



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Cintac S.A.

Marzo 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo y contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Línea de Bonos	A
Tendencia	Favorable ¹
Acciones (CINTAC)	Primera Clase Nivel 3 ²
Tendencia	Estable
Estados financieros	31 diciembre 2017

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	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Activos corrientes	213.725	246.392	228.848	250.350	197.081	176.826	187.828
Activos no corrientes	132.123	148.367	145.389	129.429	121.049	126.847	131.867
Total activos	345.848	394.759	374.237	379.779	318.130	303.673	319.695
Pasivos corrientes	129.946	165.936	148.656	168.310	118.402	110.883	118.305
Pasivos no corrientes	45.761	51.371	47.374	32.966	19.589	5.955	6.945
Total pasivos	175.707	217.307	196.030	201.276	137.991	116.838	125.250
Patrimonio	170.141	177.452	178.207	178.503	180.139	186.835	194.445
Total pasivos y patrimonio	345.848	394.759	374.237	379.779	318.130	303.673	319.695
Deuda financiera	135.488	164.298	130.523	97.124	41.823	18.006	4.978

Estado de situación financiera consolidado IFRS							
MUSD de cada período	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos	369.031	378.454	360.778	296.553	282.901	231.313	266.698
Costo de venta	-299.263	-316.959	-304.581	-256.391	-247.191	-182.250	-217.527
Gastos de adm. y distribución	-35.736	-38.748	-41.112	-30.171	-29.182	-23.818	-23.469
Otras ganancias (pérdidas)	-349	-438	-342	108	4.953	-492	43
Resultado operacional	33.683	22.309	14.743	10.099	11.481	24.753	25.745
Costos financieros	-5.682	-6.168	-4.827	-4.858	-4.424	-3.332	-2.586
Ganancia	21.196	14.622	1.191	3.478	3.273	13.651	15.660
EBITDA³	42.032	31.643	24.679	19.472	21.911	30.775	31.551

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 4.

³ 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 2017, la compañía obtuvo ingresos consolidados por US\$ 266,7 millones, un EBITDA de US\$ 31,6 millones, una deuda financiera de US\$ 5,0 millones y un patrimonio de US\$ 194,4 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.

La modificación en el *rating* asignado a los títulos accionarios, desde "Primera Clase Nivel 4" a "Primera Clase Nivel 3", se explica por el hecho que las acciones de la compañía, si bien mantiene un presencia bursátil bajo 20%, el emisor cuenta un contrato para operaciones de *market maker*.

Por otra parte, **Humphreys** cambió la tendencia de la clasificación de riesgo de la línea de bonos de **Cintac**, desde "Estable" a "Favorable", dada la continua disminución del nivel de deuda financiera que ha mostrado la compañía en los últimos años, de hecho entre los años 2012 y 2017 se redujo en un 95%. Lo anterior, en conjunto con un control más eficiente de los costos de administración y distribución y una mayor diversificación de sus áreas de negocio tanto en Chile como en Perú.

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 (que ha mostrado un crecimiento contante en los últimos tres años), la capacidad exportadora del grupo (que le permitiría ingresar en otros países), y las perspectivas de crecimiento del consumo de acero en Chile, dado el bajo consumo per cápita de su segmento objetivo en el mercado doméstico en comparación con países de mayor desarrollo.

Complementariamente, la evaluación se ve favorecida por la diversificación del *mix* de productos ofrecido por el grupo (con las limitantes propias de ser un negocio ligado casi exclusivamente a una materia prima: el acero), los resultados exhibidos en el pasado (incluso bajo un contexto de volatilidad de precios del acero), y una capacidad financiera adecuada en caso de tener un plan de inversión futuro.

Desde otra perspectiva, entre los factores que restringen la nota de riesgo se encuentra la alta correlación de las ventas de la compañía con la actividad económica de los países de destino de las mismas, especialmente porque parte importante de ellas se orienta hacia los sectores habitacionales y de proyectos industriales, que

tienden a contraerse fuertemente en períodos recesivos. Esto fue confirmado por las variaciones observadas en ventas y resultados en el período 2008-2010. Todo lo anterior, sin embargo, se ve atenuado, en parte, por el impulso de los gobiernos a las obras viales y viviendas sociales en períodos de contracción económica. En todo caso, se evalúa positivamente la flexibilidad que presenta el *mix* de productos, por cuanto puede ser redireccionado a otros rubros en caso de ser necesario.

