



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Cintac S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

FECHA

Marzo 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	A¹
Tendencia	Observación²
Acciones (CINTAC)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre 2022

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M US\$	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	311.512	340.520	389.059	558.931	446.766
Costo de ventas	-258.861	-293.617	-323.331	-437.133	-432.871
Ganancia bruta	52.651	46.903	65.728	121.798	13.895
Gastos de adm. y distr.	-25.454	-28.942	-32.422	-53.681	-46.680
Otras ganancias (pérdidas)	1.880	-2.254	-5.076	-8.040	-7.603
Resultado operacional	29.077	15.707	28.230	60.077	-40.388
Costos financieros	-3.374	-6.674	-11.417	-9.681	-16.793
Utilidad del ejercicio	19.256	5.096	10.536	34.934	-48.051
EBITDA ³	33.581	28.291	49.509	90.369	-14.028

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M US\$	2018	2019	2020	2021	2022
Activos corrientes	221.443	265.486	343.654	356.258	335.160
Activos no corrientes	172.686	197.785	367.218	323.866	339.039
Total activos	394.129	463.271	710.872	680.124	674.199
Pasivos corrientes	163.982	186.894	319.505	371.638	376.033
Pasivos no corrientes	27.383	69.873	129.455	96.150	135.954
Total pasivos	191.365	256.767	448.960	467.788	511.987
Patrimonio total	202.764	206.504	261.912	212.336	162.212
Total patrimonio y pasivos	394.129	463.271	710.872	680.124	674.199
Deuda financiera ⁴	23.148	81.125	105.852	161.739	234.485

¹ Clasificación anterior: Categoría A+.

² Tendencia anterior: Estable.

³ EBITDA calculado como margen bruto – gastos de administración y distribución + depreciación y amortización.

⁴ La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos desde el año 2019 en adelante.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Cintac S.A. (Cintac) y sus filiales operativas en Chile y en Perú, tienen como objetivo ofrecer soluciones en acero y otras materialidades para diversos sectores, entre los que se destacan construcción, infraestructura vial, minería, agrícola y energía 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, durante 2022 la compañía obtuvo ingresos consolidados por US \$ 446,8 millones, un EBITDA negativo de US \$ 14,0 millones, una deuda financiera de US \$ 234,5 millones y un patrimonio de US \$ 162,2 millones.

El cambio de clasificación de solvencia de **Cintac** desde "Categoría A+" a "Categoría A", se debe principalmente al incremento de los indicadores de endeudamiento relativo debido al deterioro del desempeño financiero de la compañía, presionando la liquidez. En los hechos, la deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo pasó de un promedio de 2,4 veces entre 2018 y 2021 a 7,9 veces en 2022, en tanto el pasivo exigible sobre patrimonio que promediaba 1,5 veces en el mismo periodo, fue de 3,2 veces en 2022. Lo anterior, se ha dado en un contexto macroeconómico y político complejo, dado por la baja en los niveles de actividad en Chile y Perú (en especial en el sector construcción donde la compañía posee alta presencia), la fuerte acumulación de inventarios, menores precios y alzas de costos relativos, afectando fuertemente los flujos, en especial de las inversiones en Perú. La presión sobre la liquidez se evidencia al contrastar el EBITDA negativo por US \$ 14 millones de 2022 (en comparación a los US \$ 90,4 millones de 2021 y US \$ 49,5 millones de 2020) con los compromisos financieros de corto plazo que alcanzan los US \$ 131 millones, siendo necesario el refinanciamiento de estos últimos.

Adicionalmente, la tendencia de la clasificación se pasa desde "Estable" a "En Observación" dado que **Humphreys** se mantendrá monitoreando el resultado del proceso de reestructuración de la deuda con acreedores, la evolución de la liquidez y de los flujos de la compañía (considerando que si bien los flujos provenientes del mercado local aún se encontrarían con bajas expectativas, se espera una mejora o tendencia al alza en los resultados de las inversiones en Perú, dada la adjudicación de múltiples proyectos).

Dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de solvencia en "Categoría A", destaca el que **Cintac** sea una filial de CAP S.A., sociedad de elevada importancia en su rubro, con un perfil y posición financieras satisfactorios. Al respecto, cabe mencionar que la actividad productiva y comercial del emisor se enmarca en 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, 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 en gran parte al acero), los resultados

satisfactorios exhibidos en el pasado (al margen del 2022) incluso bajo un contexto de volatilidad de precios del acero, y una capacidad financiera adecuada en caso de tener un plan de inversión futuro, que se ha evidenciado en la facultad de la compañía de crecer inorgánicamente en los últimos años, en primera instancia con la adquisición de Calaminon y Sehover en Perú y luego al incorporar Promet Servicios en Chile (que también tiene presencia en Perú).

Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo se encuentra la dependencia 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. 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. Además, se evalúa positivamente la diversificación que ha implementado la compañía en los últimos años, atendiendo a nuevos sectores como lo son educación, salud y minería.

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, lo que implica un mayor riesgo soberano al de Chile, reflejando implícitamente el riesgo de la convertibilidad de las divisas en dicho país.

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.

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.

La exposición al tipo de cambio se incorpora como un riesgo dada la naturaleza de las operaciones de algunas de sus filiales en moneda local, donde existe una posición financiera neta en dólares estadounidenses. Sin embargo, a fin de minimizar este riesgo, la firma cuenta con operaciones de cobertura.

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 considerablemente su nivel de deuda financiera en relación con su generación de flujos de caja de manera consolidada; 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 enero de 2023 mantiene una presencia bursátil de 15,8% y cuenta con un contrato *market maker* (Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A, con vigencia entre las fechas 02-05-2019 / 02-01-2024).

En términos de ESG⁵, **Cintac** participa de la nueva estrategia corporativa sostenible basada en la cultura

⁵ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

del Grupo CAP, alineando su gestión con un modelo de desarrollo sostenible, transversal a todas las empresas del grupo, y que define las directrices fundamentales y los objetivos clave para alcanzar un crecimiento sostenible. En los hechos, la sociedad ha comenzado a medir la huella de carbono y también ha desarrollado un plan de reducción de huella hídrica. En términos de comunidades ha ejecutado talleres de empleabilidad con el fin de formar vecinos de las comunas en el uso del Metalcon y en materia de gobierno corporativo, se introdujeron cambios relevantes, tales como la creación de un nuevo Comité de Riesgos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Adecuado *mix* de productos, soluciones y servicios dadas las restricciones propias de su giro.
- Resultados pasados satisfactorios.

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.
- 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 enero - diciembre 2022

Durante 2022, **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US \$ 446,8 millones, lo que representa un decrecimiento de 20,1% respecto de diciembre de 2021. Esta disminución se explica, principalmente, por la desaceleración de la actividad económica en Chile y Perú.

Los costos de explotación, en tanto, se redujeron en un 1,0% respecto a diciembre de 2021, alcanzando US \$ 432,9 millones, explicado por el impacto de la variación del precio del acero. Dado lo anterior, el margen de explotación alcanzó a US \$ 13,9 millones, un 88,6% menor que en diciembre de 2021.

Los gastos de administración (US \$ 24,7 millones) y costos de distribución (US \$ 22,0 millones) sumaron US \$ 46,7 millones, reduciéndose un 13,0% en relación con el mismo periodo del año anterior (donde alcanzaron US \$ 21,4 millones y US \$ 24,7 millones, respectivamente).

