



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

Analista

Eduardo Valdés S.

Tel. (56) 22433 5200

[eduardo.valdes@humphreys.cl](mailto:eduardo.valdes@humphreys.cl)

## Cintac S.A.

Marzo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de Bonos	A <sup>1</sup>
Tendencia	Estable <sup>2</sup>
Acciones (CINTAC)	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
Estados financieros	31 diciembre 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de Bonos	Nº 556 de 04.11.08

Estado de resultados consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	190.343	213.725	246.392	228.848	250.350	197.081	176.826
Activos no corrientes	127.318	132.123	148.367	145.389	129.429	121.049	126.847
<b>Total activos</b>	<b>317.661</b>	<b>345.848</b>	<b>394.759</b>	<b>374.237</b>	<b>379.779</b>	<b>318.130</b>	<b>303.673</b>
Pasivos corrientes	92.705	129.946	165.936	148.656	168.310	118.402	110.883
Pasivos no corrientes	65.413	45.761	51.371	47.374	32.966	19.589	5.955
<b>Total pasivos</b>	<b>158.118</b>	<b>175.707</b>	<b>217.307</b>	<b>196.030</b>	<b>201.276</b>	<b>137.991</b>	<b>116.838</b>
Patrimonio	159.543	170.141	177.452	178.207	178.503	180.139	186.835
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>317.661</b>	<b>345.848</b>	<b>394.759</b>	<b>374.237</b>	<b>379.779</b>	<b>318.130</b>	<b>303.673</b>
Deuda financiera	105.577	135.488	164.298	130.523	97.124	41.823	18.006

Estado de situación financiera consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos	289.581	369.031	378.454	360.778	296.553	282.901	231.313
Costo de venta	-218.736	-299.263	-316.959	-304.581	-256.391	-247.191	-182.250
Gastos de adm. y distribución	-36.051	-35.736	-38.748	-41.112	-30.171	-29.182	-23.818
Otras ganancias (pérdidas)	-190	-349	-438	-342	108	4.953	-492
<b>Resultado operacional</b>	<b>34.604</b>	<b>33.683</b>	<b>22.309</b>	<b>14.743</b>	<b>10.099</b>	<b>11.481</b>	<b>24.753</b>
Costos financieros	-3.639	-5.682	-6.168	-4.827	-4.858	-4.424	-3.332
Ganancia	28.082	21.196	14.622	1.191	3.478	3.273	13.651
<b>EBITDA<sup>3</sup></b>	<b>42.392</b>	<b>42.032</b>	<b>31.643</b>	<b>24.679</b>	<b>19.472</b>	<b>21.911</b>	<b>30.775</b>

<sup>1</sup> Clasificación anterior: A-.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Favorable.

<sup>3</sup> 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. y Tupemesa S.A. (presencia en Perú), tienen como objetivo ofrecer soluciones en acero para diversos sectores, entre los que se destacan construcción, industria, sector vial e infraestructura, tanto en Chile como en el extranjero.

De acuerdo con los últimos estados financieros, a diciembre de 2016, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 231,3 millones, un EBITDA de US\$ 30,8 millones, una deuda financiera de US\$ 18 millones y un patrimonio de US\$ 186,8 millones.

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.

**Humphreys** subió la clasificación de riesgo de la línea de bonos de **Cintac**, desde "Categoría A-" a "Categoría A" y cambió su tendencia desde "Favorable" a "Estable"<sup>4</sup>, dada la disminución observada en su nivel de deuda financiera en los últimos años, que entre fines de 2012 y fines de 2016 bajó un 89%. Lo anterior, en conjunto con un mejor resultado operacional, resultado, entre otros, de un control más eficiente de los costos de administración y distribución, que bajaron un 39% durante el mismo período.

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 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 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

<sup>4</sup> Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

---

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 (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 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: Baa3 y Ecuador: B3), lo que se contrarresta con el reciente ingreso de sus 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.

También se analizó la disminución en la fortaleza financiera que ha mostrado el controlador de la compañía en los últimos años, debido a la baja en el precio del acero y continuo monitoreo de este tema.

