



VALORACIÓN CINTAC S.A.

MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: María Daniela Torres Pavez
Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales**

Santiago, Diciembre 2014

*A mi Familia por motivarme siempre a ser una mejor profesional
y a Mario por todo su cariño y apoyo en este proceso.*

1. Tabla de Contenido

Resumen Ejecutivo	4
1. Metodología	5
2. Descripción de la Empresa e Industria.....	6
2.1 Análisis de la Empresa.....	6
2.2 Análisis de la Industria.....	14
3. Descripción del Financiamiento de la Empresa	19
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	20
5. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa.....	22
5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	22
5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	23
6. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	25
6.1 Análisis de Crecimiento	25
6.2 Análisis de Costos de Operación	28
6.3 Análisis de Cuentas no operacionales	29
6.4 Análisis de Activos	30
7. Proyección de EERR.....	31
7.1 Supuestos	31
7.2 Proyección de EERR.....	34
8. Proyección de Flujos de Caja Libre	35
8.1 Estimación de Inversión de Reposición	35
8.2 Estimación de Nuevas Inversiones (activo fijo).....	35
8.3 Estimación de inversión en capital de trabajo.....	36
8.4 Estimar si la empresa tiene un déficit o exceso de capital de trabajo.	37
8.5 Proyección de Flujos de Caja Libre	37
9. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	38
10. Conclusiones	39
Bibliografía y Referencias	40

Resumen Ejecutivo

El objetivo de este informe es realizar una valoración económica de la empresa Cintac S.A. a través de la metodología de Flujos de Caja Descontados.

Esta empresa es parte de la industria del acero, y se dedica a la creación de soluciones en acero para distintos sectores económicos. La empresa es controlada por el grupo CAP, que además es uno de los dos productores de acero de la industria, junto con Gerdau Aza. Cintac S.A., pertenece a la unidad de procesamiento de acero del grupo, por lo que se desenvuelve en una industria competitiva y fragmentada

La industria de acero está vinculada a sectores que correlacionan con los ciclos económicos, como el industrial, construcción, minería. Además, depende del precio internacional del acero, que influye tanto en los precios promedios de venta como en los costos de materia prima. Actualmente, se vive una situación compleja producto del aumento de las importaciones de acero, principalmente desde China, India y Brasil, que tienen mayores economías de escala.

La estructura de capital de Cintac S.A. a Junio de 2013 es equilibrada, con 50,2% de patrimonio y 49,8% de deuda. No obstante lo anterior, por su comportamiento histórico, la estructura de capital objetivo es de 59,3% patrimonio y 40,7% deuda.

El valor obtenido del costo de capital de Cintac S.A. mediante WACC es de 6,27%, tasa que se utilizó para descontar los flujos proyectados, obteniendo un valor por acción de \$94, por lo que esta empresa se encontraría sobrevalorada ya que el precio de la acción al 28 de Junio del 2013 era de \$190.

1. Metodología

La metodología utilizada para valorar la empresa Cintac S.A. es la de Flujos de Caja Descontados. Esta metodología fue propuesta en 1961 por los profesores Modigliani & Miller.

En términos prácticos, a partir de los estados financieros entre los años 2009 y 2013 (anuales hasta el 2012 y semestral a Junio 2013), se realiza una proyección de los EERR para los próximos cinco años. Con esta información, se determinan los flujos de caja esperados. Adicionalmente, se define el flujo de caja permanente que corresponde al año siguiente del último proyectado. Este es utilizado para calcular una perpetuidad para la empresa sin crecimiento. Además, se proyectan las inversiones en activo fijo (nuevas inversiones y reposición de activos actuales) y de capital de trabajo necesario para la operación de la empresa.

Los flujos se descuentan con la Tasa de Costo de Capital, la cual será calculada en base al CAPM.

Por último, luego de obtener el valor de los activos por flujos de caja descontados, se deben añadir los activos prescindibles, es decir, aquellos que no pertenecen al negocio principal de la empresa, pero que tienen valor de mercado, y el valor de la deuda financiera, para así determinar el valor del patrimonio económico.

2. Descripción de la Empresa e Industria

2.1 Análisis de la Empresa

Cintac S.A. pertenece a la industria del acero. Su historia comienza en el año 1956, dedicándose a la fabricación de tubos de acero, sus derivados y perfiles de doble contacto. Producto de los cambios en la economía local de los años 70 y de la recesión mundial del 1982, la compañía modificó sus estatutos para así poder participar en asociaciones con otras empresas y hacer negocios distintos del habitual. Durante los años 90, la empresa desarrolló un plan de internacionalización, adquiriendo el 99,997% de Tubos Argentinos S.A. en 1995, y el 50% de la empresa peruana Tubos y Perfiles Metálicos S.A. en 1996. En el año 2000, el grupo CAP toma el control de la compañía, alcanzando una participación de 61,96%. A partir de este año, la empresa ha pasado por una serie de cambios organizacionales y estructurales que culminaron en 2009, logrando la integración empresarial, con las ventajas que ello conlleva. Posteriormente, los objetivos fueron aumentar la oferta de productos, mejorar calidad de estos (invirtiendo en sus procesos productivos) y ampliar su mercado, a través de la filial peruana Tupemesa S.A. y la apertura de una sede en Antofagasta que busca ampliar la cobertura del sector minero.

A continuación, se presenta una ficha con información general de la empresa, la descripción del negocio y sus filiales.

2.1.1 Ficha de la Empresa

Razón Social:	CINTAC S.A.
RUT:	92.544.000-0
Nemotécnico:	CINTAC
Industria:	Metalmecánica
Regulación:	Se encuentra regulada por la Superintendencia de Valores y Seguros, las leyes N° 18.045 sobre Mercado de Valores y N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas.

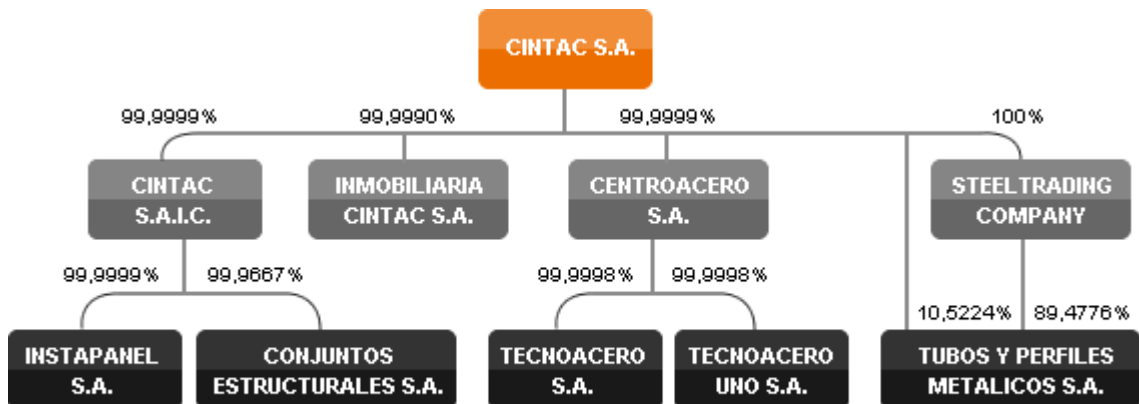
- **Tipo de Operación**

El negocio del grupo es la creación de soluciones en acero, con productos innovadores e integrados entre sí, para distintos sectores económicos, como el de la minería, construcción, habitacional, industrial, comercial, entre otros, adaptándose a los requerimientos de cada sector.