Debido a lo anterior, el resultado operacional del periodo fue de US \$ - 40,4 millones, inferior a los US \$ 60,1 millones del ejercicio anterior. En tanto, el EBITDA fue de US \$ -14,0 millones, inferior a los US \$ 90,4 millones de 2021. De esta manera, el resultado del ejercicio alcanzó los US \$ -48,1 millones, en relación con los US \$ 34,9 millones obtenidos en 2021.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A⁶

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 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 En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

⁶ Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas.

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 aparente estimado de acero⁷ para 2021 fue del orden de 3,3 millones de toneladas. Por su parte, los despachos en Chile de **Cintac** ascendieron a 0,2 millones de toneladas (2021), lo que significaría una importancia relativa de 6,7% en relación con el consumo interno del país.

Por otro lado, en Perú el consumo aparente estimado de acero para 2021 fue del orden de 3,7 millones de toneladas y los despachos en Perú de **Cintac** ascendieron a 0,1 millones de toneladas el mismo año, lo que significaría una importancia relativa de 2,4% en relación con el consumo interno de ese país.

Cabe mencionar, que la importancia relativa para ambos países debiese ser bastante mayor si se excluyen aquellos recursos provenientes de fuentes externas (a modo ilustrativo, al margen de que la compañía ofrece sus productos en el segmento de acero procesado, si se contrastan los despachos de **Cintac** con la producción total de acero crudo de Chile y Perú⁸ se obtiene una importancia relativa de 16,6%, y 7,1%, respectivamente).

Adicionalmente, se valora la posición de mercado que ocupa Promet (campamentos modulares y servicios de hotelería en Chile) y Calaminon (soluciones constructivas modulares para educación y salud en Perú) como empresas líderes en sus respectivos rubros.

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 a diciembre de 2022, tuvo ingresos por US \$ 3.006 millones (US \$ 3.677 millones en 2021), una ganancia de US \$ 335 millones (US \$ 993 millones en 2021) y un patrimonio consolidado de US \$ 3.700 millones (US \$ 3.667 millones en 2021); el patrimonio de **Cintac** representa un 4,4% de este último valor. Cabe mencionar, que el compromiso en el desarrollo conjunto de ambas compañías se manifiesta en la existencia de un director en común para **Cintac** y CAP.

Durante 2022 CAP obtuvo un EBITDA de US \$ 910,1 millones, una deuda financiera de US \$ 1.085 millones (los compromisos de corto plazo alcanzaron US \$ 468,0 millones), mientras que Cintac obtuvo un EBITDA negativo de US \$ 14,0 millones y una deuda financiera⁹ de US \$ 234,5 millones (los compromisos de corto plazo alcanzaron US \$ 131,2 millones).

Adicionalmente, CAP mantiene una clasificación de riesgo¹⁰ "Categoría A+" con tendencia positiva.

⁷ Fuente: *World Steel Association, apparent steel use, finished steel products.*

⁸ Fuente: *World Steel Association, total production of crude steel.*

⁹ Incluyendo la deuda de **Cintac**, dado que consolida a la sociedad en sus estados financieros.

¹⁰ Se considera el *rating* más bajo asignado a la compañía.

Amplio mix de productos, soluciones y servicios: 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 hecho de contar con una oferta de productos amplia en relación a sus competidores también 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 para el sector minero.

Resultados pasados satisfactorios: Al margen de los flujos negativos exhibidos en 2022, la empresa ha sido capaz de mantener resultados históricos, al menos satisfactorios, a pesar de las variabilidades propias del rubro de precio y demanda. Por ejemplo, sin considerar el último periodo, el EBITDA se ha mantenido positivo con un mínimo en los últimos diez años, en 2015 de US\$ 16,9 millones y los ingresos en última década han fluctuado entre los US\$ 231 millones (en 2016) y los US\$ 558,9 millones (en 2021).

Capacidad financiera y acceso a fuentes de financiamiento: Se reconoce la capacidad que ha mostrado la compañía de ejecutar proyectos que permiten ampliar sus operaciones y que a su vez representan un potencial futuro para exportar sus productos. Al respecto, destaca la capacidad de crecimiento inorgánico que ha exhibido la sociedad, al realizar diversas inversiones en Perú, adquiriendo empresas como Sehover, y el 100% de la empresa Calaminon. Por su parte, en el mercado local, se incorporó Promet en mayo de 2020.

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 *World Steel Association*, en 2022 Chile alcanzó 168 kg de "*finished Steel products*" de consumo *per cápita* aparente¹¹, muy inferior a los 288 kg. de EE. UU., y a los 233 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 109 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial es que, entre 2018 y 2022, la producción total de acero mundial creció un 2,7%¹², en tanto la producción de Chile creció un 0,4%.

Factores de riesgo

Dependencia de las ventas con la actividad económica: El nivel de actividad de la compañía está directamente relacionado con los rubros de la construcción e industrial, los cuales dependen fuertemente de la evolución del PIB de cada país (en los hechos, se exhibe una correlación cercana al 50% entre la variación trimestral del IMACON y la variación trimestral del EBITDA de la compañía desde 2010 a la fecha). Esta dependencia hace vulnerable a la empresa a las oscilaciones de la actividad interna en Chile y Perú (países donde la compañía destina sus exportaciones). Además, otra parte importante de las ventas se

¹¹ Suma del consumo interno del país y las importaciones de ese mismo bien.

¹² Excluyendo Chile de la medición.

orientan al sector habitacional e infraestructura vial, sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos. Sin embargo, 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 y soluciones, que se ofrecen a sectores de la economía como minería, salud y educación.

Exposición a países con mayor riesgo que Chile: Parte de los resultados de **Cintac** se originan en Perú, país clasificado en “*Categoría BBB*” en escala global¹³, representando una clasificación inferior a la de Chile “*Categoría A-*”¹², 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).

Cabe mencionar, que el contexto político y social de Perú se ha complejizado, gatillando que los negocios de la compañía exhiban fuertes desaceleraciones en su crecimiento (en términos de márgenes), en relación con el comportamiento histórico.

Dependencia del precio del acero: Las diferentes líneas de negocio que presenta el Grupo **Cintac** utilizan como materia prima principal el acero (el segmento “productos de acero” representó el 67,2% de los ingresos de la compañía en 2022). El precio de este insumo es esencialmente volátil, lo que dificulta una apropiada predicción de resultados futuros para la empresa y la industria (la variación anual del precio promedio de los productos de acero¹⁴ percibido por **Cintac** exhibe un coeficiente de variación de 575% entre 2015 y 2021 en relación al índice de precios del productor de industrias, manufactura, y minería que obtuvieron valores de 140%, 96% y 176%, respectivamente).

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. Asimismo, en 2021, la empresa presentó ingresos y resultados extraordinarios, debido y entre otras cosas, al aumento en los precios del acero.

Falta de consolidación de la industria: Se observa una falta de consolidación de la industria en cuanto a niveles de concentración (a modo ilustrativo, los despachos de CAP Acero fueron de 0,8 millones de toneladas de acero terminado para una producción nacional de acero crudo de 1,2 millones de toneladas en 2021⁴), 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

¹³ Tomando como referencia el menor rating asignado de las clasificaciones internacionales.

¹⁴ Precio promedio productos de acero de **Cintac** calculado como Ingresos por productos de acero / despachos anuales.