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. En la práctica, se espera que su matriz no reduzca su nivel de solvencia en forma abrupta y que el emisor logre revertir las 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 un 2,5% durante el año 2016.

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

### 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 diciembre de 2016

A diciembre 2016, **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 231,3 millones, lo que representa una disminución de 18,2% respecto de diciembre de 2015. Esta baja se explica principalmente por una caída de 12,5% en el tonelaje despachado. Otro factor que explica los menores ingresos, es que pese a que el tipo de cambio de cierre de 2016 fue inferior al de 2015 (pasó desde \$ 710,16 a \$ 669,79 pesos por dólar)<sup>5</sup>, el tipo de cambio promedio aumentó de un período a otro, pasando desde \$ 654,25 en 2015 a \$ 676,83 pesos por dólar en 2016. Este ajuste afectó negativamente los precios de comercialización de la compañía, que mantiene su contabilidad expresada en dólares.

<sup>5</sup> Los estados financieros están expresados en dólares.

Los costos de explotación, en tanto, disminuyeron un 26,3% respecto a 2015, alcanzando US\$ 182,3 millones, debido principalmente al menor tonelaje despachado. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación de 2016 ascendió a US\$ 49,1 millones, un 37,4% mayor que en 2015.

Los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 23,8 millones, disminuyendo un 18,4% en relación a 2015, lo que se debe principalmente al menor tonelaje despachado, la mejora en los costos unitarios por aumentos en la productividad y la mantención de una política eficiente de gastos.

Debido a lo anterior, el resultado operacional alcanzado en 2016 creció un 115,6% respecto al año anterior, alcanzando US\$ 24,8 millones (US\$ 11,5 millones en 2015). Por su parte, la utilidad del ejercicio alcanzó US\$ 13,7 millones, siendo 3,2 veces superior a los US\$ 3,3 millones del año anterior. En tanto, el EBITDA pasó desde US\$ 21,9 millones en 2015 a US\$ 30,8 millones en 2015, lo que significa un incremento de 40,5% 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.

### Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable 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 2016 fue del orden de las 2,7<sup>6</sup> millones de toneladas. Por su parte, **Cintac** durante ese mismo período vendió 281 mil toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de su filial en Perú y las exportaciones, que en conjunto representaron el 24,2% de los ingresos), lo que significaría que produce sobre el 10% 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 22% de los ingresos de la compañía.

<sup>6</sup> Fuente: Instituto Chileno del Acero.

**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.

**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 31 de diciembre de 2016, tuvo ingresos por US\$ 1.636 millones, una utilidad de US\$ 98,7 millones y un patrimonio consolidado de US\$ 3.178 millones (a diciembre de 2015 tuvo ingresos por US\$ 1.475 millones, una utilidad de US\$ 12 millones y un patrimonio de US\$ 3.161 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. Durante 2016, CAP alcanzó ingresos por US\$1.636 millones, un EBITDA de US\$ 433 millones y una deuda financiera de US\$ 1.357 millones (\$1.475, US\$ 281 y US\$ 1.479 millones en 2015).

**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 2015 Chile alcanzó 179,1 kg. de consumo per cápita aparente<sup>7</sup>, muy inferior a los 336,7 kg. de EE.UU, y a los 224,4 kg. que promedió el mundo en ese período, lo que demuestra que hay una gran brecha por cubrir. En Perú, en tanto, el consumo per cápita aparente llega a los 130,2 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es que entre los años 2000 y 2015, la producción de acero mundial creció un 91%<sup>8</sup>.

**Capacidad de exportación:** Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, que actualmente alcanzan el 24,2% 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.

## Factores de riesgo

**Alta correlación de las ventas con la actividad económica:** El nivel de actividad de la compañía está directamente relacionado con los rubros de la construcción e industria, los cuales dependen fuertemente de la evolución del PIB de cada país. Esta dependencia hace vulnerable a la empresa a las oscilaciones de la actividad interna en Chile, Perú y los países donde la compañía destina sus exportaciones, sin perjuicio que más del 24% de las ventas proviene de fuera de territorio nacional.

<sup>7</sup> Consumo aparente: Producción + importaciones - exportaciones - cambio en stocks.