Junto con lo anterior, dentro de los elementos que **Humphreys** considera negativamente en la clasificación, se encuentra que parte de los resultados de **Cintac** se originan en Perú, país clasificado en A3 en escala global. Aunque esta categoría está dentro del grado de inversión, representa una clasificación inferior a la de Chile (Aa3), situación que conlleva el riesgo de transferencia de divisas, lo que incrementa la probabilidad de reducción en los flujos disponibles ante períodos recesivos (reconociéndose que con el tiempo se ha ido reduciendo la brecha entre ambos riesgos soberanos). Por otra parte, lo positivo del potencial de crecimiento de las exportaciones se contrarresta fuertemente por el hecho que algunas están orientadas a países como Bolivia y Ecuador, menos estables que Chile y, por lo tanto, más vulnerables a crisis económicas (el riesgo de cada uno en escala global es: Bolivia: Ba3 y Ecuador: B3), lo que se contrarresta con el creciente nivel de exportaciones a Estados Unidos, país que cuenta con la más alta clasificación global (Aaa).

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

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

La exposición al tipo de cambio también se incorpora como un riesgo, pero se reconoce que éste en la actualidad no es tan alto por cuanto la compra de insumos está indexada al dólar.

Para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la sociedad no experimente deterioros significativos en las fortalezas que determinan su clasificación de riesgo, y que no incremente su nivel de deuda financiera en relación con su generación de flujos de caja; en caso contrario, la clasificación podría ser revisada. También, se espera que su matriz no reduzca su nivel de solvencia en forma abrupta

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 2017

A diciembre 2017, **Cintac** generó ingresos de explotación consolidados por US\$ 266,7 millones, lo que representa un crecimiento de 15,3% respecto de diciembre de 2016. Este aumento se explica principalmente por un alza de 8,5% en el tonelaje despachado. Otro factor que explica los mayores ingresos, es que los precios de comercialización de la compañía mostraron un crecimiento de 6,3% en el último año. Los costos de explotación, en tanto, aumentaron en un 19,4% respecto a 2016, alcanzando US\$ 217,5 millones, debido principalmente por un alza a un mayor tonelaje vendido, a un aumento en el precio de la materia prima y a un mayor *mix* de productos a la venta, aminorado por menores costos de fabricación. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación de 2017 ascendió a US\$ 49,2 millones, un 0,2% mayor que en 2016.

Los gastos de administración y costos de distribución sumaron US\$ 23,5 millones, disminuyendo un 1,5% en relación a 2016, lo que se debe principalmente a la política de control de gastos que se viene implementando hace un tiempo, permitiendo alcanzar menores gastos unitarios por producto.

Debido a lo anterior, el resultado operacional alcanzado en 2017 creció un 4,0% respecto al año anterior, llegando a US\$ 25,7 millones (US\$ 24,6 millones en 2016). Por su parte, la utilidad del ejercicio fue de US\$ 15,7 millones, siendo 14,7% superior a lo obtenido el año anterior. En tanto, el EBITDA pasó desde US\$ 30,8 millones en 2016 a US\$ 31,6 millones en 2017, lo que significa un incremento de 2,5% 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 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Oportunidades y fortalezas

Posicionamiento de mercado: La compañía, como grupo dedicado a la comercialización y servicio de productos de acero, ha consolidado su posicionamiento de mercado, con una oferta compuesta por un amplio *mix* de bienes y servicios. Si bien no existen cifras oficiales para medir la participación de mercado, la importancia de la sociedad queda reflejada en el hecho que en Chile el consumo estimado de acero para 2017 fue del orden de las 2,7⁴ millones de toneladas. Por su parte, **Cintac** durante ese mismo período vendió 304 mil toneladas (no obstante, este nivel incluye las ventas de su filial en Perú y las exportaciones, que en conjunto representaron el 26,8% de los ingresos), lo que significaría que produce sobre el 11% del consumo interno del país. Como contrapartida, el análisis debe considerar que no todos los consumidores locales de acero forman parte del mercado objetivo del emisor. Además, se reconoce la importancia de Tubos y Perfiles Metálicos S.A. en Perú, con una alta participación del mercado de ese país, y que en los últimos tres años ha promediado el 24% de los ingresos de la compañía.