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.

Cabe mencionar, que durante 2022 se obtuvo un resultado de cambio en moneda extranjera por US \$ -2,2 millones, lo que representó un 4,6% de la pérdida del periodo (US \$ 7,2 millones en 2021; un 20,6% de la ganancia del periodo). En términos de balance, los activos de la sociedad se componen en un 59,6% en pesos, un 15,5% en soles y un 24,9% en dólares, mientras que los pasivos, se componen en un 20,9% en pesos, un 8,4% en soles y un 70,7% en dólares.

Antecedentes generales

La compañía

El objetivo de **Cintac** es entregar soluciones en acero y otras materialidades para múltiples sectores económicos, tales como construcción, habitacional, industrial, comercial, vial, minería entre otros, ofreciendo una amplia gama de productos complementarios entre sí. A continuación, se describen las principales filiales¹⁵ del emisor:

- **Cintac S.A.I.C.:** Dedicada a la producción y comercialización de productos de acero, para abastecer principalmente a la industria de la construcción, tanto habitacional como comercial e industrial, en Chile y en el extranjero. Opera en sus plantas ubicadas en la ciudad de Santiago; la planta Maipú se enfoca principalmente en la conformación de productos tubulares, perfiles abiertos, Metalcon y viales, y la planta Lonquén (ex- Instapanel), provee paneles estructurales de acero de zincaluminio y prepintados, paneles estructurales con núcleo aislante, tejas de acero y placas colaborantes para losas. Ambas plantas tienen una capacidad de procesamiento de 252 mil toneladas anuales a un turno.
- **Agrow Spa:** Dedicada a la fabricación y comercialización de estructuras de formación y producción para el agro, como también a la venta de insumos agrícolas y soluciones e innovaciones para mejorar la productividad de la industria agrícola.
- **Promet Servicios Spa:** Es una sociedad chilena con más de 30 años de experiencia en el desarrollo de proyectos de ingeniería y construcción de campamentos mineros.
- **Calaminon:** Opera en el mercado de las soluciones modulares y de suministro de paneles aislados en acero en Perú, con amplia gama de productos para el mercado de construcción pública y privada. Cuenta con una planta ubicada en Lima, Perú.
- **Tubos y Perfiles Metálicos S.A. (TUPEMESA):** Opera en el mercado de acero en Perú con una amplia gama de productos tales como, tubulares, perfiles abiertos, Metalcon, paneles estructurales de acero de zincaluminio y paneles estructurales con núcleo aislante, también está presente en el mercado

¹⁵ Según información de estados financieros a diciembre de 2022.

del servicio de galvanizado por inmersión en caliente, ambas actividades desarrolladas en sus plantas ubicadas en Lima, Perú, con una capacidad de procesamiento de 108 mil toneladas anuales a un turno.

- Corporación Sehover: La sociedad, ubicada en Lima, Perú, se encarga de brindar servicios de señalización y seguridad vial y mantenimiento y construcción de obras viales, en el sector privado y público. La venta de sus productos está segmentada en el sector público y sector privado.

Composición de los flujos

Durante 2022, **Cintac** obtuvo ingresos por US\$ 446,8 millones, provenientes en un 72,6% de Chile y en un 27,4% de Perú, este último ha disminuido su participación, en términos porcentuales, respecto de diciembre 2019, donde representaba un 43,1% respecto del total. La disminución de la diversificación se da pese al crecimiento de los ingresos del segmento peruano desde 2019. Cabe mencionar, que en 2022 los ingresos provenientes de Chile y Perú disminuyeron un 18,5% y 24,0% respecto de 2021, y solo los ingresos locales se mantuvieron en niveles superiores a 2020.

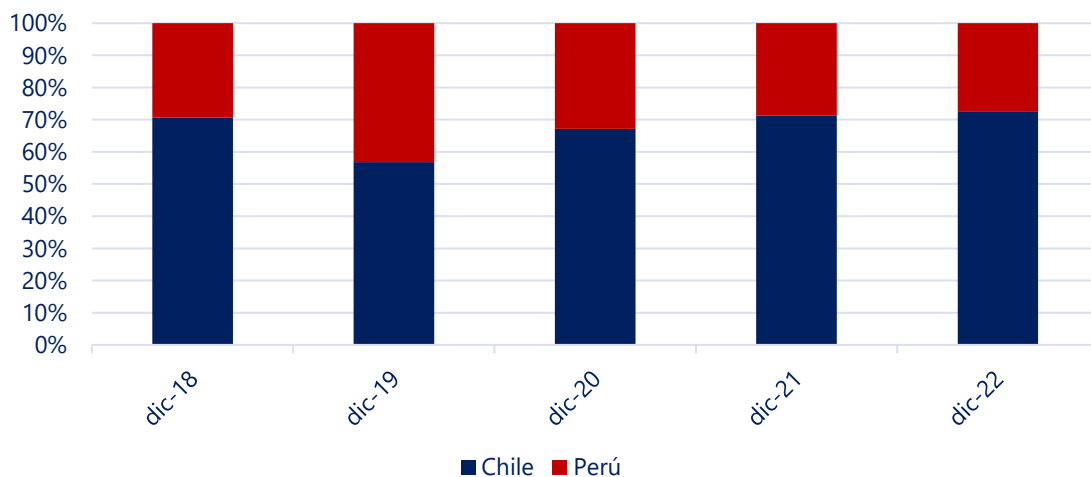


Ilustración 1: Distribución de ingresos por área geográfica

Descomponiendo estos ingresos por el tipo de producto, se observa que, en 2022, un 67,2% proviene de la venta de productos de acero. Por otra parte, el 18,7% se obtiene de la venta de soluciones modulares y, por último, el 14,1% de los ingresos proviene de la venta de servicios¹⁶.

¹⁶ Incluye mantenciones de carreteras, instalaciones de barreras, implementos de señalización, hotelería¹⁶, entre otros.

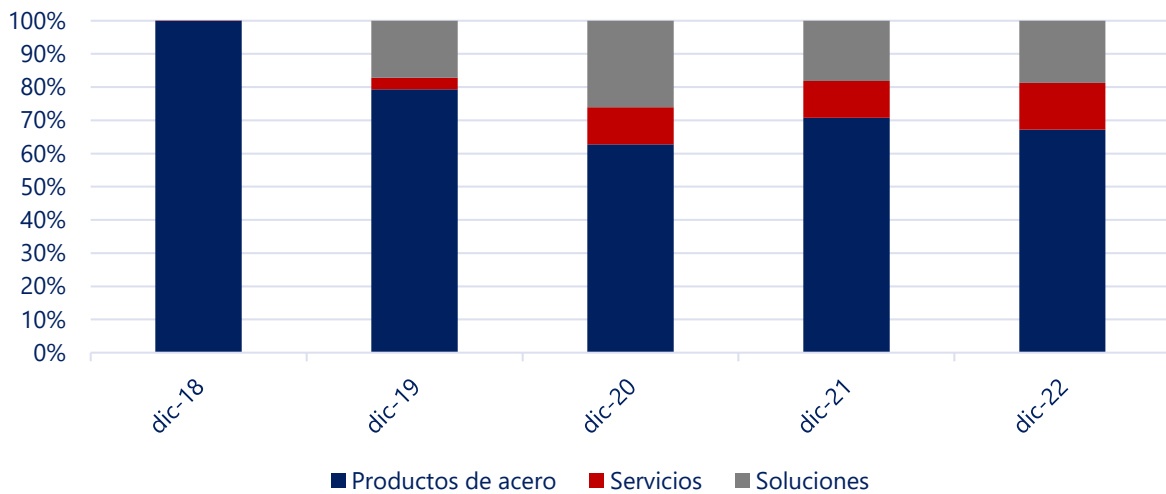


Ilustración 2: Distribución de ingresos por tipo de producto

Si se analizan las ventas por sector económico, en 2022 se mantiene la construcción (incluyendo industrial) como el sector con mayor relevancia con un 68,7%, seguido por la minería con 21,7% (sector que desde 2020 comienza a tener mayor relevancia, impulsado por su filial Promet) y educación/salud con un 5,9%, tan como se aprecia en la ilustración 3.

