



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Primera Clasificación del Emisor y sus valores

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Invexans S.A.

Mayo 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Tipo de Instrumento	Categoría
Solvencia	BBB
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2015

Estado de resultados consolidado IFRS							
MUS\$ de cada año	2009 (1)	2010 (1)	2011 (1)	2012	2013	2014	Mar 2015
Ingresos totales	316.472	417.515	436.825	369	815	673	90
Costo de ventas	-264.571	-349.756	-360.006	-113	-389	-202	-21
Margen bruto	51.901	67.759	76.819	256	426	471	69
Gastos de administración	-34.619	-36.774	-39.926	-3.374	-3.374	-4.328	-908
Resultado operacional²	10.752	21.866	25.236	-3.182	-2.993	-3.879	-839
Costos financieros	-6.169	-5.373	-7.481	-568	-2.516	-3.006	-114
Utilidad del ejercicio	32.320	-7.017	24.908	57.121	-92.551	-73.841	-5.652
Dividendos recibidos	6.120	2.660	3.468	13.762	8.068	0	0
EBITDA ³	25.094	36.547	40.230	-3.024	-2.838	-3.720	-804

Estado de Situación Financiera IFRS							
MUS\$ de cada año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Mar-2015
Activos corrientes	309.804	286.968	190.748	155.006	15.336	24.844	23.964
Activos no corrientes	418.020	419.580	550.621	729.544	592.573	521.764	458.481
Total activos	727.824	706.548	741.369	884.550	607.909	546.608	482.445
Pasivos corrientes	115.601	124.222	114.429	99.915	178.346	2.260	2.295
Pasivos no corrientes	50.976	53.493	134.791	140.801	33.569	29.675	29.413
Pasivos totales	166.577	177.715	249.220	240.716	211.915	31.935	31.708
Patrimonio	561.247	528.833	492.149	643.834	395.994	514.673	450.737
Total pasivos y patrimonio	727.824	706.548	741.369	884.550	607.909	546.608	482.445
Deuda financiera	80.261	93.850	163.130	179.537	201.920	15.038	15.089

¹ Hasta el año 2012 **Invexans S.A.** correspondía a la matriz de diversas firmas manufactureras. Posteriormente, como se presentará el texto, su única inversión corresponde a su participación en Nexans. Por lo tanto, las cifras no son estrictamente comparables.

² Resultado Operacional= Ganancia bruta + costos de distribución + gasto de administración.

³ EBITDA = Resultado operacional + depreciación.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Invexans S.A. (Invexans) corresponde a una sociedad que mantiene como principal activo su inversión en la compañía francesa productora de cables Nexans, que durante 2014 tuvo ingresos por cerca de US\$7.790 millones.⁴ Durante el mismo ejercicio **Invexans** no recibió dividendos por dicha inversión. A fines del año pasado la deuda financiera de la compañía ascendía a US\$15 millones y su patrimonio totalizaba US\$515 millones.

Invexans es una empresa controlada desde 1983 por el grupo Quiñenco, y constituida en 1944 como Madeco S.A., con el objeto de manufacturar productos a partir del cobre y sus aleaciones. Sin embargo, desde principios de 2013, sólo posee la ya señalada inversión de Nexans, en tanto que una nueva compañía, que nació con el nombre de Madeco S.A., mantiene entre sus activos las filiales de envases, perfiles y tubos.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Invexans** en "Primera Clase Nivel 4" se ha considerado la solidez patrimonial del emisor, la cual responde a la valorización estimada de su participación del 28,63% en la propiedad de Nexans, una compañía de dilatada trayectoria, cuyos orígenes datan del año 1897, y que cuenta con presencia en 40 países. Esta compañía exhibe una posición de liderazgo mundial en infraestructura energética, cables especializados de uso industrial y construcción.

