



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 2019

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+ ¹ Estable ²
Acciones (CINTAC) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
Estados financieros	31 de diciembre de 2018 ³

Estado de resultados consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activos corrientes	246.392	228.848	250.350	197.081	176.826	187.828	214.675
Activos no corrientes	148.367	145.389	129.429	121.049	126.847	131.867	172.686
Total activos	394.759	374.237	379.779	318.130	303.673	319.695	387.361
Pasivos corrientes	165.936	148.656	168.310	118.402	110.883	118.305	157.214
Pasivos no corrientes	51.371	47.374	32.966	19.589	5.955	6.945	27.383
Total pasivos	217.307	196.030	201.276	137.991	116.838	125.250	184.597
Patrimonio	177.452	178.207	178.503	180.139	186.835	194.445	202.764
Total pasivos y patrimonio	394.759	374.237	379.779	318.130	303.673	319.695	387.361
Deuda financiera	164.298	130.523	97.124	41.823	18.006	4.978	23.148

Estado de situación financiera consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos	378.454	360.778	296.553	282.901	231.313	266.698	311.512
Costo de venta	-316.959	-304.581	-256.391	-247.191	-182.250	-217.527	-258.861
Gastos de adm. y distribución	-38.748	-41.112	-30.171	-29.182	-23.818	-23.469	-25.454
Otras ganancias (pérdidas)	-438	-342	108	4.953	-492	43	1.880
Resultado operacional	22.309	14.743	10.099	11.481	24.753	25.745	29.077
Costos financieros	-6.168	-4.827	-4.858	-4.424	-3.332	-2.586	-3.374
Ganancia	14.622	1.191	3.478	3.273	13.651	15.660	19.256
EBITDA⁴	22.309	24.679	19.472	21.429	30.597	31.551	35.461

¹ Clasificación anterior: A.

² Tendencia anterior: Favorable.

³ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

⁴ 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., Tupemesa S.A. y Steel Building S.A.C (presencia en Perú), 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 septiembre de 2018, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 234,8 millones, un EBITDA de US\$ 29,3 millones, una deuda financiera de US\$ 13,2 millones y un patrimonio de US\$ 202,9 millones.

Humphreys modificó la clasificación de solvencia de **Cintac**, desde "Categoría A" a "Categoría A+", dado que la compañía ha mantenido el bajo nivel de deuda financiera que se observa desde 2015, en conjunto con un control más eficiente de los costos de administración y distribución y del crecimiento en Perú, permitiendo una mayor diversificación de sus áreas de negocio.

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 A+ favorable por **Humphreys**), 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: *Ba3* y Ecuador: *B3*), 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.

La clasificación de los títulos accionarios es "*Primera Clase Nivel 3*" dado que a diciembre de 2018 mantiene una presencia bursátil promedio de 24,4%.

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).

Hechos recientes

Resultados a septiembre de 2018

A septiembre de 2018, **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 234,8 millones, lo que representa un crecimiento de 19,5% respecto de septiembre de 2017. Este aumento se explica principalmente por un alza en los precios promedio de comercialización de un 16% y a un aumento de 3,0% en el tonelaje despachado.

Los costos de explotación, en tanto, aumentaron en un 20,5% respecto a septiembre de 2017, alcanzando US\$ 194,0 millones, debido principalmente por un alza a un mayor tonelaje vendido, a un aumento en el precio de la materia prima y a un mayor *mix* de productos a la venta, aminorado por menores costos de fabricación. Dado lo anterior, el margen de explotación ascendió a US\$ 40,7 millones, un 15,1% mayor que en septiembre de 2017.

Los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 18,8 millones, aumentando un 8,9% en relación con el mismo periodo del año anterior, lo que se debe, principalmente, por los gastos de Calaminon que fueron consolidados luego de su adquisición.

Debido a lo anterior, el resultado operacional alcanzado en septiembre de 2018 creció un 38,4% respecto al año anterior, llegando a US\$ 25,2 millones (US\$ 18,2 millones en septiembre de 2017). Por su parte, la utilidad del ejercicio fue de US\$ 16,8 millones, siendo 54,0% superior a lo obtenido el año anterior. En tanto,

el EBITDA pasó desde US\$ 22,6 millones en septiembre de 2017 a US\$ 29,9 millones en septiembre de 2018, lo que significa un incremento de 32,7% 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 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.