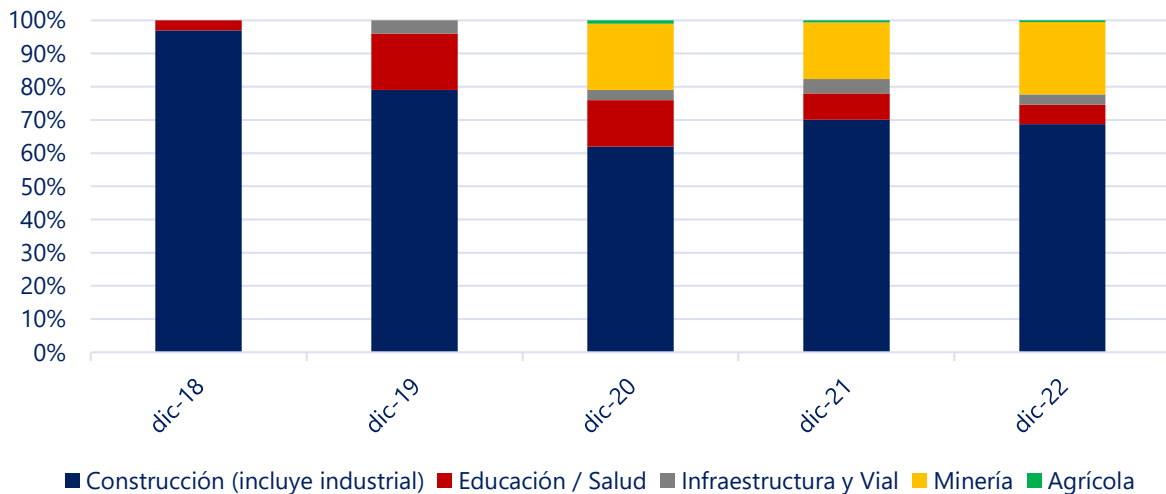


Ilustración 3: Distribución ingresos por sector económico

Líneas de negocio

Cintac dentro de sus estados financieros reconoce dos líneas de negocio en función del área geográfica donde la empresa posee participación, estos segmentos actualmente serían Chile y Perú.

Chile

Está compuesto por Cintac SAIC, Promet Servicios, Attom y Agrow Spa, que fabrican y comercializan todo su *mix* de productos en el mercado nacional y por medio de exportaciones hacia el exterior, operando por medio de instalaciones de fabricación y oficinas de ventas.

Los principales productos y servicios están relacionados con los mercados de la construcción, soluciones constructivas, soluciones modulares para la minería, agrícola y de energía.

Evolución de ingresos y margen EBIT¹⁷

Durante 2022, generó ingresos por US \$ 328,1 millones y un EBIT de US \$ 2,9 millones (0,9% de los ingresos en relación con el 18,6% de 2021), ambos resultados inferiores a lo obtenido en 2021, donde presentó ingresos por US \$ 403,2 millones y un EBIT de US \$ 75,1 millones. Al respecto, cabe mencionar que, en 2022, la firma debió enfrentar un ambiente económico turbulento, contexto poco propicio para la inversión y con gran impacto en el segmento de la construcción. Adicionalmente a lo anterior, el precio internacional del acero, su principal materia prima, sufrió una caída, dejando a la sociedad, con niveles de *stock* altos con precio poco competitivo.

¹⁷ Se considera EBIT dado que no se desglosa la depreciación y amortización por país en los estados financieros.

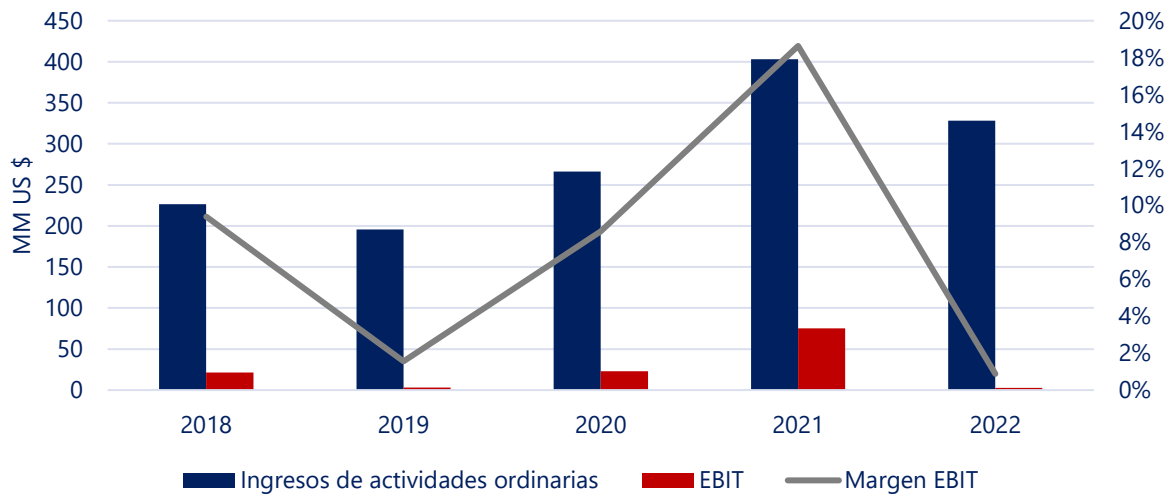


Ilustración 4: Ingresos y margen EBIT de segmento de negocios Chile (pre-eliminaciones)

Perú

Está compuesto por las compañías operativas Tupemesa, Calaminon, Corporación Sehover y Promet Perú, quienes fabrican y comercializan todos sus *mix* de productos, soluciones y servicios en el mercado nacional peruano y por medio de exportaciones hacia el exterior, operando por medio de instalaciones de fabricación y oficinas de ventas. Los principales productos y servicios están orientados hacia el mercado de la construcción, modular, minería e infraestructura vial.

Evolución de ingresos y margen EBIT

Los ingresos de 2022 alcanzaron US \$ 131,6 millones, lo que significó una disminución de 22,6% respecto a 2021, y el EBIT por su parte, se mantuvo en valores negativos de US \$ 33,9 millones (US \$ 8,1 millones negativo en 2021). Al respecto, cabe mencionar que, en 2022, la firma debió enfrentar un ambiente político y económico turbulento (siendo fuertemente impactado en comparación al efecto en los flujos provenientes del mercado local), contexto poco propicio para la inversión y con gran impacto en el segmento de la construcción. Asimismo, al igual que se mencionó anteriormente, el precio internacional del acero, su principal materia prima, sufrió una caída, exhibiendo niveles de *stock* altos con precio poco competitivo.