Por otro lado, la compañía cuenta con el respaldo del grupo Quiñenco, uno de los grupos económicos más relevantes a nivel nacional, con presencia en los sectores minero, bancario, industrial, naviero y servicios portuarios. La clasificadora reconoce que ante un estrés financiero de **Invexans** el apoyo del *holding* se materializaría tanto por el carácter del conglomerado como por los riesgos de reputación asociados. Asimismo, la integración del emisor al grupo Quiñenco favorece su acceso a las fuentes de financiamiento y, con ello, reduce los riesgos de iliquidez en caso que Nexans retenga la totalidad o parte importante de sus utilidades o arroje resultados discretos o negativos en algún año en particular.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la volatilidad que han mostrado los dividendos recibidos por **Invexans**, los cuales han fluctuado entre US\$7 millones en 2012, y un dividendo nulo recibido durante 2014.

Asimismo, la evaluación incorpora el hecho que la liquidez de la compañía depende de factores variables, como el nivel de utilidad de su inversión, y de otros no asociados directamente con su actividad (integración a Quiñenco).

Los títulos accionarios de la sociedad se clasifican en "Primera Clase Nivel 4", atendiendo a la adecuada solvencia del emisor y a la liquidez bursátil de los instrumentos, cuya presencia promedio se ha situado consistentemente bajo el 20% en el período junio 2014-marzo 2015.

⁴ La moneda funcional de Nexans corresponde a Euros. El tipo de cambio utilizado para la conversión fue 0,8221 euros/dólar.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia ni en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro la clasificación de riesgo podría aumentar en la medida que se incremente la presencia promedio de los títulos accionarios.

Hechos recientes

Resultados 2014

Durante 2014, la empresa generó ingresos por US\$673 miles, lo que representa una caída de 17,4% respecto al año anterior. En tanto, el costo de ventas se redujo en 48,1% respecto de 2013, por lo cual el margen bruto, a pesar de la caída de los ingresos, se incrementó en 10,6%, hasta US\$471 miles.

Los gastos de administración, por su parte, registraron un incremento de 28,3% durante 2014, lo que significó, a su vez, un empeoramiento de 29,6% en el resultado operacional, que exhibió un resultado negativo de aproximadamente US\$3.880 millones. Los costos financieros se incrementaron en 19,5%, a US\$3.006 miles, en tanto que los dividendos recibidos se redujeron a cero. De esta manera, la utilidad del ejercicio presentó un resultado negativo de US\$73.841 miles, lo que representa una mejora respecto a la pérdida de US\$92.551 miles exhibido en 2013.

A diciembre de 2014 el patrimonio de la compañía ascendía a US\$514.673 miles.

Primer trimestre 2015

Durante los primeros tres meses de 2015 los ingresos de la compañía ascendieron a US\$90 mil, lo que representa una caída de 57,5% respecto al mismo período del año anterior. En tanto, el costo de ventas se redujo en 72,7%, por lo cual el margen bruto exhibe una caída de 48,9%, hasta US\$69 mil.

Los gastos de administración, por su parte, registraron un incremento de 18,5% durante el primer trimestre de 2015, lo cual, , determinó que el resultado operacional empeorara, hasta alcanzar un resultado negativo de US\$839 mil.

La utilidad del período alcanzó un resultado negativo de US\$5.652 miles, lo que representa un empeoramiento respecto de la pérdida de US\$1.491 millones registrada en el primer trimestre de 2014.

A marzo de 2014 el patrimonio de la compañía ascendía a US\$450.737 miles.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

Primera Clase Nivel 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

Solidez patrimonial del emisor: Nexans, la principal inversión de **Invexans**, es una compañía francesa de dilatada trayectoria, fundada en 1897, y que cuenta con presencia en 40 países. Esta compañía exhibe una posición de liderazgo mundial en infraestructura energética, cables especializados de uso industrial y de la construcción, y su valoración en bolsa se situaría en torno a los US\$1.800 millones.