Para lograr lo anterior, la compañía tiene una estructura organizacional que centraliza las funciones administrativas, comerciales, operacionales y financieras. Esta integración empresarial, permite plantear objetivos globales que se lograrán con el trabajo combinado de todas las empresas, optimizando el empleo de recursos, y permitiendo ofrecer soluciones integrales al mercado, al combinar los productos de sus distintas unidades productivas.

- **Filiales**

A continuación se presenta la estructura del holding y la descripción de cada filial.



CINTAC S.A.I.C.

Empresa dedicada a la producción y comercialización de productos de acero para abastecer el sector de la construcción habitacional, comercial e industrial en Chile y el extranjero. En septiembre de 2009, adquirió los derechos de Instapanel S.A. y Conjuntos Estructurales S.A. como parte del proceso de cambio a la estructura organizacional del holding.

Las líneas de producto de esta filial se dividen en:

- Área Construcción: compuesta por productos habitacionales de la línea Metalcon, perfiles abiertos, tubulares, cañerías, marcos y doble contacto.
- Área Industrial: compuesta por familia de productos Tubest, vigas soldadas y laminadas.
- Área Infraestructura y vial: incluye gama de productos de defensas camineras y productos corrugados para proyectos mineros y obras públicas.
- Exportaciones: se concentran principalmente en Bolivia, Argentina y Perú (hacia la filial Tupemesa).

Instapanel S.A.

Compañía que nace de la fusión entre Varco Pruden Chile S.A. y la ex filial de Instapanel, operación que forma parte del proceso de restructuración del grupo. Varco Pruden Chile S.A. se dedicaba al negocio de fabricación de naves industriales, por otro lado, la ex Instapanel, estaba en el negocio de fabricación y conformación de paneles de acero para cubiertas y revestimientos industriales. La fusión de ambas empresas permite que Instapanel S.A. ofrezca al mercado soluciones integrales y competitivas, principalmente para las áreas Industrial/Comercial, Edificación y Vivienda, y Minería/Forestal.

Las líneas de producto se dividen en:

- Cubiertas y Revestimientos: paneles de acero conformados en frío para naves comerciales e industriales y galpones de uso general.

- Paneles Aislantes: paneles estructurales prepintados con núcleo de poliestireno o poliuretano para frigoríficos, industrias de procesamiento y conservación de alimentos, minería, entre otros.
- Paneles Arquitectónicos: paneles de acero estéticamente atractivos, para uso en revestimientos.
- Placas Colaborantes: para losas usadas en edificación de naves comerciales, edificios, entre otros.
- Tejas de Acero: para uso habitacional y comercial.

Inmobiliaria Cintac S.A.

Compañía que nace el 2007, producto del proceso de reorganización del grupo. Su objetivo es ser la tenedora de los terrenos y e instalaciones de las sociedades subsidiarias y filiales.

Centroacero S.A.

Esta empresa se enfoca en el desarrollo de soluciones específicas en acero, comercializando sus productos con un alto valor agregado, convirtiéndose así en un socio estratégico de sus clientes.

La compañía participa en dos mercados. Satisface la demanda de clientes que utilizan el acero como materia prima en la fabricación de otros productos y proyectos de infraestructura, principalmente para construcciones industriales, como maestranzas, constructoras y empresas de proyectos e ingeniería. El segundo mercado es el de los distribuidores especialistas, que distribuyen materiales de construcción.

Tubos y Perfiles Metálicos S.A. (TUPEMESA)

Empresa que opera en Perú desde 1965. En 1996 pasa a formar parte del grupo Cintac, teniendo apoyo para invertir en aumentar la capacidad productiva y consolidarse como una de las principales empresas en el rubro en Perú.

La compañía comercializa sus productos a través de sus locales y distribuidores afiliados. También participa en proyectos mineros, industriales, comerciales y de la construcción, a través de las líneas de productos:

- Acero Tupemesa: principalmente tubos, perfiles, cañerías.
- Metalcon: sistema constructivo para soluciones en construcción habitacional, como tabiques y muros estructurales.
- Tubest: sistema constructivo para el área industrial.
- Instapanel: principalmente paneles de cubierta y revestimiento.

- **Mayores Accionistas**

Al 30 de Junio de 2013, los doce mayores accionistas de Cintac S.A. son:

Accionistas	Participación en el Capital
NOVACERO S.A.	50,93%
CAP S.A.	11,03%
PIONERO FONDO DE INVERSION	9,08%
A.F.P. HABITAT S.A. FONDO TIPO C	3,70%
A.F.P. PROVIDA S.A. FONDO TIPO C	3,29%
FONDO DE INVERSION LARRAIN VIAL BEAGLE	2,96%
A.F.P. CUPRUM S.A. FONDO TIPO C	2,72%
MBI ARBITRAGE FONDO DE INVERSION	1,74%
A.F.P. HABITAT S.A. FONDO TIPO B	1,66%
COMPASS GROUP CHILE S.A. ADM.GRAL.DE FONDOS	1,45%
A.F.P. PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	1,17%
CELFIN CAPITAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	1,16%

Cintac S.A., es controlada por Invercap S.A., a través de sus coligadas Novacero S.A. y CAP S.A.

2.1.2 Análisis Indicadores CINTAC

- **Propiedad – Administración**

Como se mencionó en la sección anterior, la empresa es controlada por Invercap S.A., sociedad de inversiones del grupo CAP, que es líder en la industria del acero en Chile. La operación de Cintac S.A., está ligada a la estrategia de CAP, por lo cual cuenta con su respaldo a nivel operacional y financiero.

El Directorio de la empresa está compuesto por.

- Presidente: Roberto De Andraca Bárbas
- Vicepresidente: Jaime Charles Coddou
- Director: Eddie Navarrete Cerda
- Director: Ernesto Escobar Elissetche
- Director: Jorge Pérez Cueto
- Director: Mario Puentes Lacámara
- Director: Gabriel Tomic Errázuriz

Existen dos directores comunes con CAP, uno de estos es el presidente. Esto refleja el fuerte involucramiento en la administración de la empresa por parte de su matriz.

La administración está formada por:

- Gerente General: Javier Romero Madariaga
- Gerente Comercial: Pedro Pablo Olivera Urrutia
- Gerente de Operaciones: Juan Fonseca González
- Gerente de Innovación y Desarrollo: José Antonio Aguirre Silva
- Gerente de Administración y Finanzas: Carlos Santibañez Osses

- **Estructura de Capital – Acceso al Crédito**

La compañía busca mantener una estructura de capital equilibrada, junto con la liquidez necesaria para permitir la operación del negocio y un nivel adecuado de inversiones.