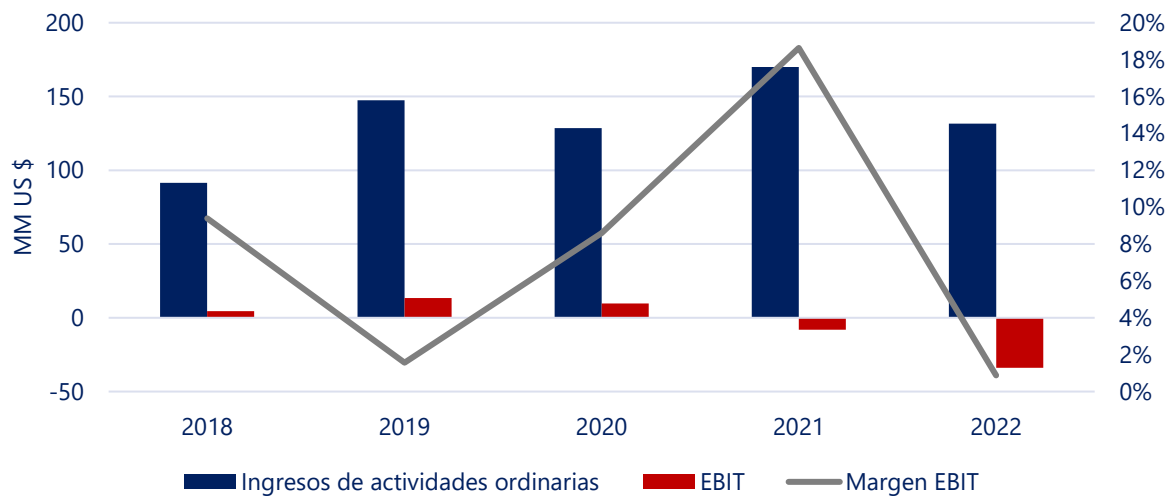


Ilustración 5: Ingresos y margen EBIT de segmento de negocios Perú (pre-eliminaciones)

Antecedentes de la industria

En la industria de la fabricación y comercialización de acero, dentro de los aspectos más relevantes e incidentes se encuentra, la demanda de los países en los que opera **Cintac** y el precio promedio del acero en consideración con los tipos de productos vendidos, de manera que resulta importante hacer un seguimiento de estos factores. A continuación, se presenta la trayectoria del uso aparente de acero en Chile y Perú¹⁸, el precio promedio percibido por la sociedad y el Índice Mensual de Actividad de la Construcción¹⁹ (IMACON).

¹⁸ World Steel Association.

¹⁹ Cámara Chilena de la Construcción.

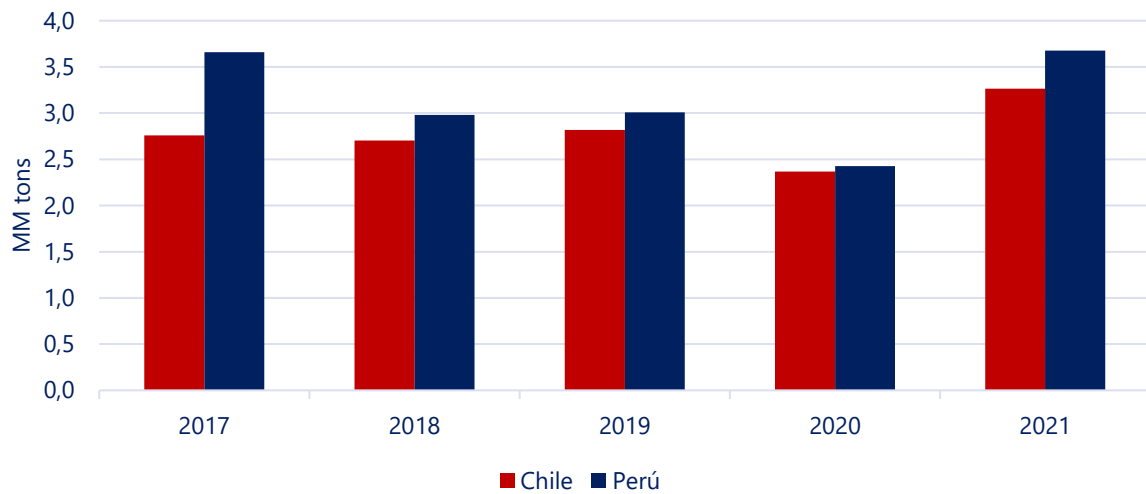


Ilustración 6: Uso aparente de acero en Chile y Perú (productos finales)

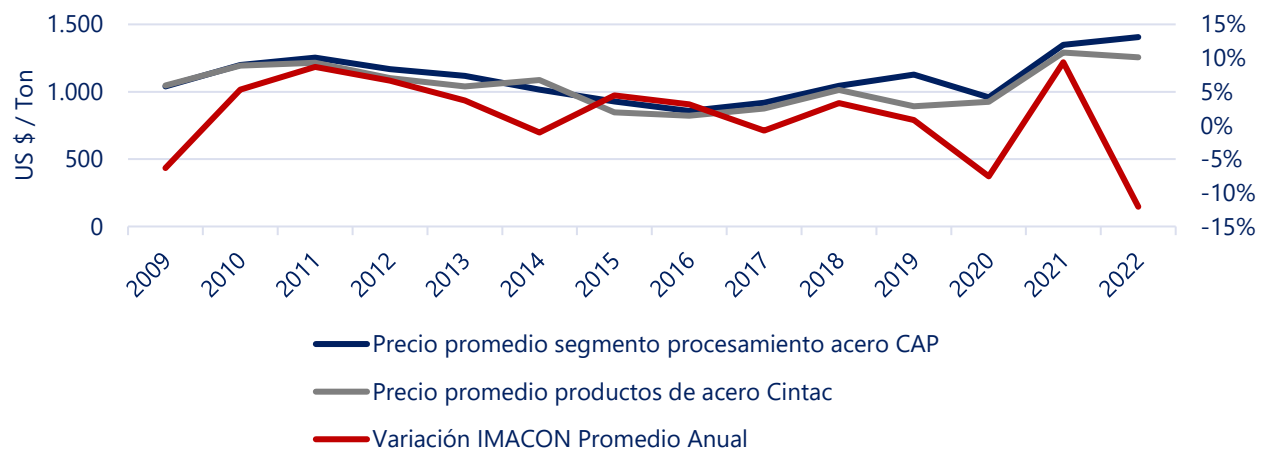


Ilustración 7: Precio promedio²⁰ e IMACON

Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

En el horizonte de evaluación se observa una tendencia al alza de los ingresos que se ve acelerada en 2021 y que se revierte en 2022 (aunque en ese año se obtuvieron mayores ventas que en los periodos previos a 2021). El alza de 2021 se explica por la recuperación de la demanda de productos de acero, el aumento de

²⁰ Precio promedio segmento procesamiento acero CAP obtenido de análisis razonado de cada periodo, y precio promedio productos de acero de **Cintac** calculado como Ingresos por productos de acero / despachos anuales.

precios de los productos de acero y las adjudicaciones de proyectos modulares, alcanzando ventas por US \$ 559 millones. Posteriormente, en 2022 se presentó una baja de 20,1% (en relación con 2021) que se debe a una caída en el volumen vendido por la desaceleración de la actividad económica en Chile y Perú. No obstante, al analizar el comportamiento histórico de las ventas, considerando que 2021 fue un año particularmente positivo, se evidencia un crecimiento respecto a los ingresos de 2020 y 2019 en 14,8% y 31,2%, respectivamente.

