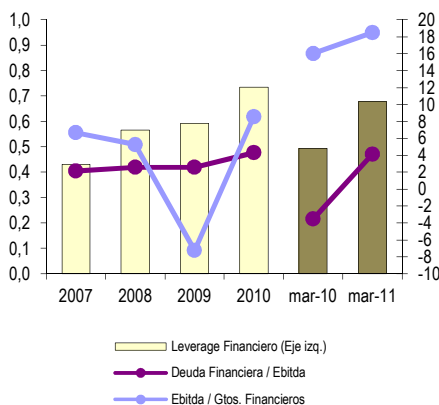


	Dic. 2010	Julio 2011
Solvencia	-	BBB+
Perspectivas	-	Estables

* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2009	2010	Mar. 11
Margen operacional	-18,4%	7,0%	8,8%
Margen Ebitda	-15,5%	10,0%	11,2%
Rentabilidad patrimonial	-31,4%	10,9%	10,7%
Endeudamiento total	1,2	1,4	1,2
Endeudamiento financiero	0,6	0,7	0,7
Ebitda / Gastos financieros	-7,2	8,6	18,5
Deuda financiera / Ebitda	-2,1	4,3	4,1

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Analista: Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.cl
(562) 757-0463

Fundamentos

La calificación asignada a la solvencia de Industrias Nacionales S.A. refleja su posición dominante en R. Dominicana e importante participación en la Región del Caribe y Centro América, la amplia experiencia y el respaldo entregado por su grupo de controladores y propietarios y la adecuada diversificación de sus clientes. En contrapartida considera una alta exposición a los ciclos económicos, la inestabilidad de las economías donde opera y el incremento en los niveles de endeudamiento financiero.

Industrias Nacionales S.A. (INCA) es una empresa orientada a la fabricación y comercialización de productos de acero y plástico destinados al mercado local y a la exportación a países de la zona del Caribe y Centro América.

La empresa es controlada por la sociedad Multisteel Business Holding Corp., entidad controlada a su vez por la familia García (36%), Carlos Valiente (15%) y Gerdau S.A. (49%).

La empresa es administrada por F. García y C. Valiente, los cuales poseen una amplia experiencia y trayectoria. Por su parte, Gerdau S.A., que ingresó a la propiedad en 2007, brinda a la compañía de todo su historial y conocimientos de la industria, aprovechando de participar en mercados donde no tenía una sólida presencia.

Para la elaboración de sus productos, INCA depende de materias primas importadas, lo que la expone a las variaciones que presenten los precios de éstas en el corto plazo.

INCA es el mayor productor y comercializador de materiales para la construcción de R. Dominicana, obteniendo posiciones de liderazgo en todos sus productos. Al 31 de diciembre de 2010, el mercado local representó un 64% del volumen vendido y un 67% de los ingresos de la empresa, superando los US\$ 249 millones.

Por su parte, al 31 de diciembre de 2010, el mercado internacional superó los US\$ 97 millones

A diciembre de 2010, la compañía presentó una importante recuperación de sus márgenes, principalmente debido a una recuperación en los precios de los productos y un mayor dinamismo en el mercado local, que compensó la caída de los volúmenes vendidos, producto del terremoto en Haití a principios de año.

Al 31 de diciembre de 2010, los ingresos presentaron un crecimiento de 5,9% respecto del año anterior y el margen Ebitda fue de un 10%.

La empresa ha exhibido niveles crecientes de endeudamiento financiero en los últimos años, explicado en parte por la inversión realizada para casi duplicar su capacidad productiva, agregando un total de 400.000 toneladas métricas de producto terminado al año. La inversión implicada para esta instalación superó los US\$ 92 millones, los que se financiaron mediante emisión de bonos y créditos bancarios.

El actual perfil de vencimientos, implica un riesgo de refinanciamiento en el corto plazo, ante lo cual la compañía se encuentra estudiando la emisión de un nuevo programa de bonos en el mercado local por un monto de US\$ 40 millones.

Perspectivas: Estables

Las perspectivas "Estables" consideran las expectativas de fortalecimiento del flujo de caja, ligado principalmente al fuerte incremento en su capacidad productiva y a la recuperación de mercados como Haití. Asimismo, considera que frente a menores necesidades de inversión, la empresa presentará una mejoría gradual en sus niveles de endeudamiento, para luego mantener una razón Deuda Financiera/Ebitda en torno a 3 veces.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

Fortalezas

- Posición dominante en R. Dominicana e importante participación en otros mercados como El Caribe y Centroamérica.
- Respaldo del grupo Gerdau S.A., el mayor productor de acero de América y uno de los 10 más grandes del mundo.
- Equipo gerencial con amplia experiencia en la industria.
- Adecuada diversificación de clientes, tanto en el mercado local como en el internacional.