<sup>8</sup> Producción de acero crudo, medido en miles de toneladas.

En otro aspecto, parte importante de las ventas se orientan al sector habitacional e infraestructura vial (en conjunto, alrededor del 71,5% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 28,5% 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 2016, el índice de precios de los metales osciló entre 104,13 y 256,24 puntos<sup>9</sup>). 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.

## 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. Cuenta con las siguientes empresas filiales:

<sup>9</sup> Fuente: FMI, Metals Price Index, 2005 = 100.

- 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.
- 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.

## 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 2016:

**Tabla N°1: Accionistas principales**

Accionista	Nº de acciones	Propiedad (%)
Novacero S.A.	224.014.411	50,93%
Fondo de Inversión Moneda Pionero	51.811.139	11,78%
CAP S.A.	48.514.030	11,03%
AFP Habitat S.A.	30.049.318	6,83%
AFP Provida S.A.	22.914.641	5,21%
AFP Cuprum S.A.	19.748.631	4,49%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	8.575.520	1,95%
MBI Arbitrage Fondo de Inversión	7.588.591	1,73%
Compass Group Chile S.A. Adm Gral. de Fondos	4.764.065	1,08%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	4.642.615	1,06%
Otros accionistas	17.194.234	3,91%
<b>Total</b>	<b>439.817.195</b>	<b>100,00%</b>

## Directores y ejecutivos

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

**Tabla N°2: Directorio Cintac S.A.**

Cargo	Nombre
Presidente	Roberto de Andracá Barbás
Vicepresidente	Eddie Navarrete Cerdá
Director	Ernesto Escobar Elissetche
Director	Jorge Pérez Cueto
Director	Mario Puentes Lacámara
Director	Felipe Díaz Ramos
Director	Fernando Reitich Sloer

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	Pedro Pablo Olivera Urrutia
Gerente de Finanzas	Miguel Enrique Reyes Gómez

## Distribuidores, clientes, proveedores, inventarios

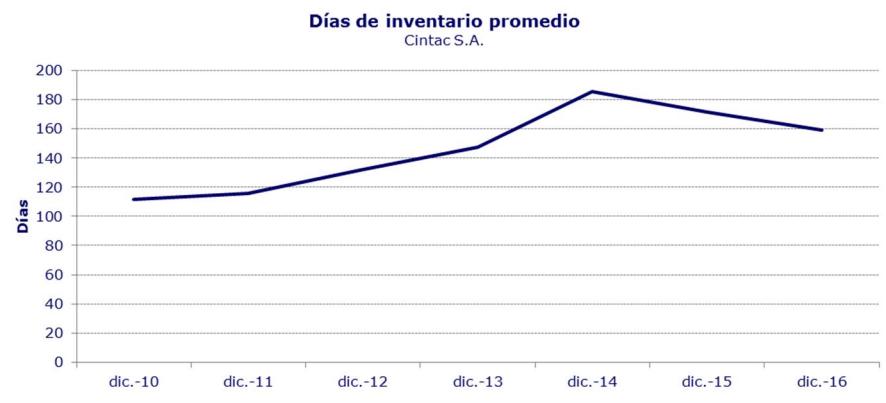
### Insumos y proveedores

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 compañías pertenecientes a **Cintac** se surten a través de una amplia gama de proveedores, correspondiendo los principales suministradores a importantes empresas de acero en el mundo y adicionalmente de materiales de construcción. En el pasado, el principal proveedor de acero era Compañía Siderúrgica Huachipato S.A., filial de CAP, controladora de **Cintac**, empresa que a mediados de 2013 dejó de vender aceros planos, y eso conllevó a que en la actualidad todo el abastecimiento se efectúe mediante *traders* extranjeros. Proveedores importantes de la empresa son Samsung C and T Corporation y Duferco S.A.

### Inventarios

Durante el período comprendido entre 2010 y 2014, el nivel de inventarios fue creciente, y obedeció principalmente a la 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 han hecho que sea necesario mejorar el nivel de manejo de las existencias para alcanzar un mayor nivel de eficiencia. Desde 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, que alcanzó a 159 días en diciembre de 2016.