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 2,8⁵ millones de toneladas. Por su parte, **Cintac** a septiembre de 2018 (anualizado) vendió 311 mil toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de su filial en Perú y las exportaciones, que en conjunto representaron el 27,9% 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 acero 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, y que en los últimos tres años ha promediado el 25,6% de los ingresos 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 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.

⁵ Fuente: Asociación Latinoamericana del Acero.

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 30 de septiembre de 2018, tuvo ingresos por US\$ 1.461 millones, una utilidad de US\$ 134,9 millones y un patrimonio consolidado de US\$ 3.332 millones (a septiembre de 2017 tuvo ingresos por US\$ 1.381 millones, una utilidad de US\$ 136,2 millones y un patrimonio de US\$ 3.238 millones). El compromiso en el desarrollo conjunto de ambas compañías se manifiesta en la existencia de directores comunes en **Cintac** y CAP, incluido el presidente del directorio. A septiembre de 2018, CAP alcanzó un EBITDA de US\$ 404,9 millones y una deuda financiera de US\$ 831,5 millones (US\$ 417,6 y US\$ 1.136,4 millones en septiembre de 2017).

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 175,6 kg. de consumo per cápita aparente⁶, muy inferior a los 338,0 kg. de EE.UU, y a los 228,4 kg. que promedió el mundo en ese período, lo que demuestra que hay una gran brecha susceptible de descubrir. En Perú, en tanto, el consumo per cápita aparente llega a los 133,0 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es que entre los años 2000 y 2017, la producción de acero mundial creció un 99%⁷.

Capacidad de exportación: Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, que a septiembre de 2018 alcanzan el 27,9% 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.

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.

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

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

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

actividad interna en Chile, Perú y los países donde la compañía destina sus exportaciones, sin perjuicio que más del 27% 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 (en conjunto, alrededor del 66,4% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 33,6% restante permite atenuar los efectos de eventuales disminuciones en el nivel de actividad económica). 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 2018, el índice de precios de los metales osciló entre 85,26 y 234,69 puntos⁸). 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 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.

⁸ Fuente: IMF, Metals Price Index, 2016 = 100.

Aspectos generales

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.
- **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.
- **Steel Trading Company Inc.:** junto a su filial Tupemesa S.A. tienen como objetivo la creación de soluciones en acero en Perú, principalmente para los sectores de la construcción, industria e infraestructura de ese país.
- **Steel Building S.A.C:** junto a su filial peruana Calaminon se dedican a la creación de coberturas metálicas, paneles termoaislantes, puertas termoaislantes y perfiles metálicos para todo tipo de clientes.

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 2018:

Tabla N°1: Accionistas principales

Accionista	N° de acciones	Propiedad (%)
Novacero S.A.	224.014.411	50,93%
Fondo de Inversión Moneda Pionero	52.923.000	12,03%
CAP S.A.	48.514.030	11,03%
Fondo de Inversión Siglo XXI	20.741.685	4,72%
AFP Habitat S.A. Fondo tipo C	14.654.734	3,33%
Fondo de Inversión Toesca Small Cap Chile	10.931.865	2,49%
AFP Cuprum S.A. Fondo tipo C	8.079.504	1,84%
AFP Habitat S.A. Fondo tipo B	6.561.950	1,49%
BCI Small Cap Chile Fondo de inversión	6.020.976	1,37%
Compass Group Chile S.A. Adm. Gral. De Fondos	5.424.878	1,23%

AFP Cuprum S.A. Fondo tipo A	5.136.818	1,17%
AFP Habitat S.A. Fondo tipo A	4.512.669	1,03%
Otros accionistas	17.194.234	7,34%
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	Erick Weber Paulus
Vicepresidente	Felipe Díaz Ramos
Director	Ernesto Escobar Elissetche
Director	Roberto de Andraca Adriasola
Director	Paul Schiodtz Obilinovich
Director	Raúl Gamonal Alcaino
Director	Claudia Bobadilla Ferrer

La administración de la compañía es la siguiente:

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

Cargo	Nombre
Gerente General	Javier Eduardo Romero Madariaga
Gerente de Operaciones	Juan Esteban Fonseca González
Gerente de Innovación y Desarrollo	José Antonio Aguirre Silva
Gerente Comercial	Mauricio Andrés Maturana Baez
Gerente de Finanzas	Miguel Enrique Reyes Gómez

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 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 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 Dufenco 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 septiembre de 2018 los 114 días de inventarios, mayor a los 108 días mostrados en diciembre de 2017.