Respaldo del grupo Quiñenco: Este conglomerado empresarial, uno de los más relevantes a nivel nacional, tiene presencia en los sectores minero, bancario, industrial, naviero y servicios portuarios, con un nivel de patrimonio de \$5,5 billones a diciembre de 2014 e ingresos por casi \$802 mil millones durante el año pasado. De esta manera, ante una situación de estrés financiero de **Invexans**, el apoyo del *holding* se materializaría tanto por el carácter del conglomerado, como por los efectos reputacionales asociados. Asimismo, la integración a este grupo, le permite al emisor acceder a sus fuentes de financiamiento y, con ello, reduce los riesgos de iliquidez en caso que la compañía operativa Nexans retenga la totalidad o parte importante de sus utilidades, o bien arroje resultados discretos o negativos en algún año en particular.

Factores de riesgo

Volatilidad de los dividendos de Nexans: En la actualidad, la principal fuente de flujos de **Invexans** corresponde a los dividendos recibidos de su inversión en Nexans, los cuales han mostrado una alta volatilidad, fluctuando entre US\$7 millones en 2012, y un dividendo nulo recibido durante 2014.

Liquidez dependiente de factores externos: La liquidez de la compañía depende de factores que no necesariamente están bajo el control directo de **Invexans**, tales como la utilidad de la firma Nexans, así como de otros no asociados directamente con su actividad (integración a Quiñenco).

Contingencias legales: Nexans ha sido multado por la Comisión Europea por comportamiento anticompetitivo en el mercado de cables de alto voltaje submarino, la cual ha sido apelada por la compañía. Sin embargo, la subsidiaria europea ha provisionado recursos ante eventuales causas de igual naturaleza.

Asimismo, la compañía tiene diversos juicios en Brasil, que han significado efectos no despreciables en los resultados de **Invexans**.

Antecedentes generales

Historia

Invexans es la continuadora de la firma Madeco S.A. que se estableció en 1944 como manufacturera de productos de cobre y sus aleaciones (tubos y cables). Posteriormente expandió sus líneas de producción a envases flexibles (Alusa) y perfiles de aluminio (Indalum). Paralelamente, Madeco S.A. desarrolló actividades en los mercados de Argentina, Perú y Brasil.

En 2008 se transfiere la propiedad de la unidad de cables a Nexans, incorporándose a la propiedad de esta última compañía. El porcentaje del capital accionario en poder de **Invexans** se ha incrementado paulatinamente, hasta llegar al 28,63% que posee actualmente.

Cabe señalar que en 2013 Madeco S.A. se divide, siendo **Invexans** su continuadora legal, manteniendo como activos, principalmente, acciones de Nexans.⁵ El resto de los activos productivos (tubos, envases y perfiles) fueron transferidos en esa fecha a una nueva compañía, denominada Madeco S.A.

Propiedad

Directorio

A marzo de 2015 el directorio de la compañía estaba formado por siete miembros, identificados a continuación:

⁵ En esa fecha, además, se crea una nueva compañía, de nombre Madeco S.A., cuyas filiales corresponde a las empresas de envases, perfiles y tubos.

Nombre	Cargo
Francisco Pérez Mackenna	Presidente
Fernán Gazmuri Plaza	Vicepresidente
Hernán Büchi Buc	Director
Andrónico Luksic Craig	Director
Alejandro Ferreiro Yazigi	Director
Rodrigo Hinzpeter Kirberg	Director
Hubert Porte	Director

Accionistas

El controlador de **Invexans** es Quiñenco, que es titular de un 98,33% de las acciones emitidas y pagadas, directamente y a través de las sociedades Inversiones río Azul S.A., Inmobiliaria Monte Verde S.A. e Inversiones Río Grande SpA.