Al 30 de Junio de 2013, la deuda total de la empresa representa el 53,7%, siendo principalmente de corto plazo (73,3% al 30 de Junio 2013) debido a la utilización de cartas de crédito para la importación de materia prima. A fines del 2012, la compañía refinanció su deuda financiera, la cual está sujeta al cumplimiento de un covenant que restringe el indicador Deuda Neta/EBITDA a un máximo de 3,5. Por lo anterior, durante el 2013 la compañía se enfocó en mejorar este indicador, reduciendo su deuda total en un 5,6% respecto a Diciembre 2012, principalmente a través de la disminución de los pasivos por carta de crédito y de las cuentas por pagar a empresas relacionadas por concepto de compra de materias primas.

El patrimonio neto registra una disminución a Junio 2013, debido a las pérdidas del semestre de MMU\$578.

El acceso al crédito se ve facilitado por el apoyo del grupo CAP. La compañía opera con los siguientes bancos:

- Banco de Crédito e Inversiones
- Banco de Chile
- Banco Estado
- Banco Santander Santiago
- Banco Security
- Banco Itaú
- Corpbanca
- Scotiabank
- Banco BBVA
- Bank of Tokio
- Banco RBS
- Banco BISA (Bolivia)
- Banco Citibank
- Banco HSBC

- **Rentabilidad – Margen de Operación**

Se observa una disminución de la rentabilidad de la compañía a partir del 2011. En Junio 2013 la compañía registra una pérdida, ocasionada principalmente por la depreciación del peso y la disminución del precio internacional del acero que repercute en el precio de ventas y por consiguiente en el margen de operación. El costo de ventas también disminuye, pero el efecto no contrarresta la disminución de los ingresos.

En cuanto a la variación del tipo de cambio, Cintac reduce su riesgo al tener indexado los costos e ingresos al dólar y manteniendo un equilibrio entre sus activos y pasivos en moneda extranjera. No obstante lo anterior, existen partidas expuestas como las cuentas por cobrar, que se componen mayoritariamente de pesos chilenos, las inversiones financieras y pasivos financieros en pesos.

- **Generación de Flujo de Caja**

La compañía muestra solidez en la industria, aunque por ser esta altamente volátil influye de igual forma en que sus flujos de caja tengan esta característica. No obstante lo anterior, la compañía mantiene su capacidad de generar flujos de largo plazo en distintos escenarios de la economía, de acuerdo a análisis anual de la clasificadora de riesgos Humphreys.

Durante el 2013, el flujo de caja de la empresa se vio reducido debido a la disminución del precio del acero y la desaceleración de proyectos de infraestructura industrial y minera.

- **Solvencia – Liquidez**

La compañía ha mostrado una mejoría en su indicador de liquidez durante el 2013, pasando de un 1,48 de razón circulante en 2012 a un 1,58 al 30 de Junio 2013. Se observa una baja en los pasivos corrientes proporcionalmente mayor a la baja de activos corrientes. Por el lado de los pasivos, se produjo una disminución del financiamiento por cartas de crédito, una baja en las

cuentas por pagar a entidades relacionadas por el término de abastecimiento de aceros planos por parte de CAP y el pago de cuota del crédito de largo plazo. En cuanto a los activos, se observa una fuerte baja en los deudores por venta, debido a las menores ventas del periodo.

En cuanto a su capacidad de cubrir los gastos financieros, la compañía muestra un deterioro 5,41 veces en junio 2012 a 1,36 en Junio 2013, debido a la disminución de la utilidad en 2013.

2.2 Análisis de la Industria

En Chile existen sólo dos productores de acero, Gerdau Aza, que fabrica aceros reciclados, y Huachipato, que pertenece al grupo CAP. Cintac, pertenece a la unidad de procesamiento de acero del grupo CAP, por lo que se desenvuelve en una industria competitiva y fragmentada junto con empresas como Formac, Edyce, Armacero, Prodinsa, Perfimet, Imel, entre otras. Además, se debe considerar la competencia con materiales para la construcción hechos con sustitutos del acero, como el PVC o la fibra de vidrio.

El acero a nivel nacional, se puede clasificar en dos tipos: largos y planos. Los productos largos representan un 52,8% del consumo aparente, mientras que los planos, representan el 47,2% a Junio de 2013. La mayor demanda de acero proviene de los sectores de la minería, construcción e industrial, que concentran el 43%, 48% y 6%, respectivamente.

La industria nacional del acero en Chile depende de lo que pasa a nivel local e internacional. Las empresas del sector deben afrontar por igual, una serie de factores que se explican a continuación.

La industria está vinculada a sectores que correlacionan con los ciclos económicos, como el industrial, construcción, minería. De igual forma, en periodos de contracción económica, la industria se ve beneficiada con las medidas de gobierno dirigidas a construcción de viviendas sociales y obras viales. Esto implica un desafío para las empresas del sector, en cuanto a tener un adecuado mix de productos para diversificar este riesgo.

No obstante lo anterior, Chile presenta un bajo consumo per cápita en comparación a países desarrollados, y por lo tanto, la industria tiene un alto potencial de crecimiento. Según datos de la World Steel Association, Chile alcanzó un consumo aparente de 170 kg., frente a 306 kg. de

Estados Unidos y 216 kg de promedio mundial, lo que corrobora que existe una potencial demanda por cubrir. Actualmente se observa a la industria energética, específicamente la ligada a energías renovables no convencionales, como una oportunidad para la industria del acero.

Otro de los principales factores a considerar es el precio internacional del acero, que influye tanto en los precios promedios de venta como en los costos de materia prima, y que mantiene un comportamiento volátil. Esto ha llevado a que las compañías administren sus inventarios de manera cuidadosa, evitando excesos y escasez.

Actualmente la industria vive una situación compleja producto del aumento de las importaciones de acero, principalmente desde China, India y Brasil, que tienen mayores economías de escala. En el país existen bajas barreras de entrada para la importación de acero, lo cual ha llevado a la industria a mantener el foco en la excelencia técnica, cumpliendo estándares de calidad en parámetros que son críticos en el diseño estructural, como tensión de fluencia, ruptura, espesores y geometría. Adicionalmente se está trabajando en generar normas que avalen la producción de productos para la construcción y normar la materia prima que ingresa al país.

2.2.1 Empresas Benchmark

Nombre de la Empresa:	INTASA S.A.
Ticker o Nemo t écnico:	INTASA
Clase de Acción:	Serie Única
Derechos de cada Clase:	Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones:	Bolsa de Santiago
Sector e Industria:	Metals & Mining

Descripción de la Empresa:

Esta empresa fue creada de la división de CINTAC en el año 2002, teniendo como activo las acciones y cuentas por cobrar de Tubos Argentinos S.A. Esta última compañía creó en 2010 una filial en Brasil, llamada Steel House do Brasil Comercio Ltda. Ambas compañías están en el negocio del procesamiento de acero, principalmente para los sectores de la construcción, industria e infraestructura en Argentina y Brasil.