Por otra parte, el EBITDA ha exhibido cierta volatilidad, con una baja en 2019 (15,8%) y una fuerte caída en 2022 que lo llevó a alcanzar valores negativos. En primer lugar, la disminución de 2019 se explica principalmente por una menor ganancia bruta dado el efecto de la incorporación de nuevas filiales en Perú. Posteriormente, en 2020 se exhibe un alza que se acelera en 2021 (esto último por las razones explicadas anteriormente; recuperación de demanda, aumento de los precios y adjudicaciones de proyectos modulares). No obstante, en 2022 a causa de una fuerte caída en el margen bruto principalmente por un alza en los costos relativos (costo / ingreso de 97% en relación al 83% promedio de años anteriores) y por menor volumen de venta, el EBITDA alcanzó un valor negativo de US \$ 14,0 millones en relación al valor alcanzado en 2021 de US \$ 90,4 millones. De acuerdo con el flujo de efectivo procedente de actividades operacionales, se observa un comportamiento similar al EBITDA, con una fuerte caída en 2019, y una recuperación en 2020. No obstante, en 2021 se exhibe un flujo reducido en relación con el EBITDA, que se explica por el financiamiento del crecimiento inorgánico en Perú con capital de trabajo. Finalmente, en 2022, el menor flujo de actividades de operación (en relación al histórico) se atribuye a menores cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios.

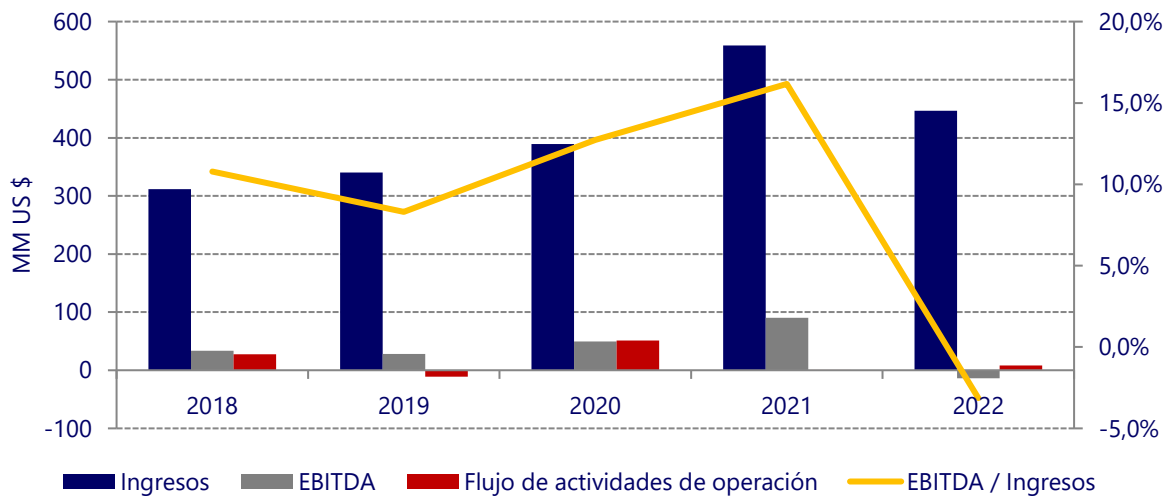


Ilustración 9: Evolución de Ingresos, EBITDA, flujo operacional y Margen EBITDA

Evolución del endeudamiento

En términos absolutos, la deuda financiera de **Cintac** ha ido aumentando desde US \$ 23,1 millones en 2018 a US \$ 234,5 millones a diciembre 2022. El alza exhibida en 2020 se explica principalmente por la

incorporación de Promet, lo que se traduce en la consolidación de un nivel de deuda de US \$ 27,6 millones. En 2022, se exhibe un aumento en las cartas de créditos y préstamos con entidades financieras, lo que resultó en un alza de los pasivos financieros corrientes por US \$ 16,3 millones en 2022 respecto el ejercicio anterior. No obstante, el aumento en los compromisos financieros del último periodo se da mayormente en el largo plazo, de modo que la deuda no corriente aumentó en US \$ 72,7 millones por mayores préstamos con entidades financieras.

En términos generales, según declaraciones de la administración, dado que el crecimiento inorgánico fue financiado con capital de trabajo, ante las necesidades operacionales y déficit de caja, la firma requirió financiarse vía mayor deuda con bancos. Por este concepto, se exhibe un alza en la deuda de largo plazo por alrededor de US \$ 35 millones. El resto de la deuda estaría financiando los inventarios, que han exhibido niveles muy altos en relación al comportamiento histórico y que a la fecha alcanzan los US \$ 168,1 millones (US \$ 165,6 millones en 2021, US \$ 111,6 millones en 2020, US \$ 97,4 millones en 2019 y US \$ 83,2 millones en 2018).

En términos relativos, al analizar el indicador de deuda financiera sobre EBITDA, se observa un *ratio* que fluctúa en torno a las 2,0 veces entre 2018 y 2021, obteniendo un valor negativo de 16,7 veces en 2022.

Por su parte, el indicador de deuda financiera sobre FCLP (Flujo de Caja de Largo Plazo²¹) luego de fluctuar en torno a las 2,0 veces entre 2018 y 2020, alcanzó las 3,4 veces en 2021 y 7,9 veces en 2022. En el último periodo se evidencia un fuerte incremento de la deuda financiera y una baja sustancial en los flujos (explicado anteriormente). No obstante, si se ajusta este último indicador por el exceso de inventario²² el indicador alcanza las 5,9 veces (como elemento complementario, si a lo anterior se elimina la rentabilidad del año 2022 en el cálculo del FCLP²³, el *ratio* alcanza las 4,1 veces).

²¹ 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.

²² Diferencia de inventario entre dic 2022 y dic 2020.

²³ El FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo.