Los principales accionistas de **Invexans** se presentan a continuación:

Nombre	% de propiedad
Quiñenco S.A.	75,1%
Inv. Río Azul S.A.	10,7%
Inmobiliaria Norte Verde S.A.	6,4%
Inversiones Río Grande SpA	6,2%
Banchile C. de B. S.A.	0,7%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,1%
Santander S.A. C. de B.	0,1%
BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	0,1%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	0,1%
BCI C. de B. S.A.	0,1%
Otros	0,6%

Nexans

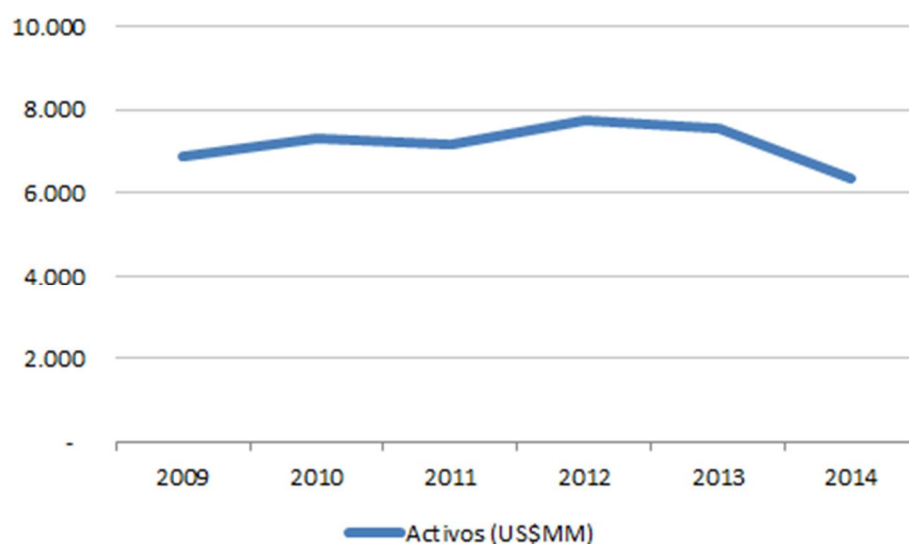
Los orígenes de esta compañía datan del año 1897, año de su fundación en Francia, contando actualmente con presencia industrial en 40 países.

La participación de **Invexans** en Nexans se ha incrementado desde el 9% en 2008, año de la venta de la unidad de cables a esta compañía, hasta el actual 28,63%, lo cual le permite elegir tres directores en esa compañía.

Nexans participa en los mercados de infraestructura energética, en el desarrollo de líneas de alta tensión subterránea, submarina y aérea. Por otra parte, opera en el segmento industrial, en los sectores de extracción de recursos (minería, petróleo y gas) y energía renovable y nuclear. El tercer segmento de operación de esta compañía corresponde al mercado de la construcción.

La base de activos de la compañía se ha situado entre US\$6.000 millones y US\$ 8.000 millones en el período 2009-2014, como se aprecia en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Nexans. Activos Totales. 2009-2014
(US\$ Millones)



Estos activos han permitido a Nexans generar ingresos que bordearon los US\$10.000 millones entre 2012 y 2013, y que se redujeron a niveles cercanos a U\$8.000 millones en el más reciente ejercicio (Ilustración 2), mientras que las utilidades han caído desde los US\$112 millones en 2010 a una pérdida de US\$207 millones en 2014 (Ilustración 3). Con todo, desde 2013 la compañía ha efectuado un proceso de reestructuración, enfocando su cartera de clientes en aquellos segmentos de alto valor agregado, lo cual le ha permitido exhibir un crecimiento orgánico de 1,8%⁶ en el primer trimestre de 2015, en comparación con igual período de 2014.

⁶ Nexans reporta el crecimiento orgánico de sus ventas, para lo cual excluye el efecto de adquisiciones y/o desinversiones, efectos de tipo de cambio o variaciones de los precios de los metales base.

Ilustración 2
Nexans. Ingresos Totales. 2009-2014
(US\$ Millones)