Negocios en que se encuentra:

La compañía identifica sus segmentos operativos en función de los mercados en que ofrece sus productos (Argentina y Brasil).

Mercado	EBIT al 30.06.2013 MUS\$	Importancia Relativa
Argentina	1.150	144%
Brasil	-208	-26%
Chile*	-143	-18%
Total	799	100%

*En Chile no hay operación, solo los gastos de la controladora.

Nombre de la Empresa: Gerdau Aza S.A.

Ticker o Nemotécnico: GGB US

Clase de Acción: ADR

Derechos de cada Clase: Representa 1 acción preferente de GGBR4 BZ

Mercado donde Transa sus acciones: DJ Emerg Basic M
BOVESPA
Bolsa de Madrid

Sector e Industria: Metals & Mining

Descripción de la Empresa:

Compañía brasileña, líder en el segmento de aceros largos en el continente americano. Sus productos incluyen aceros largos al carbono, aceros planos, aceros especiales, piezas forjadas y fundidas, con los cuales atiende a sectores como construcción civil, agropecuaria, minería, ferroviaria, automotriz, entre otras. Gerdau es el principal proveedor de aceros especiales para la cadena automotriz internacional. Cuenta con una capacidad de producción superior a los 25 millones de toneladas de acero al año, que provienen de operaciones industriales de 14 países de los continentes americano, europeo y asiático. Es también la más grande recicladora de Latinoamérica, transformando anualmente millones de toneladas de chatarra en acero.

Negocios en que se encuentra:

La compañía define sus segmentos de negocio de los mercados en que opera separando las operaciones de Aceros Especiales realizadas en Brasil, España, Estados Unidos e India.

Segmento	EBITDA al 30.06.2013 R\$ mill.	Importancia Relativa
Brasil	748	58%
América del Norte	158	12%
Latinoamérica	109	8%
Aceros Especiales	276	21%
Total	1.291	100%

Nombre de la Empresa: **Companhia Siderurgica Nacional S.A.**

Ticker o Nemotécnico: SID US

Clase de Acción: ADR

Derechos de cada Clase: Representa 1 acción común de CSNA3 BZ

Mercado donde Transa sus acciones: BOVESPA
NYSE COMPOSITE I

Sector e Industria: Metals & Mining

Descripción de la Empresa:

CSN es una siderúrgica brasileña y una de las principales productoras de acero en Latinoamérica por su capacidad de producción. Sus productos incluyen los de acero galvanizado y laminados en caliente y en frío, por lo que cuenta con un amplio mix de productos, atendiendo al sector automotriz, construcción civil, electrodomésticos. También participa en minería, infraestructura, cemento y carboquímicos. Tiene participación en empresas de transporte ferroviario y dos plantas hidroeléctricas para sus procesos productivos.

Negocios en que se encuentra:

El principal negocio de la compañía es el del Acero, además participa en Minería, Logística, Cemento y Energía, como se aprecia a continuación.

Segmento	EBITDA al 30.06.2013 R\$ mill.	Importancia Relativa
Acero	619	53%
Minería	398	34%
Logística	115	10%
Cemento	24	2%
Energía	19	2%
Total	1.175	100%

3. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Cintac cuenta con la emisión de una línea de bonos por UF 1.500 a un plazo de 10 años, inscrita en la SVS en noviembre de 2008, que no ha sido colocada a la fecha. El objetivo de la emisión es la Sustitución de Pasivos. La clasificación de riesgo otorgada por Fitch Ratings es A(c1) con tendencia estable, mientras que Humphreys otorgó una clasificación a A-, también con tendencia estable.

La empresa se financia principalmente a través de préstamos por cartas de crédito para la compra de materias primas y activo fijo, y corresponden a pasivos corrientes. En cuanto a las deudas de largo plazo, el 5 de enero de 2013, Cintac contrató un crédito por MU\$15.000, con vencimiento a 5 años y amortizaciones semestrales a una tasa LIBOR 180 días más 1,3% anual. Este préstamo fue destinado al pago de una operación con BCI Factoring realizada en el año 2006, que financió la inversión de Cintac S.A.I.C.

En diciembre de 2012 la Sociedad contrató un préstamo a largo plazo con vencimiento en 5 años con el Banco Santander Chile por MUS\$15.000, a 5 años plazo y amortizaciones semestrales a una tasa LIBOR 180 días más 3,3% anual, este fue destinado al prepago de la deuda de largo plazo que la Sociedad mantenía con el Banco Santander Madrid.

Además, también en diciembre de 2012, la Sociedad contrato dos nuevos préstamos con vencimiento en 5 años con el Banco BCI por MU\$15.000 y con el Banco Estado por MUS\$15.000 con amortizaciones semestrales a una tasa LIBOR 180 días más 3,3% estos fueron destinados para prepagar las obligaciones con dichos bancos que compañía mantenía en pesos chilenos.

Durante los últimos 3 años, el promedio de gastos financieros/pasivo financieros (todos en IFRS) es de un 3,88%, lo cual está en línea con los 3,86% observados en 2012.

4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

- Deuda Financiera de la Empresa en UF

Tabla 1: Deuda Financiera de Cintac S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013*
+ Otros pasivos financieros corrientes	689.874	1.078.631	2.310.031	2.602.983	2.598.930
+ Otros pasivos financieros no corrientes	1.583.791	1.226.092	859.049	839.681	1.031.392
Deuda Financiera	2.273.664	2.304.723	3.169.080	3.442.664	3.630.323

*al 30 de Junio.

- Patrimonio Económico de la empresa en UF

Tabla 2: Patrimonio Económico de Cintac S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013*
Total de acciones suscritas y pagadas	439.817.195	439.817.195	439.817.195	439.817.195	439.817.195
Precio Acción al cierre	221,23	348,93	233,79	199,30	190
Patrimonio Económico	4.645.950	7.152.663	4.612.117	3.837.632	3.656.696

*al 30 de Junio.

- Estructura de Capital Objetivo

Con la información anterior, se procede a calcular la estructura de capital objetivo de Cintac S.A. Resumida en la siguiente tabla, donde B/V representa la proporción de deuda sobre el valor de la empresa, P/V la proporción de patrimonio sobre el valor de la empresa y B/P indica la relación Deuda sobre el Patrimonio.

Tabla 3: Estructura de Capital Objetivo de Cintac S.A.

	2009	2010	2011	2012	2013*	Promedio	Estructura de Capital Objetivo (Mediana)
B/V	32,9%	24,4%	40,7%	47,3%	49,8%	39,0%	40,7%
P/V	67,1%	75,6%	59,3%	52,7%	50,2%	61,0%	59,3%
B/P	48,9%	32,2%	68,7%	89,7%	99,3%	67,8%	68,7%

*al 30 de Junio.

En base a las estadísticas descriptivas de la empresa, y a su comportamiento histórico, la selección de la estructura de capital objetivo se hará en base a la mediana.

