

Pese a reducción de los ingresos

Humphreys ratifica clasificación de la línea de bonos de Cintac S.A. en "Categoría A-" y de las acciones en "Primera Clase Nivel 4"

Santiago, 07 de abril de 2015. **Humphreys** ratificó la clasificación de la línea de bonos de **Cintac S.A.** en "Categoría A-", con tendencia "Estable". En tanto, la clasificación de las acciones de la sociedad se mantuvo en "Primera Clase Nivel 4", con tendencia "Estable".

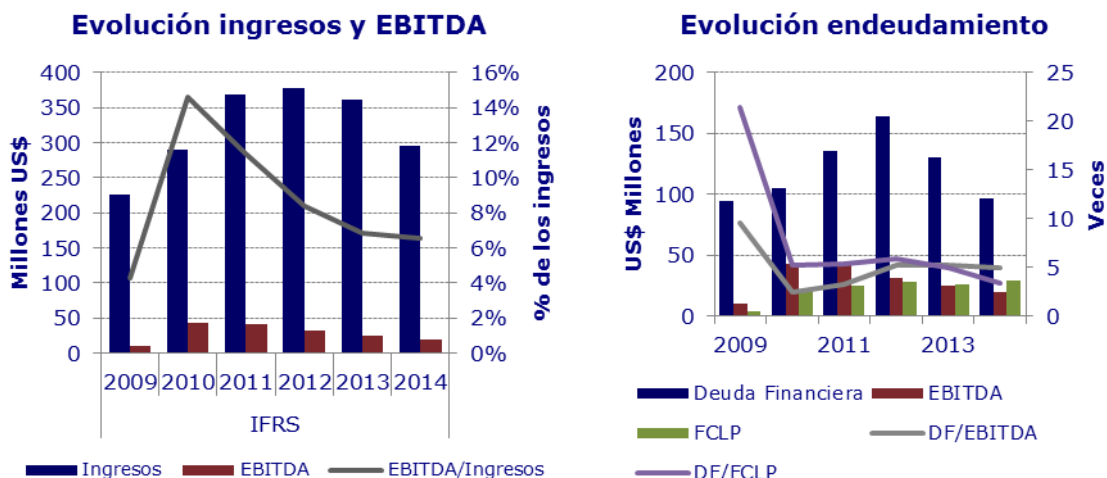
Dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de la línea de bonos en "Categoría A-", destaca el que **Cintac** sea una filial de CAP S.A., considerando en especial que la actividad productiva y comercial del emisor se enmarca dentro de la estrategia de desarrollo integral de su matriz.

Adicionalmente, la clasificación de riesgo valora el fuerte posicionamiento de la empresa dentro del mercado nacional de artículos de acero, siendo líder en su rubro (productos masivos). En esta misma línea se reconoce la creciente importancia de Tupemesa en el mercado peruano; la capacidad exportadora del grupo (que le permitiría ingresar en otros países); y las perspectivas de crecimiento del consumo de acero en Chile, dado el bajo consumo per cápita de su segmento objetivo en el mercado doméstico en comparación con países de mayor desarrollo.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la diversificación del *mix* de productos ofrecido por el grupo (con las limitantes propias de ser un negocio ligado casi exclusivamente a una sola materia prima, el acero), por los resultados exhibidos en el pasado, incluso bajo un contexto de volatilidad de precios del acero, y por una capacidad financiera adecuada en caso de tener un plan de inversión futuro. Respecto a lo anterior hay que hacer notar que acorde al menor nivel de actividad demandado, se ha llevado a cabo un plan de reducción de los costos de la empresa, integrando varias filiales, lo que ha tenido como resultado que se sigan obteniendo resultados positivos y que se pueda afrontar el futuro desde una posición más ventajosa.

Si bien la deuda financiera disminuyó desde los US\$ 130,5 millones de 2013 a US\$ 97,1 millones a diciembre de 2014, las cuentas comerciales y otras por pagar aumentaron desde US\$ 43,3 millones a US\$ 88,5 millones (este fuerte incremento estuvo en los documentos por pagar a proveedores extranjeros que pasaron de US\$ 33,8 millones a US\$ 62,5 millones). De esta manera, en los hechos, hubo un reemplazo de cartas de crédito por documentos por pagar (la razón corriente se mantuvo en 1,5 veces y la ácida en 0,7 veces). Así, mientras la relación entre deuda financiera y FCLP¹ disminuyó desde 4,9 a 3,4 veces, si sumamos la deuda financiera con la comercial, la relación solo baja desde 6,6 veces a 6,4 (por su parte la relación entre pasivo exigible y patrimonio se mantiene en 1,1 veces en el período).