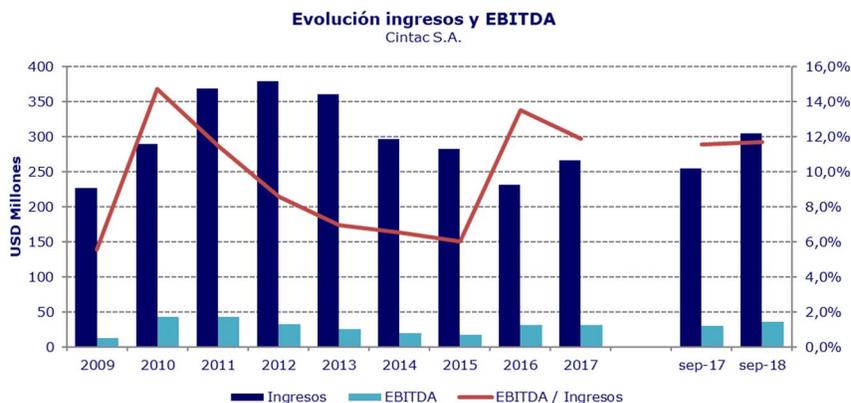


Análisis financiero⁹

Evolución de ingresos, EBITDA y márgenes

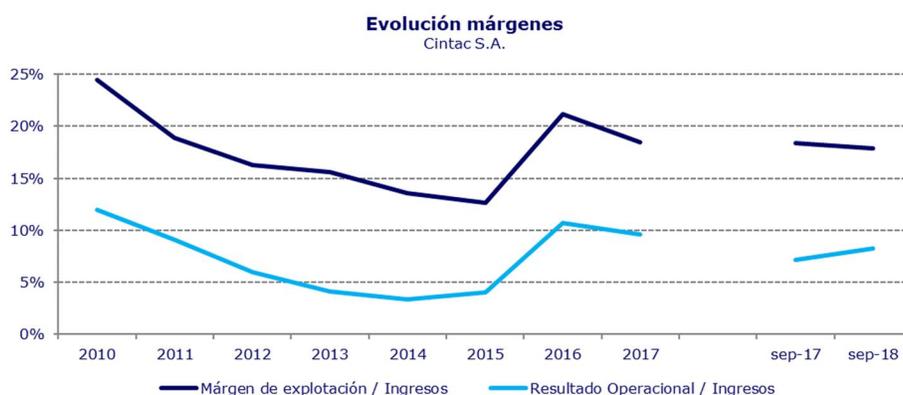
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, que abarca los ejercicios anuales comprendidos entre 2010 y septiembre de 2018 anualizado:

⁹ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a septiembre de 2018.



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. En el período 2010-2018, el margen EBITDA ha fluctuado entre 14,7% y 6,0%, cerrando en septiembre de 2018 con 11,7%.

Por su parte, a septiembre de 2018 el margen de explotación representó un 17,9% de los ingresos de **Cintac**, menor al 18,4% registrado en el mismo periodo del año anterior, lo que se debió principalmente, a un mayor costo de materias primas. Por otro lado, el resultado operacional representó un 8,3% de los ingresos en septiembre de 2018 mayor al 7,2% obtenido en septiembre de 2017.

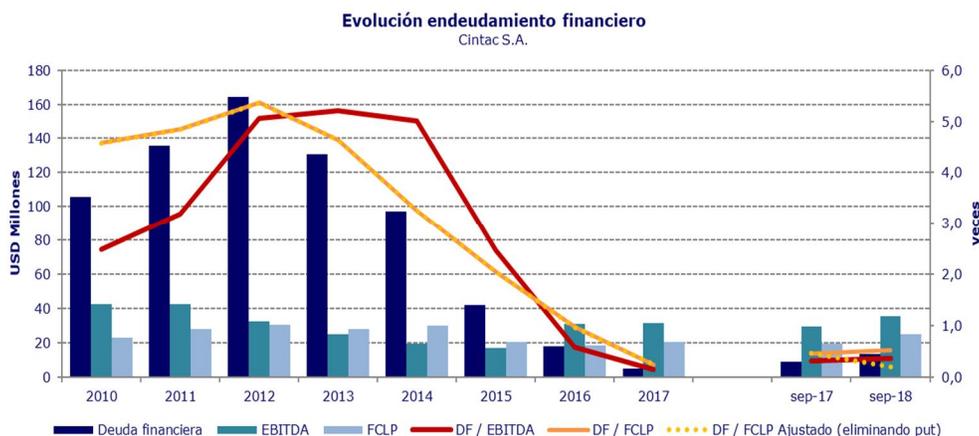


Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez¹⁰

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 septiembre de 2018 experimenta un aumento alcanzando US\$ 13,3 millones, esto debido al alza de otros pasivos financieros no corrientes que corresponden a una "Put Option" de los accionistas minoritarios de la empresa peruana Calaminon, adquirida por **Cintac** en un 70% en julio de 2018. La opción de compra se podría ejercer en 2022.