Riesgos

- Participación en una industria cuya demanda es altamente sensible a los ciclos económicos y cuyos costos están expuestos a la variabilidad de los precios de materias primas y combustibles.
- Exportación a economías de alto riesgo soberano, lo que los hace más sensibles a la evolución de la economía mundial.
- Leve incremento en los niveles de endeudamiento financiero y presencia de riesgo de refinanciamiento por altos vencimientos en 2011.

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estable

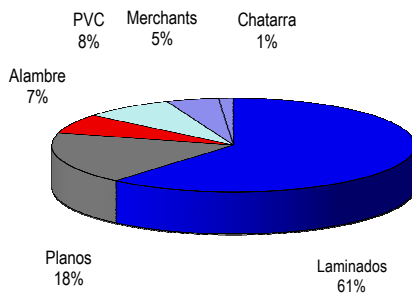
Propiedad

Industrias Nacionales S.A. es controlada por la sociedad Multisteel Business Holding Corp., entidad controlada a su vez por la familia García (36%), Carlos Valiente (15%) y Gerdau S.A. (49%).

La empresa es administrada por F. García y C. Valiente, los cuales poseen una amplia experiencia y trayectoria. Por su parte, Gerdau S.A., que ingresó a la propiedad en 2007, brinda a la compañía de todo su historial y conocimientos de la industria, aprovechando de participar en mercados donde no tenía una sólida presencia.

Alta participación de Laminados en sus Ingresos

Diciembre de 2010



PERFIL DE NEGOCIOS

Intermedio

Industrias Nacionales S.A. (INCA), fundada en 1947, es una empresa orientada a la fabricación y comercialización de productos de acero y plástico destinados al mercado local y a la exportación a países de la zona del Caribe y Centro América.

Entre los productos elaborados y comercializados por la compañía se pueden destacar: varillas y barras de acero para construcción; productos planos y perfiles de acero; productos de alambre como mallas y clavos; productos importados de acero como tolas, vigas y correas; y productos de PVC como tuberías, mangueras y piezas plásticas. Además, recientemente la empresa participa de la compra y venta de chatarra de acero.

Importante incremento en su capacidad productiva

Industrias Nacionales S.A. elabora sus productos en dos instalaciones industriales ubicadas en la zona urbana de Santo Domingo, República Dominicana. La más antigua, ubicada en la Zona Industrial La Isabela, elabora principalmente productos planos de acero y derivados de PVC. La otra planta industrial, ubicada en el kilómetro 23 de la Autopista Duarte está dedicada a la elaboración de laminados, alambre y sirve de almacenamiento para distribución.

Durante el año 2008, la empresa inició el proyecto para la instalación de un segundo laminador, con el objetivo de casi duplicar su capacidad productiva, agregando un total de 400.000 toneladas métricas de producto terminado al año, lo que sumaría un total de 850.000 toneladas métricas por año.

La inversión superó los US\$ 92 millones, los que se financiaron mediante emisión de bonos y créditos bancarios.

Asimismo, a principios de 2011, se modificó el horno del primer laminador, cuya operación utilizaba petróleo diesel, pasando a utilizar gas natural, el cual será suministrado mediante un contrato de precio variable con duración de 5 años. Este cambio implicará un importante ahorro de costos en el corto plazo.

Por otra parte, la energía necesaria para las operaciones de las plantas industriales es proveída mediante un contrato de abastecimiento de largo plazo. Sin embargo, INCA cuenta con generadores propios que le permitirían autoabastecerse de energía en caso de ser necesario.

Exposición a la evolución de los precios internacionales de la materia prima

Para la elaboración de sus productos, tanto de acero como PVC, Industrias Nacionales depende de materias primas importadas principalmente a través de grandes traders globales y, en menor medida, comprada directamente al productor.

La empresa adquiere su materia prima a precio de mercado, mediante proveedores con los que posee relaciones de largo plazo, lo que la expone a las variaciones de los precios internacionales del acero. Sin embargo, la compañía maneja sus inventarios de materias primas con el objetivo de optimizar el costo mediante el aprovechamiento de periodos con menores precios.

En el caso de los productos elaborados con acero, la principal materia prima utilizada son las “palanquillas” o “billets” de acero. Entre los principales proveedores de “palanquillas” se pueden destacar los traders Global Market Services, Coutinho & Ferrostaal y Steel Resources. Por su parte, los principales productores de acero que abastecen a Industrias Nacionales son Gerdau S.A. y Arcelormittal, entre otros.