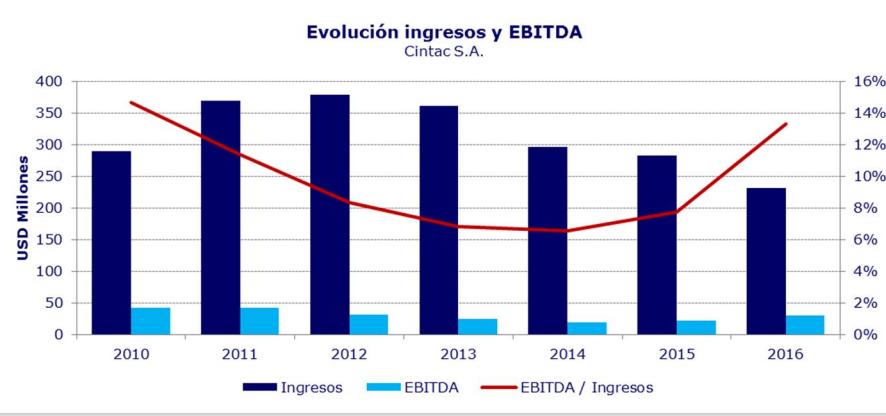


## Análisis financiero

Desde 2010, la empresa comenzó a presentar sus estados financieros bajo la norma IFRS, adoptando como moneda funcional el dólar estadounidense.

### Evolución de ingresos, EBITDA y márgenes

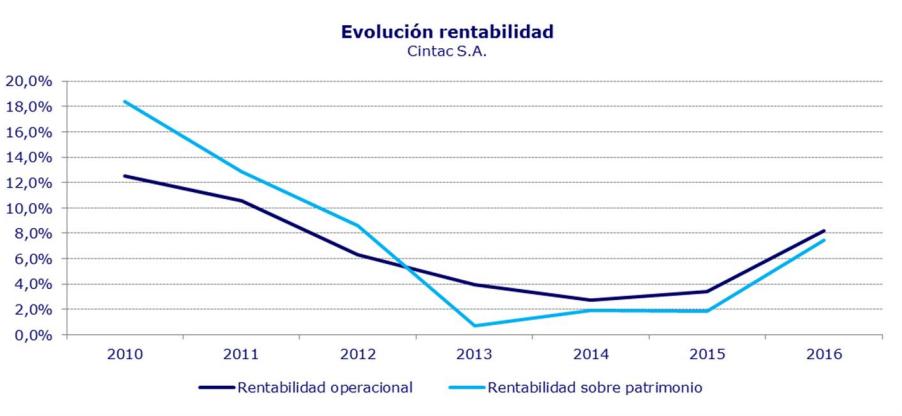
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, que abarca los ejercicios anuales comprendidos entre 2010 y 2016.



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 explicadas 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\$ 30,8 millones en 2016 (US\$ 21,9 millones en 2015), producto de menores costos de la disminución de los gastos de administración y costos de distribución

ocurrida en 2016, que incrementaron el resultado operacional de la compañía. En el período 2010-2015, el margen EBITDA ha fluctuado entre 14,6% y 6,6%, cerrando el 2016 con 13,3%.

Por su parte, el margen operacional representó un 21,2% de los ingresos de **Cintac**, superior al 12,6% registrado en el año anterior, lo que se debió al menor costo de venta del período. El resultado operacional representó un 10,7% de los ingresos en 2016 y su incremento respecto al mismo período anterior radicó principalmente en la mayor eficiencia en el control de los gastos de administración y costos de distribución, que disminuyeron un 20,7 y un 17,3% respectivamente en el período.