5. Estimación del Costo Patrimonial y Costo de Capital de la Empresa

5.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Se realizó el cálculo de los Beta Patrimoniales de Cintac, usando el modelo de mercado, Cintac. Los betas corresponden a Junio de cada año.

Tabla 4: Beta Patrimonial de Cintac utilizando el IGPA

	2009	2010	2011	2012	2013
Beta de la Acción	1,6166428	1,5722922	0,6651362	0,3979937	0,3884484
p-value (significancia)	0,0000	0,0000	0,0107	0,0071	0,0023
Presencia Bursátil	37,78	60	57,78	56,26	8,33

Dado que durante el 2013 la compañía redujo su presencia bursátil, y de acuerdo a la significancia estadística de los betas calculados, se utilizará el beta calculado al 30 de Junio de 2012.

5.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para la determinación del costo de capital de la empresa a Junio de 2013, se utilizaron los siguientes supuestos:

- Tasa libre de riesgo de 2,65% (BTU-30 al 3 de Julio de 2013)
- Premio por riesgo de mercado de 7,2%
- Tasa de impuesto a las corporaciones es un 20%

- Costo de la Deuda (k_b)

De acuerdo a la sección 3, el costo de la deuda a utilizar será un 3,86%.

- Beta de la Deuda (β_b)

Para el cálculo del beta de la deuda se utilizará la siguiente fórmula.

$$\beta_b = (K_b - R_f) / PRM$$

$$\beta_b = \frac{3,86\% - 2,65\%}{7,2\%}$$

$$\beta_b = 0,168056$$

- Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

El beta patrimonial con deuda es 0,397994, de acuerdo a lo calculado en sección 5.1.

- Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para calcular el beta patrimonial sin deuda, se desapalancó el beta de la acción con la estructura de capital de Junio de 2012, aplicando fórmula de Rubinstein:

$$\beta_p^{C/D} = \left(1 + (1 - t_c) \frac{B}{P^{C/D}} \right) \beta_p^{S/D} - (1 - t_c) \left(\frac{B}{P^{C/D}} \right) \beta_d$$

$$0,397994 = (1 + (1 - 0,2) \times 0,7575235) \times \beta_p^{S/D} - (1 - 0,2) \times 0,7575235 \times 0,168056$$

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,397994 + (1 - 0,2) \times 0,7575235 \times 0,168056}{(1 + (1 - 0,2) \times 0,7575235)}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,311228$$

- Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Aplicando nuevamente la fórmula de Rubinstein, ahora utilizando la estructura de capital objetivo para apalancar el beta patrimonial sin deuda, se obtiene el siguiente resultado:

$$\beta_p^{C/D} = (1 + (1 - 0,2) \times 0,6871205) \times 0,311228 - (1 - 0,2) \times 0,6871205 \times 0,168056$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,38993$$

- Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM se estimó la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$K_p = Rf + [PRM] * \beta_p^{C/D}$$

$$K_p = 0,0265 + (0,072 * 0,38993)$$

$$K_p = 5,457495\%$$

Dada la baja presencia bursátil de la acción de Cintac, se incorpora un 3% adicional al retorno exigido por los accionistas, por lo que $K_p = 8,46\%$

- Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital para Cintac.

$$k_0 = k_p \left(\frac{P^{C/D}}{V^{C/D}} \right) + k_b \left(\frac{B}{V^{C/D}} \right) (1 - t_c)$$

$$k_0 = 8,46\% \times 0,592726 + 3,86\% \times 0,407274 \times (1 - 0,2)$$

$$k_0 = 6,27\%$$

6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

6.1 Análisis de Crecimiento

Crecimiento de las ventas de Cintac

A continuación se presentan las tasas anuales de crecimiento real de Cintac por segmento de negocio.

Tabla 5: Análisis de Crecimiento de las ventas por Segmento

Segmentos	2010	2011	2012	Junio 2013	CAGR 2009-2012	CAGR 2010-2012
Construcción	18,4%	9,4%	0,5%	-6,4%	9,2%	4,8%
Industrial	29,8%	33,7%	-1,6%	-11,6%	19,5%	14,7%
Infraestructura y Vial	-52,5%	28,0%	-4,1%	-26,1%	-16,5%	10,8%
Reventa y Servicios	16,8%	51,3%	-22,7%	-41,8%	11,0%	8,2%
Ingresos Consolidados	15,8%	17,0%	-0,2%	-6,7%	10,6%	8,1%

La compañía, para efectos de gestión, define cuatro segmentos de negocio.

- Construcción: compuesto por productos tradicionalmente ofrecidos en el mercado y por soluciones de acero para el mercado habitacional.

- Industrial: compuesto por productos para el sector de la industria, incluyendo estructuras prefabricadas en acero, paneles y revestimientos.
- Infraestructura y Vial: incluye soluciones en acero para infraestructura minera y vial.
- Reventa y Servicios: incluye productos de reventa, materias primas, sub productos y servicios.

Los segmentos Industria e Infraestructura y Vial, incluyen productos de reciente introducción por lo que incorporan un desarrollo de su demanda.

En el crecimiento observado en el año 2010 se debe a los efectos del terremoto de Febrero de ese año, que aumentó la demanda ante la necesidad de reconstrucción y el temor al desabastecimiento (la Compañía Siderúrgica Huachipato, uno de los principales proveedores de acero, debió suspender sus operaciones debido a los daños ocasionados por el terremoto), además se debe considerar que el año 2009 fue desfavorable para la industria por la crisis económica mundial. La tendencia se revierte en 2012, donde se evidencia una fuerte caída en los precios a nivel local, como consecuencia de la disminución de los precios internacionales y un aumento en la importación de productos terminados a precios muy competitivos. En 2013 se observan los mismos efectos.

El CAGR 2010-2012 se muestra para ver el crecimiento anual sin considerar el 2009, que como se mencionó anteriormente, fue desfavorable. Considerando este año se tiende a sobrestimar el crecimiento del periodo.

A nivel de despachos físicos, se observa que estos crecen año a año durante todo el periodo bajo análisis.

Tabla 6: Crecimiento Ventas a nivel de Despachos Físicos

	2009	2010	2011	2012	Junio 2012	Junio 2013	CAGR 2009-2012	CAGR 2010-2012
Toneladas	212.769	240.456	300.000	338.000	164.000	174.000		
Crecimiento Anual		13,0%	24,8%	12,7%		6,1%	16,7%	18,6%

En 2011 se observa un crecimiento importante que evidencia la recuperación del mercado. Luego, durante el 2012, se comienzan a ver los efectos de la baja de los precios del acero y la entrada de productos importados en la demanda, lo cual se mantiene durante el 2013.

Crecimiento de la Industria

Según datos del ICHA, hasta el 2008, el consumo aparente de acero en Chile, venía creciendo a una tasa promedio anual de 5,5% durante los 19 años previos.