Amplio mix de productos: La empresa posee un abundante *mix* de productos con moderada dependencia entre sí, ayudando así a una mayor estabilización de los ingresos y un menor impacto de los períodos de crisis sobre la rentabilidad del emisor. Adicionalmente, el tener una oferta de productos más amplia que su competencia también le beneficia al entregarle un mejor poder negociador frente a sus distribuidores, en comparación a si la oferta fuese más reducida.

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 y soluciones con mayor valor agregado en el área de la construcción.

Respaldo de CAP: La actividad productiva y comercial de **Cintac** se ha enmarcado dentro de la estrategia de desarrollo integral de la matriz CAP. En opinión de **Humphreys**, esto genera transferencia de *know how*, y crea un fuerte compromiso de la matriz con su filial. CAP es una entidad que según los últimos estados financieros al 31 de diciembre de 2017, tuvo ingresos por US\$ 1.932 millones, una utilidad de US\$ 192,1 millones y un patrimonio consolidado de US\$ 3.264 millones (a diciembre de 2016 tuvo ingresos por

⁴ Fuente: Instituto Chileno del Acero.

US\$ 1.636 millones, una utilidad de US\$ 98,7 millones y un patrimonio de US\$ 3.178 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 un EBITDA de US\$ 567 millones y una deuda financiera de US\$ 1.078 millones (US\$ 433 y US\$ 1.357 millones en 2016).

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 2016 Chile alcanzó 177 kg. de consumo per cápita aparente⁵, muy inferior a los 318,4 kg. de EE.UU, y a los 222,7 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 120,2 kg. Otro dato que refleja el crecimiento potencial, es que entre los años 2000 y 2016, la producción de acero mundial creció un 91%⁶.

Capacidad de exportación: Se reconoce un positivo potencial de crecimiento de las exportaciones, que actualmente alcanzan el 26,8% de las ventas, incluyendo la filial de Perú. La compañía proyecta concentrar sus esfuerzos en esta filial, ya que Perú es considerado como mercado no explotado, con presencia aún incipiente de distribuidores mayoristas, en un contexto de un alto crecimiento a nivel país y donde el precio no es tan volátil, por lo que se esperan crecimientos importantes en el corto plazo dado el poco desarrollo habitacional.

Además, la compañía ha realizado nuevas inversiones en Perú durante 2017, inaugurando una planta de servicios de galvanizado y una línea de paneles aislados permitiéndole entrar a nuevos negocios en donde no participaba anteriormente.

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 26% de las ventas proviene de fuera de territorio nacional.

En otro aspecto, parte importante de las ventas se orientan al sector habitacional e infraestructura vial (en conjunto, alrededor del 72,1% de las ventas consolidadas), sectores que tienden a una fuerte contracción en períodos recesivos (sin perjuicio de considerar que el 27,9% 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.

⁵ Consumo aparente: Producción + importaciones - exportaciones - cambio en stocks.

⁶ Producción de acero crudo, medido en miles de toneladas.

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 2017, el índice de precios de los metales osciló entre 104,13 y 256,24 puntos⁷). 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:

- 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.

⁷ Fuente: FMI, Metals Price Index, 2005 = 100.

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 2017:

Tabla N°1: Accionistas principales

Accionista	Nº de acciones	Propiedad (%)
Novacero S.A.	224.014.411	50,93%
Fondo de Inversión Moneda Pionero	52.974.975	12,04%
CAP S.A.	48.514.030	11,03%
AFP Habitat S.A. Fondo tipo C	16.281.911	3,70%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de inversión	13.978.053	3,18%
AFP Cuprum S.A. Fondo tipo C	11.579.504	2,63%
AFP Provida S.A. Fondo de pensiones tipo C	11.341.663	2,58%
BCI Small Cap Chile Fondo de inversión	8.462.245	1,92%
AFP Habitat S.A. Fondo tipo B	7.295.440	1,66%
MBI Arbitrage Fondo de Inversión	6.085.707	1,38%
AFP Habitat S.A. Fondo tipo A	4.831.461	1,10%
Toesta Small Cap Chile Fondo de inversión	3.646.884	0,83%
Otros accionistas	17.194.234	7,02%
Total	439.817.195	100,00%

Directores y ejecutivos

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

Tabla N°2: Directorio Cintac S.A.