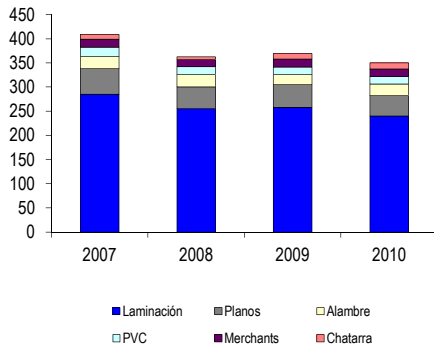
La evolución del precio internacional de la “palanquilla” ha estado marcada en los últimos años por la alta volatilidad que se ha observado en otros commodities, afectados por la evolución de los mercados, principalmente de Asia y Medio Oriente, y por la evolución que tengan los combustibles fósiles.

Por su parte, la materia prima de los productos de PVC es adquirida directamente a grandes productores como Shintec Inc y Oxyde.

Solvencia **BBB+**
Perspectivas **Estable**

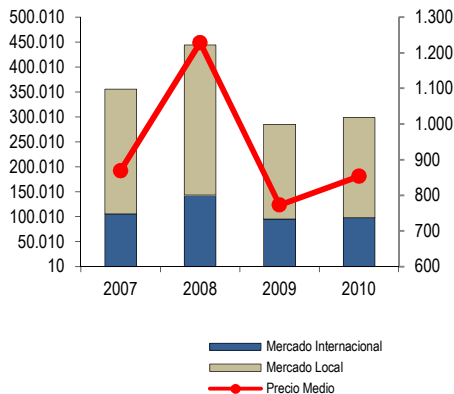
Leve caída física de las ventas

Miles Tons.



Mercado volátil en precios y destinos

Volumen en Miles US\$ y precio en US\$



Posición dominante de mercado en el mercado local

Industrias Nacionales S.A. es el mayor productor y comercializador de materiales para la construcción de República Dominicana, obteniendo posiciones de liderazgo en todas las gamas de productos que posee. Según estimaciones, durante el año 2010, la empresa logró una participación de mercado de 54% en laminados (varillas y barras), 44% en derivados de alambre, 67% en productos planos y 60% en derivados de PVC.

Para abarcar el mercado de República Dominicana, la empresa busca llegar a sus clientes mediante una importante fuerza de venta dedicada y especializada. El objetivo de la empresa es proveer soluciones en materiales de construcción lo más cerca posible del consumidor final, de manera de entregar un mix de productos a la medida de las necesidades de los clientes.

Una característica de su mercado es la poca concentración de clientes, ya que para el 2010 el 80% de la venta estaba realizada en 111 clientes, de los cuales el más importante representaba sólo un 4%. Su principal canal de ventas son los distribuidores mayoristas y ferreterías con el 62% de las ventas. Los contratistas y otros compradores directos representan el restante 38% de las ventas.

Al 31 de diciembre de 2010, el mercado local representó un 64% del volumen vendido y un 67% de los ingresos de la empresa, superando los US\$ 249 millones.

Importante participación en los mercados del Caribe y Centroamérica

Industrias Nacionales S.A. ha logrado obtener importantes participaciones de mercado en los mercados donde exporta. Según estimaciones, durante el año 2010 la empresa obtuvo un 21% del mercado Caribe Norte, un 15% del mercado Caribe Sur, un 7% del mercado de Centroamérica, un 33% del mercado de Haití y un 18% del mercado de Puerto Rico.

La estrategia de la empresa para participar en los mercados a los que exporta se basa en aprovechar su amplio mix de productos para optimizar los volúmenes exportados. Asimismo, la empresa se beneficia de los tratados de libre comercio que operan entre República Dominicana y distintos mercados de la zona.

Las exportaciones son realizadas mediante traders internacionales y distribuidores, por lo que la empresa posee un menor número de clientes que en el mercado local. Durante 2010, el 80% de las exportaciones de Industrias Nacionales fue realizado a 54 clientes, donde el mayor representaba un 14%.

Al 31 de diciembre de 2010, el mercado internacional representó un 36% del volumen vendido y un 33% de los ingresos de la empresa, superando los US\$ 97 millones.

Industria altamente expuesta al ciclo económico y a la volatilidad de los precios internacionales del acero.

La industria de materiales de construcción, es altamente sensible a la evolución del ciclo económico de los mercados y países, ya que la actividad de construcción, tanto habitacional, turística como de infraestructura, depende fuertemente de las expectativas que tenga la gente y los gobiernos respecto de las condiciones económicas en el mediano y largo plazo.