Entre los años 2009 y Junio 2013, se observa lo siguiente:

Tabla 7: Consumo Aparente de Acero en Chile – 2009 a Junio 2013

	2009	2010	2011	2012	Junio 2012	Junio 2013	CAGR 2009-2012	CAGR 2010-2012
Consumo Aparente de Acero (mill. toneladas)	1.718	2.407	2.576	2.991	1.485	1.442		
Crecimiento Anual		40%	7%	16%		-3%	20,3%	11,5%

La tasa de crecimiento anual entre el 2009 y el 2012 fue de 20,3%. Entre el 2010 y el 2012 fue de 11,5%, significativamente menor al sacar los efectos del año de crisis económica.

La baja en 2013 se debe en términos generales a un menor dinamismo del sector de la construcción y a la desaceleración de la inversión a nivel nacional.

Durante el año 2008, el Consumo aparente de acero fue de 2.568 millones de toneladas. Este nivel fue recuperado recién en 2011. Si incorporamos este año en el período de análisis, la tasa de crecimiento anual entre el 2008 y el 2012 es de 3,9%.

Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2013 al 2017

La industria local cuenta con un alto potencial de crecimiento, dado que se opera en un mercado donde el uso del acero es todavía escaso en comparación a economías más desarrolladas.

La Corporación de Bienes de Capital, entregó sus proyecciones de inversión para el quinquenio 2013-2017, basada en el stock de 1.006 proyectos privados y estatales. La inversión proyectada es de US\$114.748 millones, US\$48.116 millones corresponden al sector de la minería, US\$29.105 al sector de la energía, obras públicas con US\$15.640 y US\$14.343 al sector inmobiliario.

Junto con lo anterior, el ICHA proyecta un consumo aparente para el 2014 de 2.914 millones de toneladas, equivalente a un crecimiento del 8% respecto a la proyección para 2013 de 2.698 millones de toneladas (disminución de un 10% respecto al consumo aparente del 2012).

6.2 Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de la empresa son:

Costo de Ventas: El principal componente de costo es el acero, que representa el 80% del valor total de los insumos utilizados. Además, se utilizan otros materiales como químicos, poliestireno, y pinturas. En este ítem también se considera el costo por depreciación de propiedad, planta y equipos.

Costos de Distribución: Corresponden a los gastos en logística para el despacho de los productos vendidos.

Gastos de Administración: Gastos relacionados a la administración general de la empresa.

A continuación se detallan los costos operacionales para el periodo 2009 a Junio 2013.

Tabla 8: Costos Operacionales Cintac S.A.

Costos Operacionales	2009	2010	2011	2012	Junio 2013
Costo de ventas	5.211.996	5.272.980	6.621.315	6.826.887	3.286.564
<i>Depreciación</i>	<i>210.868</i>	<i>187.742</i>	<i>184.725</i>	<i>201.042</i>	<i>91.791</i>
Costos de distribución	375.753	511.204	488.086	537.068	306.828
Gastos de administración	318.100	357.862	302.587	297.514	135.092

Tabla 9: Porcentaje de Participación sobre Costos Operacionales

Costos Operacionales	2009	2010	2011	2012	Junio 2013
Costo de ventas	88,3%	85,9%	89,3%	89,1%	88,1%
<i>Depreciación (% sobre Costo de Ventas)</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,8%</i>
Costos de distribución	6,4%	8,3%	6,6%	7,0%	8,2%
Gastos de administración	5,4%	5,8%	4,1%	3,9%	3,6%

6.3 Análisis de Cuentas no operacionales

Las cuentas no operacionales son Ingresos Financieros, Costos Financieros, Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste. De estas sólo los Ingresos Financieros son de carácter recurrente, y corresponden a intereses por inversiones financieras, específicamente, están asociados a los activos Préstamos y cuentas por cobrar e Inversiones mantenidas hasta el vencimiento.

Los costos financieros constituyen un flujo recurrente, pero asociado a un pasivo, por lo tanto, no serán proyectados.

6.4 Análisis de Activos

A continuación se presenta la clasificación de activos entre operacionales y no operacionales, según si son destinados al negocio principal o no.

Tabla 10: Clasificación de Activos Cintac S.A.

Clasificación	Activos	Junio 2013 UF
Activos corrientes		
Operacional	Efectivo y equivalentes al efectivo	152.992
Operacional	Otros activos no financieros corrientes	36.357
Operacional	Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.700.268
Operacional	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	61.889
Operacional	Inventarios corrientes	2.869.462
Operacional	Activos por impuestos corrientes, corrientes	406.084
Activos corrientes totales		5.227.052
Activos no corrientes		
No Operacional	Otros activos no financieros no corrientes	15.831
Operacional	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	109.139
Operacional	Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.301
No Operacional	Plusvalía	4.013
Operacional	Propiedades, planta y equipo	3.021.131
Operacional	Activos por impuestos diferidos	43.060
Total de activos no corrientes		3.194.474
Total de activos		8.421.526

En cuanto a los Otros activos no financieros no corrientes, no existe información del detalle que compone esta partida, por lo tanto, al no poder constatar que constituye capital de trabajo, se clasificó como no operacional. En cuanto a la Plusvalía, los estados financieros no detallan su origen, pero representa la diferencia positiva entre el valor de adquisición y el valor justo de la entidad adquirida, anualmente se revisa si existen indicadores de deterioro.

7. Proyección de EERR

7.1 Supuestos

- Proyección de Ingresos de Operación:

Los ingresos de operación se modelaron considerando el comportamiento histórico de la empresa e industria, y considerando las proyecciones de esta, según lo analizado en el punto 6.1. Se proyectaron las toneladas vendidas y el ingreso promedio por tonelada.

Para el segundo semestre de 2013, se proyecta un crecimiento de 6,1% (equivalente al crecimiento del primer semestre), respecto a las toneladas vendidas en el segundo semestre de 2012. Se considera un ingreso por tonelada igual al del primer semestre 2013.

A partir del 2014, se considera un crecimiento de los despachos físicos de Cintac de un 8%, el cual se incrementa año a año en un 0,5%. Estas tasas de crecimiento son conservadoras considerando el crecimiento de los años previos, pero reflejan la situación de incertidumbre de la industria. En cuanto al ingreso por tonelada, se calcula periodo a periodo en base a un promedio que considera desde el año 2012, ya que se evidencian los problemas por los precios internacionales del acero y la entrada de productos importados.

En cuanto a las líneas de negocios, éstas se proyectaron en base a su proporción en los ingresos, considerando el siguiente mix de productos para los años de proyección.

Tabla 11: Supuesto Distribución Líneas de Negocio

	2013	2014	2015	2016	2017
% <i>Construcción</i>	56%	52%	51%	52%	53%
% <i>Industrial</i>	35%	34%	33%	34%	34%
% <i>Infraestructura y Vial</i>	2%	5%	6%	4%	4%
% <i>Reventa y Servicios</i>	6%	8%	9%	9%	8%

Las líneas Construcción, e Industrial disminuyen su proporción e Infraestructura y Vial aumenta, considerando un periodo de desaceleración de la economía.