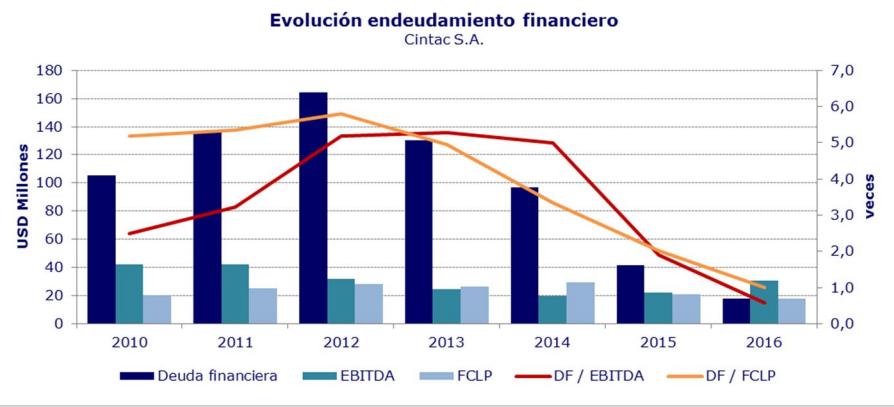


## Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez<sup>10</sup>

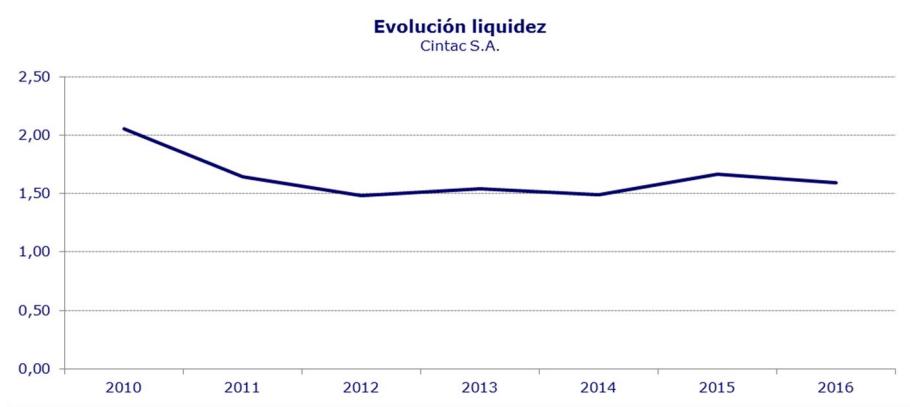
La deuda financiera de **Cintac** ha ido disminuyendo en los últimos años y alcanzó US\$ 18 millones en diciembre de 2016, un 56,9% inferior a lo mostrado en el ejercicio anterior, cuando alcanzó US\$ 41,8 millones. Lo anterior, se debe principalmente a una baja de 71,9% en las cartas de crédito por compras de materias primas y activo fijo observada el último año (US\$ 10,6 millones), y porque en 2016 no mantuvo préstamos de largo plazo con entidades financieras (en 2015 alcanzaron US\$ 13,4 millones). Casi la totalidad de la deuda financiera (99,9%) se ubica en la porción corriente y corresponde principalmente a préstamos de corto plazo con entidades financieras y cartas de crédito (11,4% y 3,6 del total de pasivo exigible respectivamente)<sup>11</sup>. Entre los años 2010 y 2013, el *ratio* de endeudamiento financiero sobre EBITDA tuvo una tendencia al alza que llegó a 5,3 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 han hecho reducir este indicador en los últimos tres años, pasando desde 5 a 0,6 veces en el mismo período.

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

<sup>11</sup> De esta deuda, US\$ 13,6 millones corresponden a las dos últimas cuotas de un crédito largo plazo vigente hasta fines de 2017.



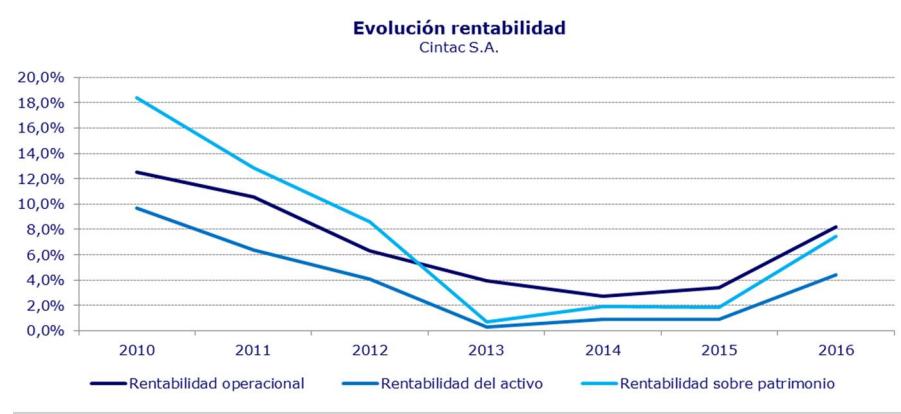
Desde 2010 los activos circulantes sobre los pasivos circulantes, en una primera instancia, han ido a la baja, manteniéndose entre 2012 y 2014 en niveles en torno a las 1,5 veces, incrementándose a 1,7 veces en 2015. En el último período, este indicador disminuyó a 1,6 veces, debido principalmente al menor nivel de inventario alcanzado en esa fecha.