¹ El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas en distintos años.



Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo se encuentra la alta correlación de las ventas de la compañía con la actividad económica de los países de destino de las mismas, especialmente porque parte importante de ellas se orientan hacia los sectores habitacionales y de proyectos industriales, que tienden a contraerse fuertemente en períodos recesivos, lo que se confirmó con las variaciones observadas en ventas y resultados en el período 2008-2010. Todo lo anterior, sin embargo, se ve atenuado en parte con el impulso dado por los gobiernos a las obras viales y viviendas sociales en períodos de contracción económica. En todo caso, se evalúa positivamente la flexibilidad que presenta el *mix* de productos, por cuanto puede ser redireccionado a otros rubros en caso de ser necesario.

Junto con lo anterior, dentro de los elementos que **Humphreys** considera negativamente en la clasificación se encuentra que parte de los resultados de **Cintac** se originan en Perú, país clasificado en A3 en escala global. Aunque esta categoría está dentro del grado de inversión, representa una clasificación inferior a la de Chile (Aa3), situación que conlleva el riesgo de transferencia de divisas, lo que incrementa la probabilidad de reducción en los flujos disponibles ante períodos recesivos. Por otra parte, lo positivo del potencial de crecimiento de las exportaciones se contrarresta fuertemente por el hecho de estar orientadas a países como Argentina y Bolivia, menos estables que Chile y, por lo tanto, más vulnerables a crisis económicas (el riesgo país de cada uno en escala global es: Argentina: Caa1 y Bolivia: Ba3).

La clasificación de riesgo también incorpora la importancia del acero dentro de los costos y precios de la empresa. El precio de este insumo es esencialmente volátil, como se ha visto en los últimos años, lo que dificulta una predicción de resultados futuros para la empresa y la industria. Con todo, se reconoce que la empresa ha presentado utilidad del ejercicio en los últimos años dentro de un escenario de variaciones en el precio del acero, lo que no ha impedido que haya sufrido pérdidas en 2009 producto de la fuerte baja de demanda que enfrentó debido a un escenario recesivo.

Otro elemento considerado en la clasificación de riesgo es la falta de consolidación de la industria en términos de sus niveles de concentración, lo que si bien favorece el potencial de crecimiento de la compañía, también podría incentivar la entrada de nuevos operadores al mercado, aumentando con ello la competencia y, posiblemente, reduciendo los márgenes del negocio. Adicionalmente, existen bajas barreras de entrada para las importaciones de productos masivos, en especial las provenientes de países con mayores economías de escala (por ejemplo, China o India). Con todo, el liderazgo de **Cintac** constituye un factor de relevancia en cuanto a su experiencia y capacidad de respuesta ante nueva competencia y, por ende, atenúa los efectos negativos de la misma.

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.

La tendencia de clasificación de los títulos de deuda se mantiene en "Estable", aun considerando que la posición del controlador, a juicio de **Humphreys**, no mantiene la misma fortaleza financiera de años anteriores y que debe someterse a un continuo monitoreo; situación a la que se añade que siderúrgica Huachipato ha dejado de proveer aceros planos.

A futuro, la clasificación de la línea de bonos podría verse favorecida en la medida que la compañía logre seguir consolidando su posicionamiento de mercado dentro del país y logre penetrar en nuevos mercados, ampliando su capacidad de diversificación de oferta y generando economías de escalas que permitan aumentar su eficiencia.

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, y que no incremente su nivel de deuda financiera en relación con su generación de flujos de caja; en caso contrario, la clasificación podría ser revisada. En la práctica, se espera que su matriz no reduzca su nivel de solvencia y que el emisor logre revertir la bajas en los niveles de rentabilidad.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en "Primera Clase Nivel 4" se debe al bajo nivel de liquidez que han alcanzado sus títulos accionarios, en los que la presencia no ha logrado superar el 4% desde agosto de 2013, promediando para el año 2014 un 2,32%.

La tendencia se ha clasificado en "Estable", dado que la presencia no muestra indicadores de poder revertir esta situación en el corto plazo.

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 a los últimos estados financieros a diciembre de 2014, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 296,6 millones, un EBITDA de US\$ 19,5 millones, con una deuda financiera de US\$ 97,1 millones y un patrimonio de US\$ 178,5 millones.

Contacto en **Humphreys**:

Ignacio Peñaloza F.

Teléfono: 56 - 22 433 52 00

E-mail: ignacio.penaloz@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 - Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200 - Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".