Cargo	Nombre
Presidente	Fernando Reitich Sloer
Vicepresidente	Eduardo Frei Bolívar
Director	Ernesto Escobar Elissetche
Director	Felipe Díaz Ramos
Director	Erick Weber Paulus
Director	Roberto de Andraca Adriasola
Director	Paul Schiodtz Obilinovich

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 filiales de **Cintac** se surten a través de una amplia gama de proveedores, donde los principales suministradores corresponden a importantes empresas de acero en el mundo y, adicionalmente, de materiales de construcción. 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 Dufurco 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. A partir de 2015, producto de la disminución en el precio del acero observado en ese período, la compañía comenzó a minimizar su nivel de stock, privilegiando aquellos de mayor valor agregado, lo que se tradujo en una disminución en el número de días de inventario promedio. Posteriormente, entre 2016 y 2017, el precio del acero comenzó a mostrar una recuperación, sin embargo la compañía continuó con su política de eficiencia de inventarios alcanzando 108 días a diciembre de 2017, menor a los 159 días mostrados en 2016.

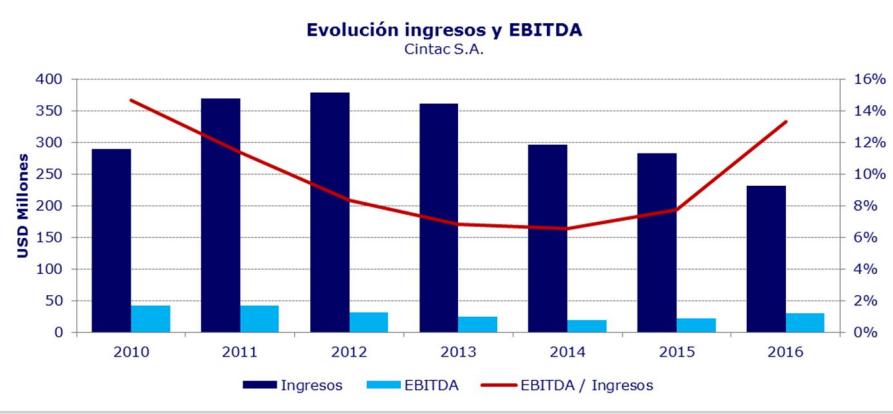


Análisis financiero

Cabe señalar que 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

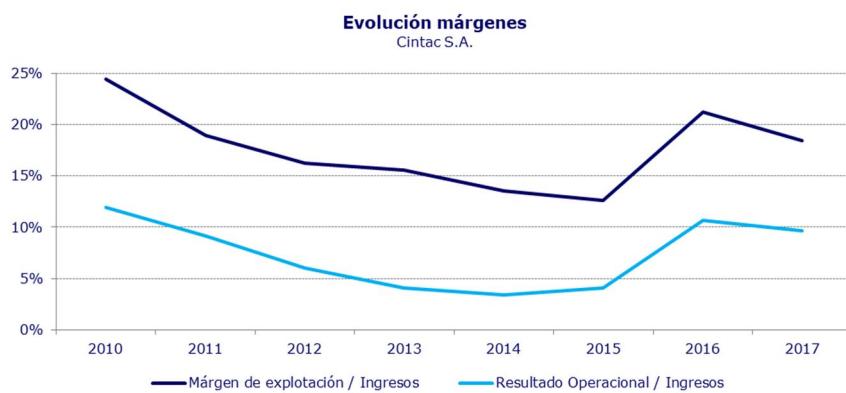
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Cintac**, que abarca los ejercicios anuales comprendidos entre 2010 y 2017.



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\$ 31,6 millones en 2017 (US\$ 30,8 millones en 2016 y US\$ 21,9 millones en 2015), producto, principalmente, de la mayor cantidad de toneladas despachadas en 2017 y de menores costos por la disminución de los gastos de administración y costos de

distribución ocurrida desde 2016, que incrementaron fuertemente el resultado operacional de la compañía. En el período 2010-2017, el margen EBITDA ha fluctuado entre 14,6% y 6,6%, cerrando el 2017 con 11,9%.