## Rentabilidad<sup>12</sup>

Durante el período comprendido entre 2011 y 2013 se puede apreciar una disminución del rendimiento de los activos y del patrimonio, producto de una continua disminución de las ganancias de la compañía. Durante 2014 en tanto, la rentabilidad operacional siguió cayendo hasta 2,7%, pero repuntó a contar de 2015 debido al mayor resultado operacional observado desde ese período. La utilidad de la compañía mostró una mejora en 2014, y representó el 2,0% del patrimonio de ese año. Sin embargo, en 2015 hubo una leve baja en el resultado del ejercicio que se tradujo en una rentabilidad sobre el patrimonio de 1,8%. Los mejores resultados observados en 2016, donde el resultado operacional y la utilidad de la compañía se expandieron 1,2 y 3,2 veces respectivamente se vieron reflejados en mejores indicadores, con una rentabilidad operacional, sobre patrimonio y del activo de 8,2%, 7,4% y 4,4% respectivamente (3,4%, 1,8% y 0,9% en 2015).

<sup>12</sup> Rentabilidad operacional activos: Resultado operacional / (Activos corrientes promedio + Propiedades, planta y equipos, promedio)  
Rentabilidad patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio



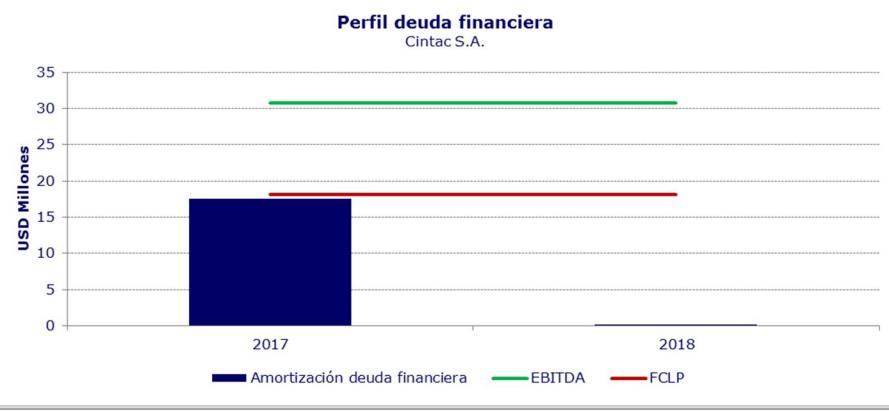
## Generación de flujos y perfil de pago de la deuda<sup>13</sup>

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP<sup>14</sup>) del emisor, dado su nivel de activo y carga financiera, es del orden de los US\$ 18,1 millones; 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 2014 (el de peor rendimiento de los activos en los últimos cinco), pero asumiendo la actual estructura de activos y pasivos, el FCLP sería de aproximadamente US\$ 14,8 millones. Por el contrario, si la referencia es exclusivamente el año 2011, el de mejor rendimiento de los últimos cinco ejercicios anuales, el FCLP ascendería a cerca de US\$ 31,2 millones.

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

<sup>13</sup> Los supuestos y criterios para este análisis son de responsabilidad exclusiva de **Humphreys** y no necesariamente son compartidos por la sociedad emisora.

<sup>14</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.