- **Proyección de Costos de Operación:**

Se observa que el costo de ventas como porcentaje de las ventas ha mostrado leves aumentos, manteniéndose cercano al 80%. Para mantener un criterio conservador, se proyectará un costo de venta del 81,8% de las ventas para todos los años de proyección, equivalente a lo observado a junio 2013 (porcentaje más alto del periodo 2010 – 2013). Por otro lado, la depreciación se proyecta constante. La cifra del segundo semestre de 2013 equivale a la del primer semestre, y los años posteriores se proyectan en base al 2013.

Los costos de distribución para el segundo semestre de 2013 se proyectan iguales a los del primer semestre. Para los años siguientes se proyectan en base a un promedio móvil de los últimos dos años. De esta forma, el costo se mantiene en torno al 7,5% de las ventas.

Los gastos de administración han venido disminuyendo como porcentaje de los ingresos. Considerando lo analizado en la descripción de la empresa, esto implica que la empresa está siendo más eficiente. Por lo anterior, se proyecta un gasto del 3,6% de los ingresos para todos los años de proyección, resultado de un promedio que abarca desde el año 2011, por evidenciarse desde este año la baja en este gasto y para mantener un supuesto conservador.

En cuanto al comportamiento histórico del ítem Otros gastos por función, se observa que solo tiene registro durante el año 2012 por una cifra no significativa. Por lo anterior, no se proyecta.

El ítem Otras ganancias (pérdidas), se proyecta en base a un promedio.

- **Proyección Resultado No Operacional:**

Los Ingresos Financieros se proyectan utilizando un criterio conservador. La proyección para el segundo semestre 2013 se hace en base a la cifra del primer semestre. Luego se considera un crecimiento de 0,5% para el año 2014 y de un 1% a partir de 2015. Con lo anterior, se mantiene un ingreso equilibrado, en línea con los últimos períodos ejecutados.

Los Costos Financieros se proyectan constantes en base a la cifra de Junio de 2013.

Las diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste del segundo semestre 2013 se proyectan a partir de un promedio semestral de los últimos 4 años. Luego, lo proyectado para el año 2013 se mantiene constante por todo el periodo de análisis.

- Gasto por Impuesto a las Ganancias

Se calcula bajo el supuesto de un 20% sobre el resultado de la compañía.

7.2 Proyección de EERR

Estado de Resultados	Proyección					
	2do Sem 2013	2013	2014	2015	2016	2017
Construcción	2.322.471	4.627.356	4.634.255	4.931.552	5.480.702	6.088.753
Industrial	1.461.305	2.911.546	3.050.952	3.213.668	3.608.208	3.932.947
Infraestructura y Vial	102.086	203.400	486.496	624.463	470.045	512.349
Reventa y Servicios	258.179	514.403	732.856	891.763	972.022	944.716
Eliminaciones	-208.454	-415.329	-711.451	-771.924	-841.398	-917.123
Ingresos de actividades ordinarias	3.935.587	7.841.375	8.193.108	8.889.522	9.689.579	10.561.642
<i>Despachos Físicos CINTAC (toneladas)</i>	184.614	358.614	387.303	420.224	458.044	499.268
<i>Ingreso promedio por tonelada acero</i>	22,4	21,9	23,0	23,0	23,0	23,0
<i>% Construcción</i>	56%	56%	52%	51%	52%	53%
<i>% Industrial</i>	35%	35%	34%	33%	34%	34%
<i>% Infraestructura y Vial</i>	2%	2%	5%	6%	4%	4%
<i>% Reventa y Servicios</i>	6%	6%	8%	9%	9%	8%
<i>% Eliminaciones (sobre LoBs)</i>	-5%	-5%	-8%	-8%	-8%	-8%
Costo de ventas	-3.310.939	-6.597.504	-6.885.206	-7.454.845	-8.109.258	-8.822.569
Costo de ventas variable	-3.219.148	-6.413.921	-6.701.624	-7.271.262	-7.925.676	-8.638.987
<i>% Ing Ordinarios</i>	-81,8%	-81,8%	-81,8%	-81,8%	-81,8%	-81,8%
Depreciación	-91.791	-183.582	-183.582	-183.582	-183.582	-183.582
Costos de distribución	-309.169	-615.998	-591.722	-670.178	-715.147	-787.874
<i>% Ing Ordinarios</i>	-7,9%	-7,9%	-7,2%	-7,5%	-7,4%	-7,5%
Gastos de administración	-141.681	-276.773	-297.285	-322.554	-351.584	-383.226
<i>% Ing Ordinarios</i>	-3,6%	-3,5%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
Otros gastos, por función	0	0	0	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	-84	-167	-3.117	-3.117	-3.117	-3.117
Ganancias (pérdidas) de actividades	173.714	350.934	415.778	438.829	510.473	564.855
Ingresos financieros	7.681	15.361	15.438	15.592	15.748	15.906
Costos financieros	-50.332	-100.665	-100.665	-100.665	-100.665	-100.665
Diferencias de cambio	21.801	-92.278	-92.278	-92.278	-92.278	-92.278
Resultados por unidades de reajuste	2.006	1.567	1.567	1.567	1.567	1.567
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	154.870	174.919	239.840	263.045	334.846	389.385
Gasto por impuestos a las ganancias	-30.974	-63.120	-47.968	-52.609	-66.969	-77.877
Ganancia (pérdida)	123.896	111.800	191.872	210.436	267.877	311.508

8. Proyección de Flujos de Caja Libre

8.1 Estimación de Inversión de Reposición.

Se utilizará el supuesto de que la inversión de reposición será igual a la depreciación del ejercicio.

8.2 Estimación de Nuevas Inversiones (activo fijo).

El siguiente cuadro muestra el CAPEX de la compañía entre los años 2009 y 2013, que representa inversiones nuevas y de reposición. Se observa un crecimiento significativo de las inversiones en bienes de capital durante el año 2010, seguido por un aumento de 24,8% en los despachos físicos del año 2011. Luego se observa un crecimiento de 11,7% del CAPEX de la compañía en 2012, el cual viene en el contexto de una desaceleración del crecimiento de las toneladas vendidas en el período junio 2012 – 2013, llegando a un 6,1%. Por lo anterior, para la estimación de las nuevas inversiones se utilizará un supuesto conservador, proyectando para el segundo semestre del 2013 un CAPEX equivalente a lo invertido en el primer semestre y luego para el 2014, una inversión equivalente al promedio del periodo 2009-2012. Considerando que esta cifra agrupa el total de las inversiones, se descontará la inversión en reposición y las nuevas inversiones se incrementarán para los años de proyección restantes en base al crecimiento de los despachos físicos de Cintac en toneladas, de forma de asegurar la capacidad productiva para lograr este crecimiento.

Tabla 12: CAPEX Cintac S.A.

	2009	2010	2011	2012	Junio 2013	Promedio 2009-2012
CAPEX en UF	-241.815	-349.277	-359.834	-401.914	-128.453	-338.210
% Crecimiento		44,4%	3,0%	11,7%		

8.3 Estimación de inversión en capital de trabajo.

La estimación del capital de trabajo se hará en base a un promedio histórico del capital de trabajo operativo neto como días de ventas. El promedio se calcula a partir del año 2010 para mantener la misma base de cálculo, debido a que no existe información sobre el pasivo financiero por Cartas de Crédito para el año 2009 (con este pasivo se financian las compras de materias primas).