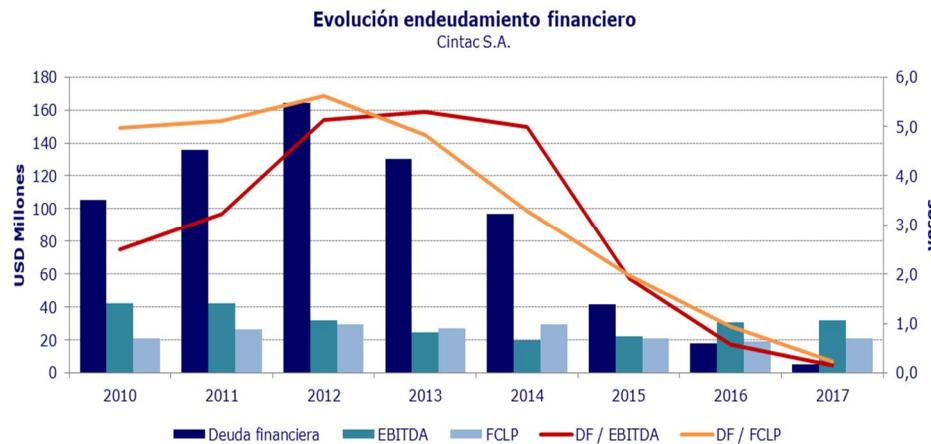
Por su parte, el margen operacional representó un 18,4% de los ingresos de **Cintac**, menor al 21,2% registrado en el año anterior, lo que se debió a un mayor costo de materias primas y volumen de ventas en este periodo. Del mismo modo, el resultado operacional representó un 9,7% de los ingresos en 2017 y su disminución respecto al mismo período anterior radicó en los mayores costos contraídos; sin embargo, se ve contrarrestado por una baja en los gastos de administración y distribución por la mayor eficiencia en el control de estos en los últimos años.



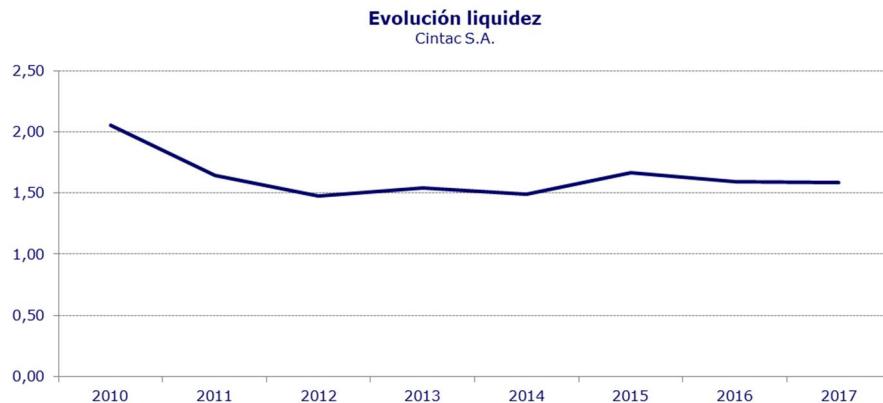
Evolución del endeudamiento financiero y de la liquidez⁸

La deuda financiera de **Cintac** ha ido disminuyendo en los últimos años alcanzando US\$ 5,0 millones en diciembre de 2017, un 72,4% inferior a lo mostrado en el ejercicio anterior y 88,1% a lo exhibido en 2015, cuando alcanzaba US\$ 18,0 y US\$ 41,8 millones, respectivamente. Lo anterior, se debe principalmente a una baja de 62,1% en las cartas de crédito por compras de materias primas y activo fijo observada el último año y porque en 2017 no mantuvo préstamos de corto plazo con entidades financieras (en 2016 alcanzaron US\$ 13,3 millones). La totalidad de la deuda financiera (100,0%) se ubica en la porción corriente y corresponde principalmente pasivos de cobertura y cartas de crédito (68,0% y 31,7 del total de pasivo exigible respectivamente). 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 ha hecho reducir considerablemente este indicador en los últimos cuatro años, pasando desde 5 a 0,2 veces en el dicho período. Del mismo modo, el indicador deuda financiera sobre FCLP pasa desde 3,3 veces en 2015 a 0,2 en 2017.

⁸ 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.



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 se mantuvo con respecto a 2016 alcanzando las 1,6 veces, debido a un crecimiento de los activos corrientes y pasivos corrientes en similar proporción. Los activos corrientes crecieron por mayores volúmenes de cuentas por cobrar producto del crecimiento de las ventas en 2017 y los pasivos corrientes aumentaron debido a mayores cuentas por cobrar por el alza en los precios de materias primas.



Rentabilidad⁹

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

⁹ Rentabilidad operacional activos: Resultado operacional / (Activos corrientes promedio + Propiedades, planta y equipos, promedio)
Rentabilidad patrimonio: Utilidad del ejercicio / Patrimonio promedio

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 de forma importante, se vieron reflejados en mejores indicadores, situación que se mantuvo durante 2017 cuando se muestra una continua mejoría en los indicadores de rentabilidad operacional, sobre patrimonio y del activo de 8,5%, 8,2% y 5,0%, respectivamente (8,2%, 7,4% y 4,4% en 2016).