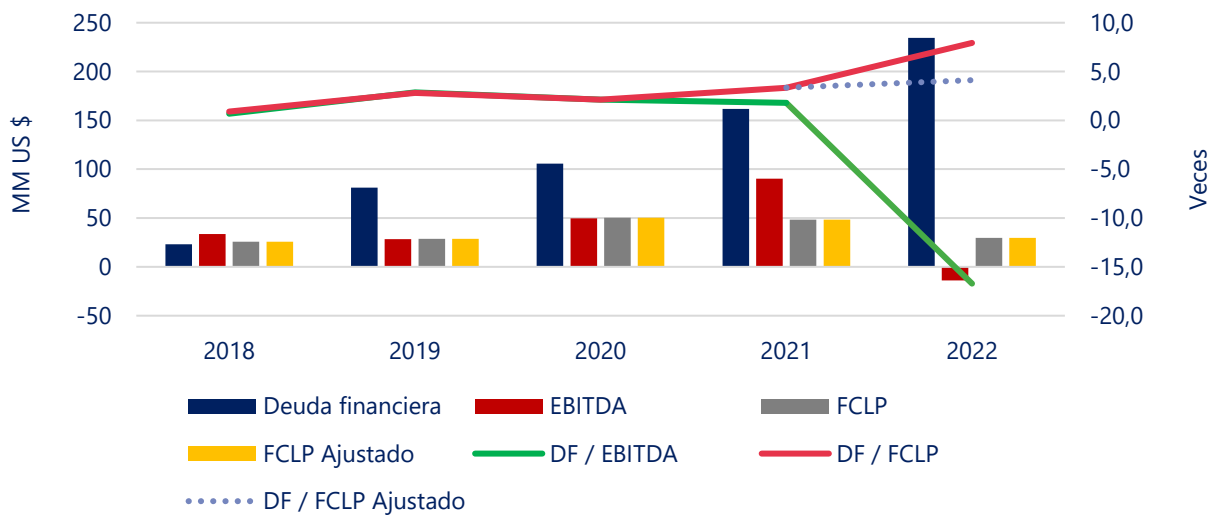


Ilustración 10: Evolución del endeudamiento financiero

En el gráfico siguiente (Ilustración 11), se contrasta el FCLP, y el EBITDA de los años anteriores (el EBITDA de 2022 es negativo) con el perfil de pago de la deuda de **Cintac**. Al respecto, **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. De esta manera, en el gráfico, se puede visualizar que el flujo de largo de plazo ajustado²⁴ estimado por esta clasificadora no alcanzaría a cubrir el vencimiento corriente, el cual requiere ser refinanciado; actualmente la firma se mantiene negociando la reestructuración de los vencimientos. Al respecto, la firma cuenta con una caja de US \$ 40,1 millones y como se mencionó anteriormente, cuenta con altos niveles de inventario en relación al comportamiento histórico que alcanzan los US \$ 168,1 millones (US \$ 165,6 millones en 2021, US \$ 111,6 millones en 2020, US \$ 97,4 millones en 2019 y US \$ 83,2 millones en 2018).

Adicionalmente, los pagos no cubiertos de 2025 y 2027 podrían ser solventados por caja, y en caso de que 2022 no sea representativo, el flujo de caja alcanzaría a cubrir con suficiente holgura estos vencimientos.

De forma complementaria, de ser necesario, se podría presumir el apoyo financiero de su matriz, considerando que esta última mantiene un perfil de vencimientos adecuado en relación con los flujos consolidados, logrando solventar los compromisos financieros del grupo, y en el caso particular de **Cintac**, si es que persiste el empeoramiento de su posición crediticia.

²⁴ Eliminando de la deuda financiera el exceso de inventario (inventario dic 2022 – inventario dic 2020).

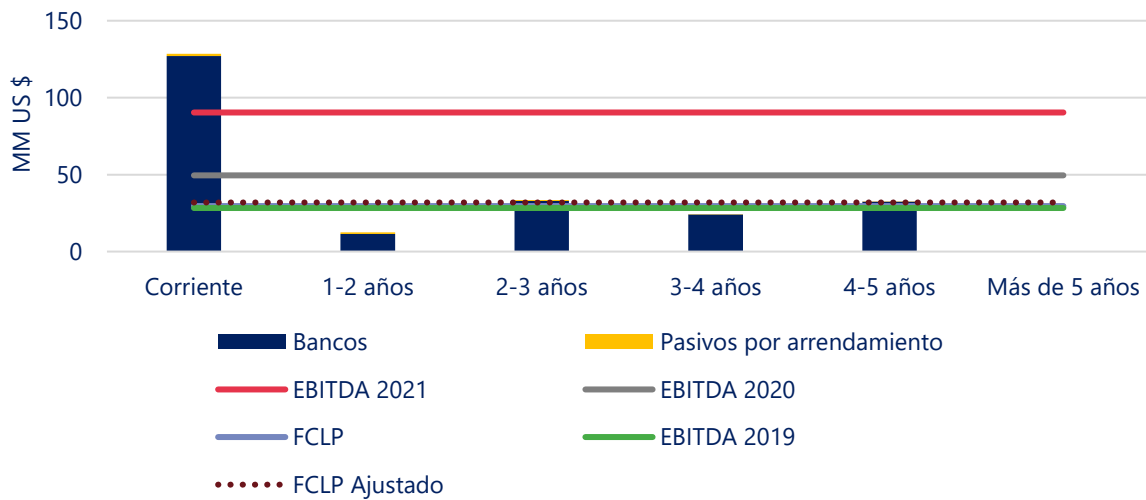


Ilustración 11: Perfil de la deuda financiera

Evolución de la liquidez

En los últimos años, tanto la razón circulante como la razón ácida exhiben un comportamiento a la baja. Lo anterior se debe principalmente al incremento de los compromisos financieros corrientes (los préstamos con entidades financieras que en 2019 alcanzaban los US \$ 7,1 millones, fueron de US \$ 30,2 millones en 2020,

US \$ 68,6 millones en 2021 y US \$ 101,1 millones en 2022) utilizado principalmente para el financiamiento de inventario. De esta manera, en 2022 la razón circulante alcanzó las 0,89 veces (0,96 veces en 2021) mientras que la razón ácida alcanzó las 0,44 veces (0,51 veces en 2021).

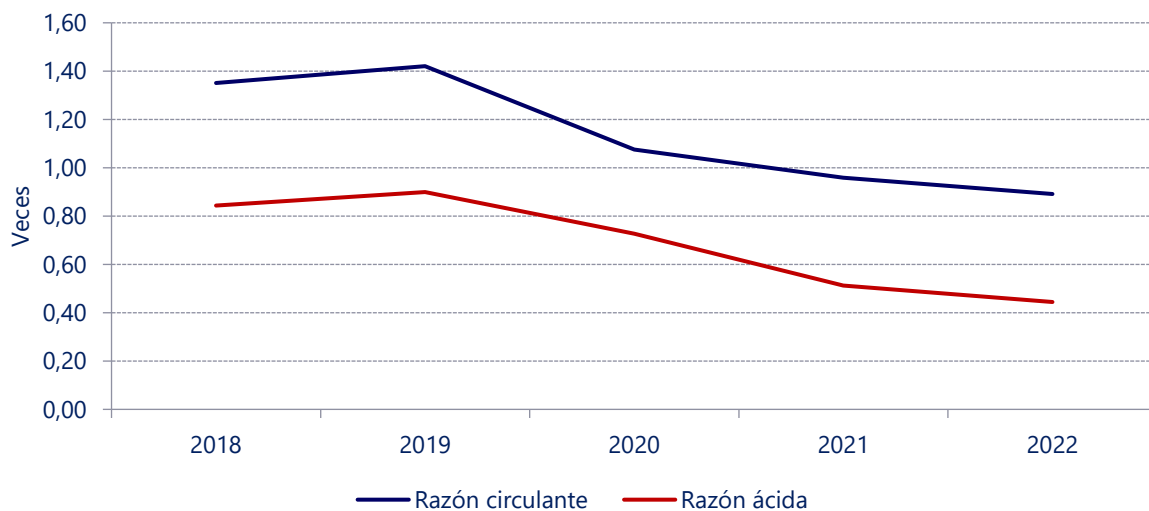


Ilustración 12: evolución de la liquidez

Evolución de la rentabilidad²⁵

Luego de la baja de 2019 (dada la baja en ganancia bruta por el efecto de la incorporación de nuevas filiales en Perú e incrementos en los gastos de administración, distribución y costos financieros), las rentabilidades exhibían cierta tendencia al alza que se revierte en 2022, periodo donde se obtuvieron pérdidas por US \$ 48,0 millones que se explican por menor margen bruto (explicado anteriormente), por mayores costos financieros y resultados negativos por tipo de cambio y resultados por unidad de reajuste. De esta manera, en 2022, la rentabilidad operacional, sobre patrimonio y activo alcanzaron -5,82% (11,89% en 2021), -25,66% (14,73% en 2021) y -7,10% (5,02% en 2021), respectivamente.