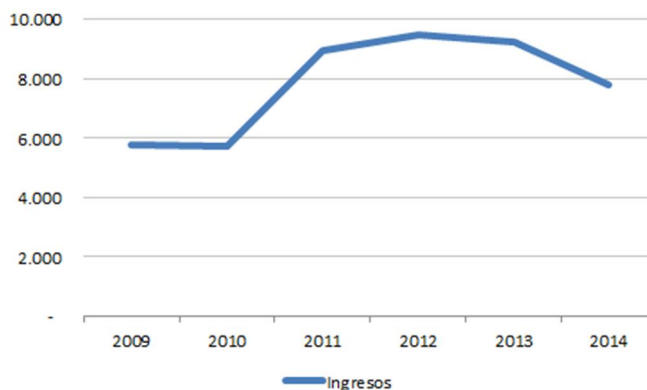
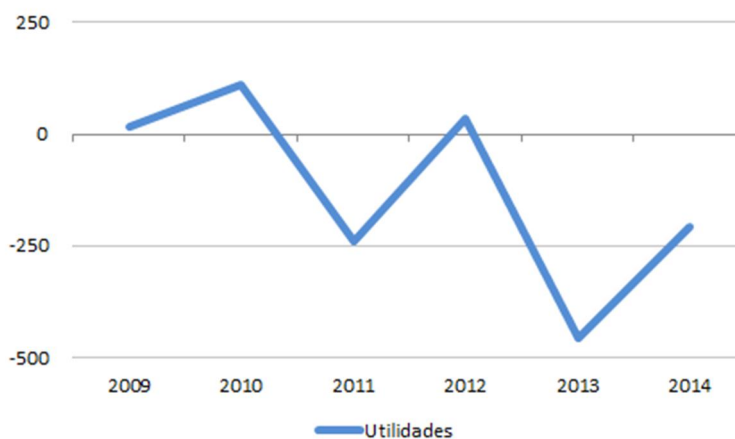


Ilustración 3
Nexans. Utilidades. 2009-2014
(US\$ Millones)



Análisis financiero⁷

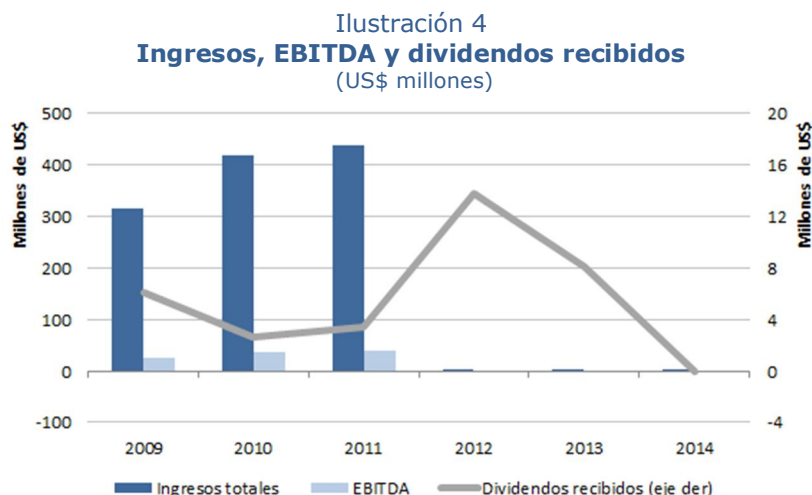
Evolución de los ingresos y EBITDA

La trayectoria de los ingresos de **Invexans** da cuenta del cambio en la naturaleza de la firma. En efecto, hasta 2011 la firma operaba en el sector industrial, y sus filiales producían tubos, cables, perfiles de aluminio y envases flexibles. Como se ha señalado, con posterioridad **Invexans** sólo opera como sociedad de inversiones, cuyo principal activo corresponde al 28,63% de la propiedad de Nexans.

De esta manera, como se aprecia en la Ilustración 4, los ingresos totales, que superaron los US\$400 millones durante 2011, con posterioridad caen en forma significativa. Por otro lado, los dividendos recibidos exhiben una alta variabilidad, superando los US\$13 millones durante 2012 (que consideran

⁷ El análisis de los *ratios* financieros debe considerar que las cifras hasta el año 2011 no son comparables con aquellas exhibidas a partir de 2012.

US\$7 millones recibidos de Nexans), para posteriormente caer a US\$8 millones durante 2013 y registrar un valor nulo durante 2014.