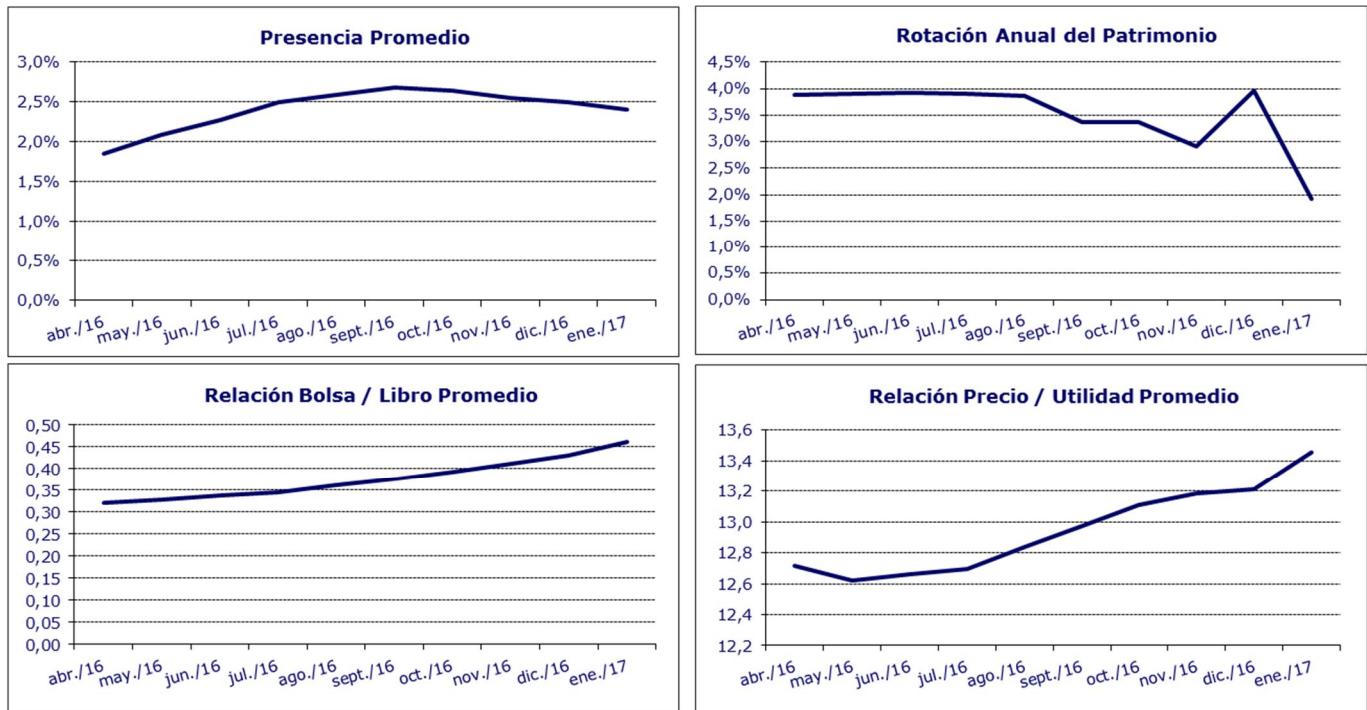
En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora es más que suficiente para responder a sus obligaciones financieras no corrientes, quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos. Con todo, la deuda de corto plazo, asumida por la empresa para financiar capital de trabajo, debiera ser cubierta con los recursos obtenidos en la cobranza de las cuentas por cobrar y en la enajenación de las existencias (incluso, los riesgos que podría significar el incremento del nivel de existencias, se morigera al considerar que, según datos al 31 de diciembre de 2016, los inventarios podrían castigarse un 77% y la razón circulante aún se mantendría sobre 1,1 veces).

## Desempeño bursátil de la acción

Respecto de los indicadores bursátiles, se puede observar que entre enero de 2011 y febrero de 2012 hubo una disminución de la presencia promedio de la acción, pasando de 81,1% a 15,0%. Desde entonces, ha registrado una consistente caída que promedió 1,4% durante el período 2015, pero que repuntó en 2016 al promediar un 2,5%.

En el siguiente gráfico podemos ver la evolución de la presencia ajustada desde diciembre de 2009, donde se aprecia lo expresado anteriormente.





"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."