 2,5 y 3,6 veces, influenciado por el cambio en el nivel de activos que ha presentado la compañía en los últimos periodos, y por las variaciones de la deuda financiera.

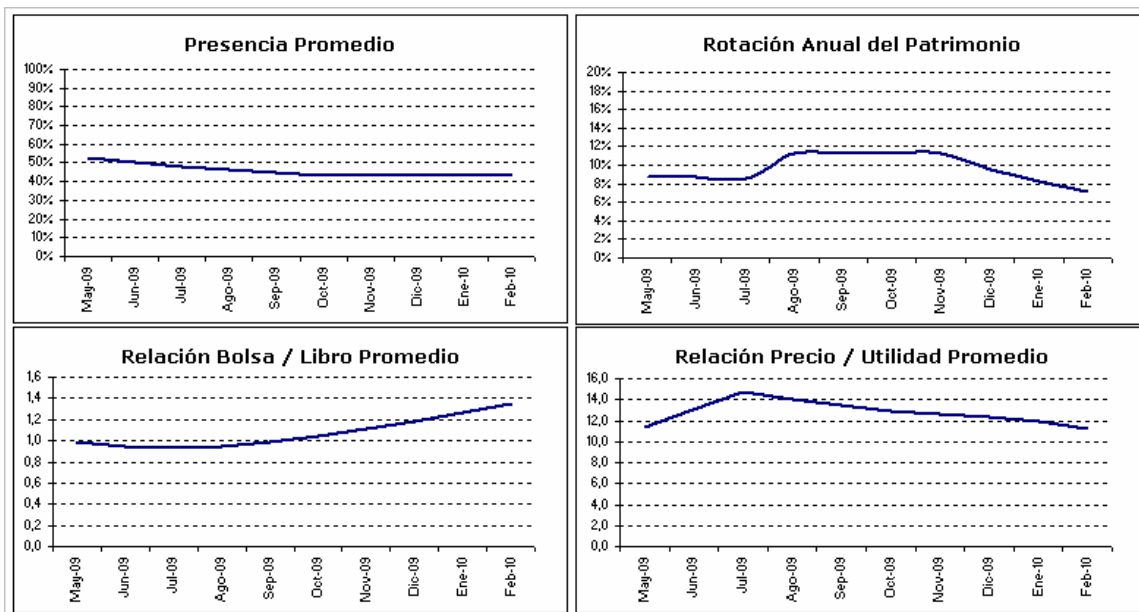
⁴ Este indicador muestra la deuda financiera sobre el flujo de caja de largo plazo, calculado con las rentabilidades promedio de los últimos cinco años sobre los activos depurados del periodo.

Indicadores de Endeudamiento



Desempeño Bursátil de la Acción

Respecto de los indicadores bursátiles, se puede observar una baja de la presencia promedio en 12 meses de la acción, desde marzo hasta mediados de 2009, para luego estabilizarse en niveles promedio del 43% a 44%. La presencia mensual ha tendido a subir en meses posteriores, ubicándose en torno al 50% entre noviembre de 2009 y febrero de 2010. De hecho, como consecuencia del repunte del precio de la acción, la relación bolsa/libro ha venido subiendo desde mediados de 2009. En definitiva, la presencia promedio de la acción es consecuente con la clasificación asignada a la acción, primera clase nivel 2.



“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”