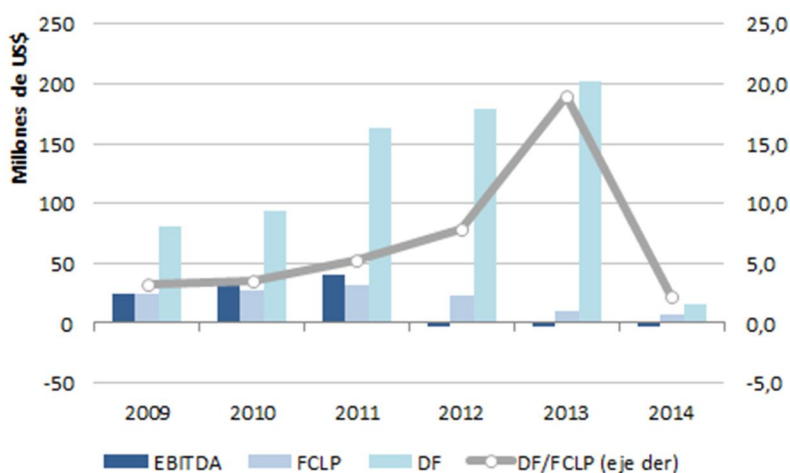
Por su parte, a partir de 2012 el EBITDA muestra una alta variabilidad, puesto que se ha visto influido por circunstancias puntuales, tales como el reconocimiento, en 2013, del efecto de un *goodwill* negativo y de la contabilización de los gastos asociados a un proceso contencioso en Brasil.

Por su parte, la Ilustración 5 muestra el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁸, y las medidas de endeudamiento relativo Deuda Financiera a FCLP y Deuda Financiera a EBITDA.

Se aprecia que la medida de endeudamiento relativo DF/FCLP presenta una importante caída en 2014, ya que la reducción de la generación de flujos señalada anteriormente se produce en conjunto con una disminución de la deuda financiera, esta última producto de un aumento de capital materializado en ese período. De esta manera, el indicador DF/FCLP calculado por **Humphreys**, que se situaba en 8,7 veces a fines de 2013, se reduce en niveles inferiores a 1,3 a fines de 2014.

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.

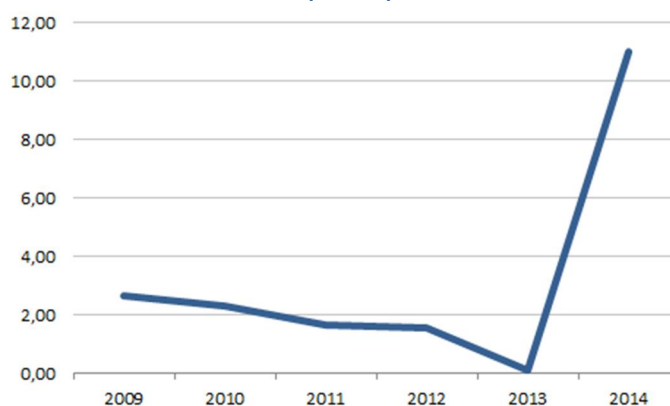
Ilustración 5
EBITDA, FCLP, Deuda Financiera, DF/FCLP
 (US\$ millones y número de veces)