Por otra parte, la industria de materiales de construcción elaborados a partir de acero se encuentra altamente expuesta a la volatilidad de los precios internacionales del acero, los cuales dependen de las condiciones económicas mundiales y el desempeño de los mercados, principalmente asiáticos.

Positivas expectativas para los negocios de Industrias Nacionales

Las expectativas para los negocios de la compañía son positivas para el corto plazo, basadas principalmente en el mayor dinamismo de la reconstrucción de Haití post terremoto de enero de 2010, mercado donde, según estimaciones, Industrias Nacionales posee el 33% de participación y fuertes contactos comerciales.

Para el mediano plazo se espera la recuperación de la actividad económica de los países de la zona de influencia de Industrias Nacionales, lo que redundaría en una mayor actividad de la construcción debido al déficit habitacional que presentan y la mayor actividad del rubro turístico, impulsado por la recuperación de las economías europeas y de Estados Unidos.

Solvencia **BBB+**
Perspectivas **Estable**

POSICION FINANCIERA *Intermedia*

Resultados y márgenes:

Ingresos de la compañía expuestos al ciclo económico y costos sujetos a la variación de los precios de los combustibles y energía

A diciembre de 2010, la compañía presentó una importante recuperación de sus márgenes, principalmente debido a una recuperación en los precios de los productos y un mayor dinamismo en el mercado local, que compensó la caída de los volúmenes vendidos, producto del terremoto en Haití a principios de año.

Al 31 de diciembre de 2010, los ingresos presentaron un crecimiento de 5,9% respecto del año anterior y el margen Ebitda alcanzó un 10%, marcando una fuerte mejoría respecto del año 2009, donde la empresa se vio afectada por la fuerte contracción de la demanda originada por la crisis financiera internacional, que generó impactos en los precios internacionales de los productos.

Por su parte, los costos de la compañía se encuentran fuertemente relacionados a la evolución de los precios internacionales de sus materias primas, precios de la energía y combustibles utilizados en la elaboración de sus productos.

Es de esperar, que la puesta en marcha del nuevo laminador incremente la capacidad de la compañía para generar flujos, lo que sumado a una disminución de costos producto de la migración de la operación desde petróleo a gas natural del horno del primer laminador, implicaría una mejoría en sus márgenes en el corto y mediano plazo.

Endeudamiento y flexibilidad financiera

Leve incremento de los niveles de endeudamiento

Industrias Nacionales S.A., hasta el año 2008, mantenía un perfil de endeudamiento compuesto principalmente por deuda bancaria de corto plazo destinada al manejo de capital de trabajo y operaciones de comercio exterior.

Por otra parte, la inversión realizada en el nuevo laminador fue financiada mediante la emisión, en el año 2008, de un bono del tipo bullet por un monto de RD\$ 1.000 millones, con vencimiento en el año 2015; un crédito de largo plazo con BNP Paribas, obtenido en 2009 y garantizado por Gerdau S.A. por un monto de US\$ 25 millones y otro crédito de largo plazo con BNP Paribas, obtenido en 2010 y también garantizados por Gerdau S.A. por un monto de US\$ 34,9 millones.

Por otra parte, durante el año 2009, la compañía emitió un bono en el mercado local durante por US\$ 30 millones para financiar capital de trabajo, cuyo vencimiento corresponde en 2011.

Consecuentemente con lo anterior, es posible observar como el endeudamiento financiero ha pasado de niveles de 0,4 veces en 2007 a 0,7 veces a diciembre de 2010 (0,8 a marzo de 2011) y los indicadores de deuda financiera sobre Ebitda han pasado de 2,1 veces en 2007 a 4,3 veces en 2010.

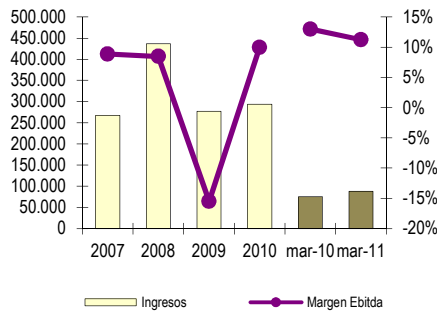
Por otra parte, debido a mejores condiciones de tasa de interés, el nivel de cobertura de gastos financieros, salvo el año 2009, ha presentado una mejoría, alcanzando 9,5 veces. Sin embargo, hay que considerar que los gastos financieros de los años 2009, 2010 y el primer trimestre de 2011 se encuentran subvaluados por la capitalización de gran parte de los gastos financieros totales por la construcción del segundo laminador.

La flexibilidad financiera se ve favorecida por la existencia de líneas de crédito disponibles por más de US\$ 180 millones, con un uso medio del orden del 20% de ese monto.