De la totalidad de la deuda financiera un 42,2% se ubica en la porción corriente y corresponde, principalmente, a un préstamo con entidades financieras y a pasivos de cobertura (72,7% y 20,4 del total de pasivo corriente, respectivamente); el 57,8% de la porción no corriente correspondiente a la opción de compra de los accionistas minoritarios de Calaminon.

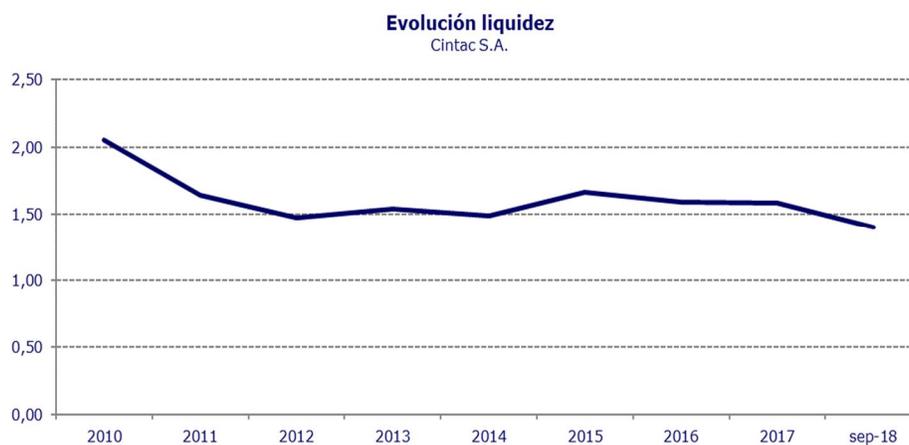
Entre los años 2010 y 2013, el *ratio* de endeudamiento financiero sobre EBITDA tuvo una tendencia al alza que llegó a 5,2 veces en 2013, y obedeció principalmente al incremento de 55,6% mostrado por la deuda financiera de la compañía entre 2010 y 2012, y a la disminución de 22% de su nivel de EBITDA en 2013. El menor endeudamiento financiero observado desde 2013, junto con un creciente nivel de EBITDA observado desde 2014 ha hecho reducir considerablemente este indicador en los últimos cuatro años, pasando desde 5 a 0,4 veces a septiembre de 2018. Del mismo modo, el indicador deuda financiera sobre FCLP pasa desde 3,3 veces en 2014 a 0,5 en septiembre de 2018, aunque levemente superior a diciembre de 2017 cuando no se tenía la opción de compra del 30% faltante de Calaminon. Sin embargo, si se ajusta el indicador eliminando la "Put Option" este indicador alcanza las 0,2 veces, al igual que en diciembre de 2017.



Desde 2010 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, incrementándose a 1,7 veces en 2015. En el último período, este indicador disminuyó levemente respecto de diciembre de 2017 alcanzando las 1,4 veces, debido a un menor crecimiento porcentual de los activos corrientes en versus los pasivos corrientes.

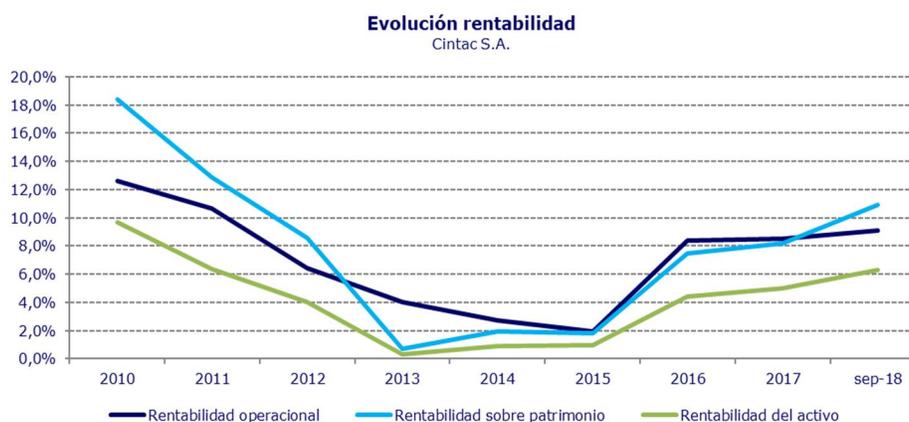
¹⁰ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Los activos corrientes crecieron por mayores volúmenes de cuentas por cobrar e inventarios producto de la nueva adquisición y los pasivos corrientes aumentaron debido a mayores cuentas por pagar a proveedores por el alza de los precios de materias primas.