Tabla 13: Capital de Trabajo Histórico Cintac S.A.

	2009	2010	2011	2012	Junio 2013	Promedio 2010-2013
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.280.555	1.539.764	1.794.022	1.879.470	1.700.268	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	37.651	66.232	62.639	41.991	61.889	
Inventarios corrientes	1.137.763	1.899.802	2.414.047	2.686.232	2.869.462	
Activo Corriente Neto	2.455.969	3.505.798	4.270.708	4.607.694	4.631.619	
Otros pasivos financieros corrientes (Cartas de Crédito)		474.034	1.593.826	2.194.049	2.301.787	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	171.858	327.752	266.390	251.969	291.190	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	131.596	323.124	210.722	300.582	170.741	
Otros pasivos no financieros corrientes	29.840	35.604	57.610	100.054	85.062	
Pasivo Corriente Neto	333.293	1.160.515	2.128.548	2.846.655	2.848.780	
CTON	2.122.675	2.345.283	2.142.161	1.761.039	1.782.839	
Ventas	6.028.853	6.980.812	8.164.960	8.151.410	3.905.788	
RCTON	35%	34%	26%	22%	46%	
CTON (días de venta)	127	121	94	78	82	94

La estimación de incrementos o recuperación de capital de trabajo para los años de proyección, se realiza aplicando el CTON como días de ventas promedio sobre la variación de las ventas en términos diarios.

8.4 Estimar si la empresa tiene un déficit o exceso de capital de trabajo.

Se observa que el capital de trabajo operativo neto como días de ventas al 30 de Junio de 2013 es inferior al promedio histórico (82 días versus un promedio de 94 días), por lo tanto, la compañía presenta un déficit de capital de trabajo estimado de UF 253.235.

8.5 Proyección de Flujos de Caja Libre

	2do Semestre 2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de actividades ordinarias	3.935.587	8.193.108	8.889.522	9.689.579	10.561.642	10.561.642
Costo de ventas	-3.219.148	-6.701.624	-7.271.262	-7.925.676	-8.638.987	-8.638.987
Depreciación	-91.791	-183.582	-183.582	-183.582	-183.582	-183.582
Costos de distribución	-309.169	-591.722	-670.178	-715.147	-787.874	-787.874
Gastos de administración	-141.681	-297.285	-322.554	-351.584	-383.226	-383.226
Otras ganancias (pérdidas)	-84	-3.117	-3.117	-3.117	-3.117	-3.117
Ingresos financieros	7.681	15.438	15.592	15.748	15.906	15.906
Costos financieros	-50.332	-100.665	-100.665	-100.665	-100.665	-100.665
Diferencias de cambio	21.801	-92.278	-92.278	-92.278	-92.278	-92.278
Resultados por unidades de reajuste	2.006	1.567	1.567	1.567	1.567	1.567
Flujo Operacional antes de Impuesto	154.870	239.840	263.045	334.846	389.385	389.385
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	-30.974	-47.968	-52.609	-66.969	-77.877	-77.877
Flujo Operacional	123.896	191.872	210.436	267.877	311.508	311.508
Gasto por Depreciación	91.791	183.582	183.582	183.582	183.582	183.582
Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)	67	2.494	2.494	2.494	2.494	2.494
Ingresos financieros (después de impuestos)	-6.145	-12.350	-12.474	-12.599	-12.725	-12.725
Costos financieros (después de impuestos)	40.266	80.532	80.532	80.532	80.532	80.532
Diferencias de cambio	-21.801	92.278	92.278	92.278	92.278	92.278
Resultados por unidades de reajuste	-2.006	-1.567	-1.567	-1.567	-1.567	-1.567
Flujo de Caja Bruto	226.068	536.841	555.281	612.597	656.102	656.102
Inversión de Reposición	-91.791	-183.582	-183.582	-183.582	-183.582	-183.582
Nuevas Inversiones	-36.662	-154.628	-168.544	-183.713	-200.247	0
Inversión en Capital de Trabajo	-266.837	-91.679	-181.519	-208.533	-227.301	0
Valor terminal					7.656.718	
Flujo de Caja Libre	-169.222	106.952	21.636	36.768	7.701.690	472.520

9. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

Para realizar la valoración económica se debe tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Al 30 de Junio de 2013, los activos prescindibles corresponden a UF 19.843, y están compuestos por Otros activos no financieros no corrientes y la Plusvalía.
- La deuda financiera al 30 de Junio de 2013 corresponde a UF 3.630.323.
- La valoración económica de los activos se realiza suponiendo un valor terminal sin crecimiento y una tasa de costo de capital del 6,27%.

Tabla 14: Valoración Económica de Cintac S.A. y de su precio de acción

	UF	M\$
Valor Económico de los activos	5.679.226	129.785.485
+ (-) Exceso (déficit) de Capital de Trabajo	-253.235	-5.787.092
+ Activos Prescindibles	19.843	453.474
- Deuda Financiera	-3.630.323	-82.962.564
- Deuda Subordinada	0	0
Patrimonio Económico	1.815.512	41.489.302
Número de acciones	439.817.195	439.817.195
Precio de la acción UF	0,00413	94,3

El resultado obtenido a través del método de flujos de caja descontados, muestra que el precio de la acción estimado de Cintac S.A. sería de \$94, estando sobrevalorada en \$96, ya que al cierre de Junio de 2013 su precio era de \$190.

10. Conclusiones

Al 28 de Junio de 2013, la acción de Cintac S.A. estaba valorada en \$190. Según la valoración realizada mediante flujos de caja descontados, esta acción estaría sobrevalorada y su valor real sería de \$94, considerando la proyección de sus flujos.

Adicionalmente, a través de este método se determina que el valor económico del patrimonio calculado en base a esta metodología, es un 50,4% inferior al valor de mercado de la compañía.

Se debe tener en cuenta que las proyecciones se realizaron siguiendo un criterio conservador, manteniendo variables relevantes en los niveles actuales que evidencian una crisis de la industria, tanto por los precios internacionales del acero, la fuerte entrada de productos importados desde países con mayores economías de escala y la desaceleración de la inversión a nivel nacional.

Si se considera un flujo perpetuo para la empresa con crecimiento o una visión optimista en la industria, los resultados serían muy distintos, ya que la metodología de Flujos de Caja descontados es muy sensible a los cambios en los inputs del modelo. Por lo anterior, los supuestos utilizados buscaron ser razonables para obtener un resultado más preciso.

Bibliografía y Referencias

- Maquieira, Carlos (2010) Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica, Editorial Andrés Bello, Tercera Edición.
- González, Marcelo (2013) Notas de Clase, Valoración de Empresas: Métodos de Valoración, Universidad de Chile.
- Memoria Cintac S.A. 2012
- Superintendencia de Valores y Seguros
- Humphreys
- Fitch Ratings
- Bolsa de Comercio de Santiago