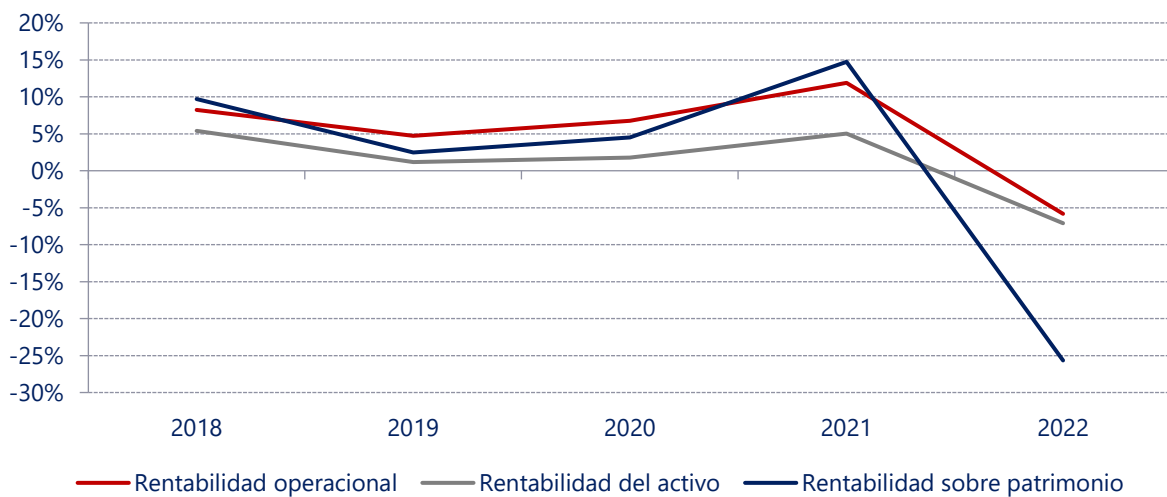


Ilustración 13: Evolución de las rentabilidades

Desempeño bursátil de la acción

Entre abril de 2022 y enero de 2023, la presencia promedio de la acción posee una tendencia a la baja, pasando de 28,3% a 15,8%. Cabe mencionar, que la sociedad cuenta con un contrato *market maker* (Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A, 02-05-2019 / 02-01-2024), lo que le permitiría mantener una "Clasificación Primera Clase Nivel 3".

²⁵ Rentabilidad operacional: Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio: Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo: Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

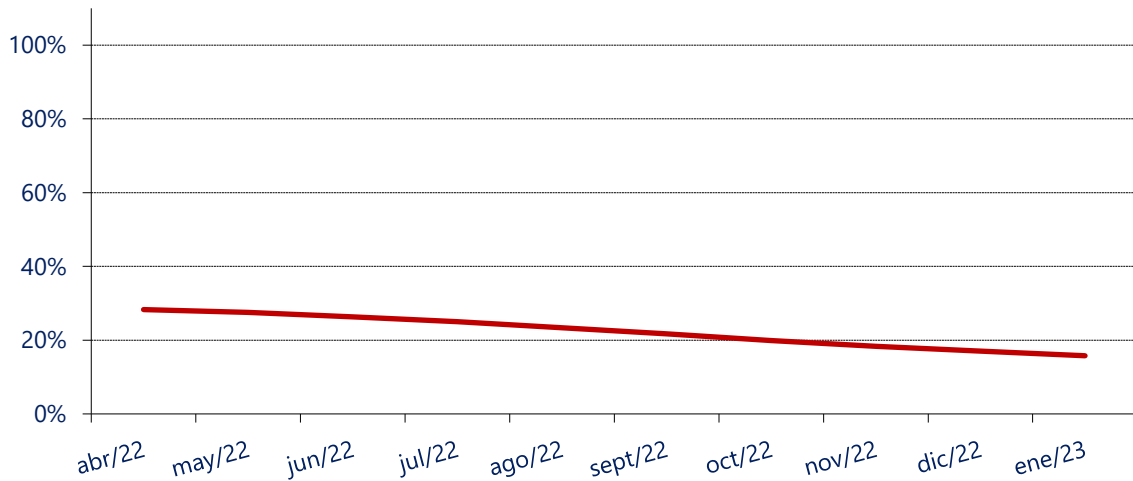


Ilustración 14: Presencia promedio

Ratios financieros

Ratios financieros					
Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,23	1,20	1,27	1,35	1,08
Razón Circulante (Veces)	1,35	1,42	1,08	0,96	0,89
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,29	1,37	1,04	0,92	0,87
Razón Ácida (veces)	0,84	0,90	0,73	0,51	0,44
Rotación de Inventarios (veces)	3,61	3,25	3,09	3,15	2,59
Promedio Días de Inventarios (días)	101,25	112,24	117,94	115,72	140,67
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	4,16	3,63	2,67	4,86	4,98
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	87,79	100,51	136,84	75,05	73,29
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,03	2,29	1,74	2,37	2,09
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	179,49	159,44	209,53	154,26	174,31
Diferencia de Días (días)	91,69	58,93	72,69	79,21	101,02
Ciclo Económico (días)	-9,55	-53,32	-45,25	-36,50	-39,65
Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (veces)	0,49	0,55	0,63	0,69	0,76
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,94	1,24	1,71	2,20	3,16
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	5,99	2,67	2,47	3,87	2,77
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,69	2,87	2,14	1,79	-16,72
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	1,45	0,35	0,47	0,56	-0,06

Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	12,10%	31,59%	23,58%	34,58%	45,80%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	3,18%	0,44%	8,71%	8,20%	3,43%
Veces que se gana el Interés (veces)	8,10	1,41	1,08	5,91	-3,61

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	16,90%	13,77%	16,89%	21,79%	3,11%
Margen Neto (%)	6,18%	1,50%	2,71%	6,25%	-10,76%
Rotación del Activo (%)	79,04%	73,50%	54,73%	82,18%	66,27%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,40%	1,19%	1,79%	5,02%	-7,10%
Inversión de Capital (%)	64,22%	67,87%	89,24%	100,07%	136,87%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	5,42	4,33	16,11	-36,34	-10,93
Rentabilidad Operacional (%)	8,21%	4,74%	6,78%	11,89%	-5,82%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,70%	2,49%	4,50%	14,73%	-25,66%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	81,05%	83,19%	78,94%	74,23%	92,69%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	83,10%	86,23%	83,11%	78,21%	96,89%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,75%	3,04%	3,88%	3,83%	5,52%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	13,69%	8,78%	14,22%	28,73%	-17,51%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	10,78%	8,31%	12,73%	16,17%	-3,14%

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	5,26%	4,84%	4,83%	5,92%	6,18%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	16,31%	14,64%	10,02%	9,60%	8,16%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,25%	0,23%	0,02%	0,04%	0,04%
Capital sobre Patrimonio (%)	28,17%	27,66%	21,81%	26,90%	35,21%

"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."