Rentabilidad¹¹

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, lo que se mantuvo durante 2017 y septiembre de 2018 mostrando una continua mejoría en los indicadores de rentabilidad operacional, sobre patrimonio y del activo de 9,1%, 10,9% y 6,27%, respectivamente.

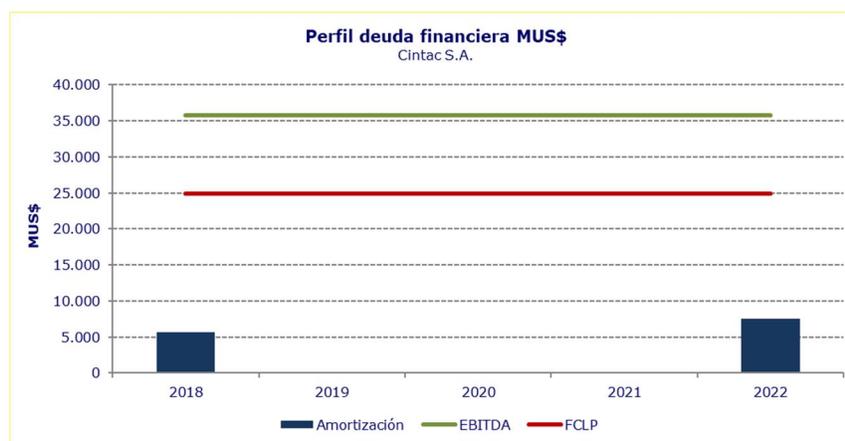


¹¹ Rentabilidad operacional activos: Resultado operacional / (Activos corrientes promedio + Propiedades, planta y equipos, promedio)
Rentabilidad patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio

Generación de flujos y perfil de pago de la deuda¹²

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP¹³) del emisor, dado su nivel de activo y carga financiera, es del orden de los US\$ 24,8 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\$ 15,5 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\$ 41,2 millones.

En el gráfico siguiente, se contrasta el FCLP y el EBITDA del último año, con el perfil de pago de la deuda¹⁴ 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 es más que suficiente para responder a la totalidad de sus obligaciones financieras, quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos. Con todo, el vencimiento de 2018, 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

¹² Los supuestos y criterios para este análisis son de responsabilidad exclusiva de **Humphreys** y no necesariamente son compartidos por la sociedad emisora.

¹³ 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.

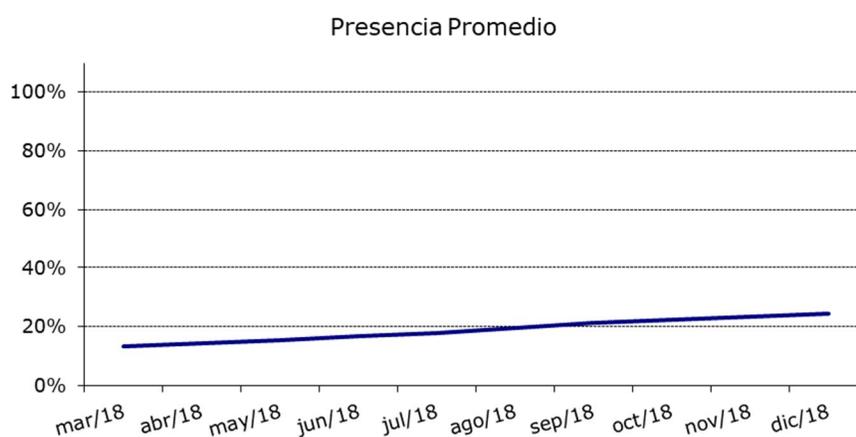
¹⁴ Vencimiento de 2022 corresponde a la Opción de compra del 30% de Calaminon.

de existencias, se morigerara al considerar que, según datos al 30 de septiembre de 2018, los inventarios podrían castigarse un 85% 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 2018 y diciembre de 2017, la presencia promedio de la acción posee una tendencia al alza, pasando de 13,2% a 24,4%.

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.



"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."