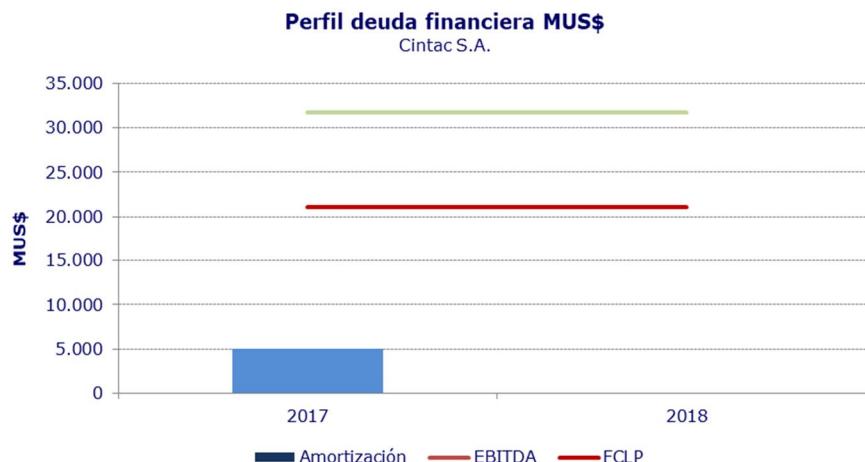
Generación de flujos y perfil de pago de la deuda¹⁰

De acuerdo con la metodología de **Humphreys**, la capacidad de generación de flujos de largo plazo (FCLP¹¹) del emisor, dado su nivel de activo y carga financiera, es del orden de los US\$ 21,1 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 años), pero asumiendo la actual estructura de activos y pasivos, el FCLP sería de aproximadamente US\$ 16,1 millones. Por el contrario, si la referencia es exclusivamente el año 2011, el de mejor rendimiento mostrado en los últimos años, el FCLP ascendería a cerca de US\$ 35,1 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.

¹⁰ Los supuestos y criterios para este análisis son de responsabilidad exclusiva de **Humphreys** y no necesariamente son compartidos por la sociedad emisora.

¹¹ 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.

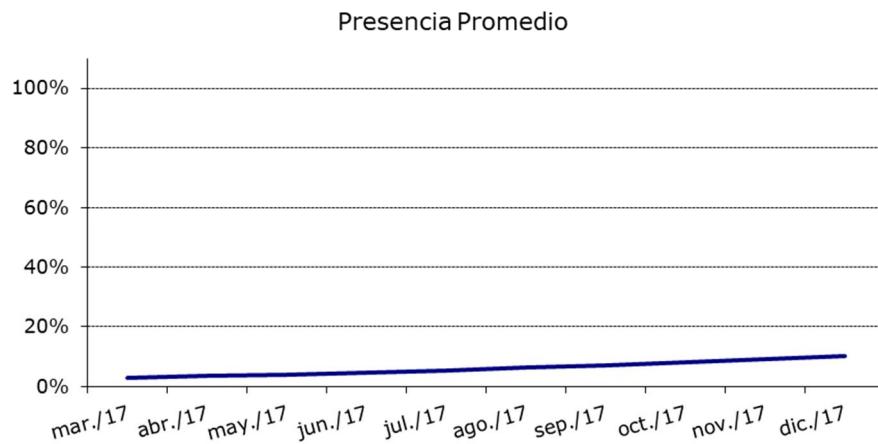


En el gráfico anterior se puede visualizar que el flujo de largo de plazo estimado por esta clasificadora es más que suficiente para responder a la totalidad de sus obligaciones financieras (actualmente solo poseen deuda financiera a corto plazo), quedando excedentes para financiar inversiones y repartir dividendos. Con todo, la deuda actual, 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 2017, los inventarios podrían castigarse un 90% 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 marzo de 2017 y diciembre de 2017, la presencia promedio de la acción posee una tendencia al alza, pasando de 3,0% a 10,1%.

En línea con lo anterior, es importante mencionar que la compañía desde finales de 2017 cuenta con un contrato *market maker*, con una vigencia de 6 meses, renovable de forma automática a no ser que alguna de las partes ponga término a este con 30 días de anticipación.



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la 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."