Liquidez

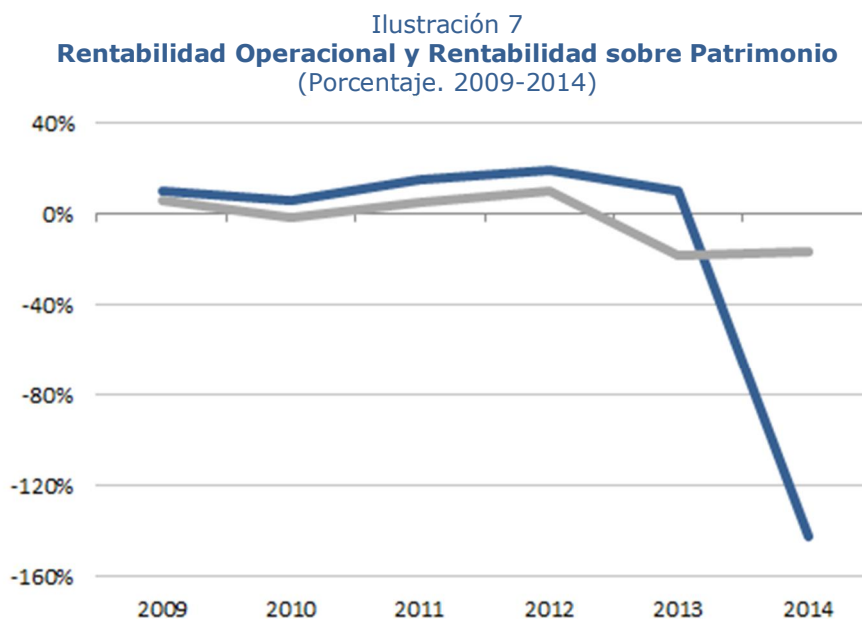
La liquidez, medida a través de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes), muestra una continua caída en el período 2009-2012. Sin embargo, la reducción de los pasivos financieros asociado al incremento de capital en 2014, significó un incremento de la razón circulante a un valor de casi once veces en el ejercicio finalizado en diciembre de 2014, como se aprecia en la Ilustración 6.

Ilustración 6
Evolución razón circulante
 (Veces)



Rentabilidad

Las diversas medidas de rentabilidad, tanto la operacional⁹ como del patrimonio¹⁰, han mostrado una tendencia decreciente, que se acentúa luego de la división de **Invexans**. Con todo, las últimas observaciones se han visto influidas por elementos puntuales ya señalados anteriormente en este informe.

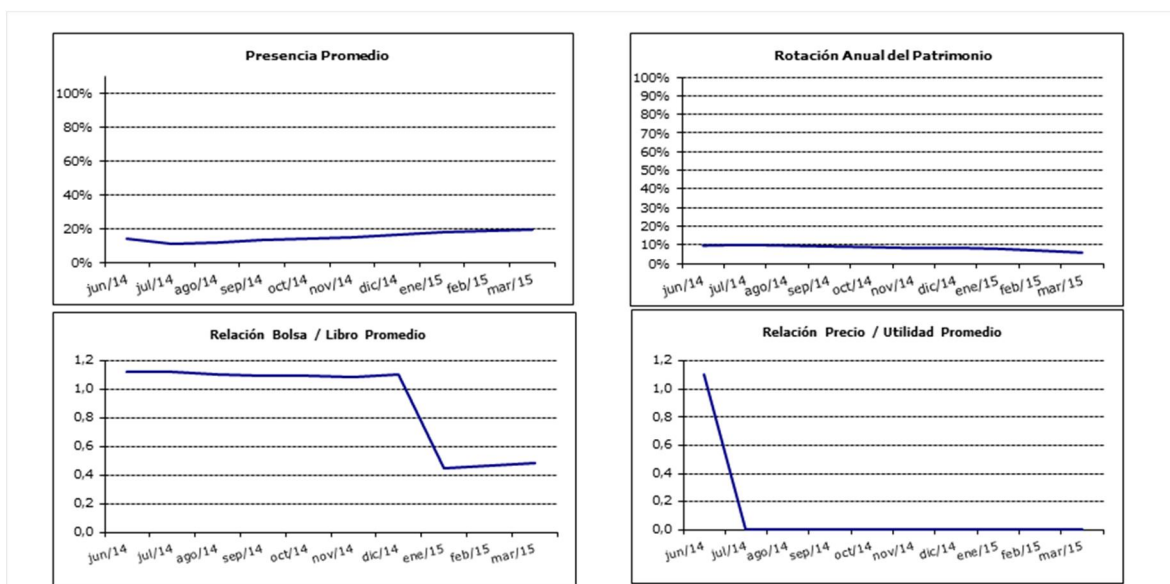


⁹ Resultado operacional sobre activos promedio.

¹⁰ Utilidad del ejercicio sobre patrimonio total promedio.

Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y de rotación anual del patrimonio. Además se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



"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."