Feller Rate considera que frente a menores necesidades de inversión, la empresa presentará una mejoría gradual en sus niveles de endeudamiento, para luego mantener una razón Deuda Financiera/Ebitda en torno a 3 veces.

Recuperación de los márgenes en el 2010

En miles de US\$



Crecimiento del endeudamiento por financiamiento de inversiones



Fuertes amortizaciones en el corto plazo

Al 31 de diciembre de 2010, miles de US\$

	Deuda Instituciones Financieras	Deuda Bonos	Total
2011	12.303	30.000	42.303
2012	11.570	0	11.570
2013	10.947	0	10.947
2014	10.947	0	10.947
2015	5.000	26.702	31.702
2016	5.000	0	5.000
2017	5.000	0	5.000
2018 y más	10.000	30.000	40.000

Solvencia	BBB+
Perspectivas	Estable

Características principales del tercer programa de emisión de Bonos corporativos y su primer programa de emisión de Papeles Comerciales

El actual perfil de vencimientos, incluyendo el del bono emitido en 2009, implica un riesgo de refinanciamiento en el corto plazo. No obstante, actualmente la empresa se encuentra en proceso de emisión de un nuevo programa de bonos corporativos en el mercado local

El monto a emitir es de US\$ 40 millones (o equivalente en pesos dominicanos), con plazos entre los 2 y 10 años, con amortización del capital tipo bullet, con tasa fija en dólares y variable en pesos dominicanos. Aún no se define la tasa de interés y la periodicidad en la capitalización de los intereses.

El uso de los fondos se destinara a: cubrir los vencimientos del bono emitido en el año 2010; pago de deudas; y financiamiento de capital de trabajo.

Respecto del programa de emisión de Papeles Comerciales, el monto a emitir es de US\$ 30 (o equivalente en pesos dominicanos), con plazos entre los 3 meses y 1 año, con amortización del capital al vencimiento, con tasa fija en dólares o pesos dominicanos.

Solvencia
Perspectivas
Papeles Comerciales
Bonos

Junio 2011
BBB+
Estables
BBB+ / N-2
BBB+

Resumen Financiero

Millones de US\$

	2007	2008	2009	2010	Mar. 2010*	Mar. 2011*
Ingresos Operacionales	267.197	436.724	277.149	293.445	75.130	88.316
EBITDA (1)	23.708	37.041	-43.008	29.267	9.762	9.907
Resultado Operacional	20.123	28.978	-51.009	20.467	7.701	7.744
UTILIDAD (pérdidas)	17.043	20.098	-47.992	18.703	7.036	7.395
Activos totales	285.067	423.920	333.360	403.808	344.172	388.346
Pasivos exigibles	167.872	255.305	180.536	232.281	184.250	209.359
Deuda Financiera	50.595	95.415	90.624	126.052	78.939	121.287
Patrimonio	117.196	168.615	152.824	171.527	159.922	178.988
Margen Ebitda (1)	9%	8%	-16%	10%	13%	11%
Rentabilidad Patrimonial	15%	12%	-31%	11%	-18%	11%
Deuda Total / Patrimonio	1,4	1,5	1,2	1,4	1,2	1,2
Deuda Financiera / Patrimonio	0,4	0,6	0,6	0,7	0,5	0,7
Ebitda / Gastos financieros	6,7	5,3	-7,2	8,6	16,0	18,5
Deuda Financiera / Ebitda (1)	2,1	2,6	-2,1	4,3	-3,5	4,1
Liquidez Corriente	1,21	1,31	1,38	1,08	1,34	1,06

* Estados financieros interinos. Indicadores anualizados donde corresponda

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos	Primera	Segunda	Tercera
Número de Registro	SIVEM-030	SIVEM-039	
Valor total de la emisión	\$ 1.000 millones	US\$ 30 millones	US\$ 40 millones
Valor de cada Serie	\$ 500 millones	US\$ 2,5 millones	US\$ 2,5 millones
Fecha de colocación / emisión	17/03/2008	10/03/2009	
Covenants	No Tiene	No Tiene	No Tiene
Serías inscritas al amparo de la Emisión	1 y 4	I, P, R, Q, T, S, J, K, L, M, N y O	E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q, R, S, T
Conversión	No contempla	No Contempla	No Contempla
Resguardos	-	-	Suficientes
Garantía	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 1	Serie 2
Al amparo de la emisión	SIVEM-030	SIVEM-030
Monto de la emisión	\$ 500 millones	\$ 500 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Marzo - 2015	Marzo - 2015
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	6,25%	6,25%
Redención anticipada	-	-
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	-	-
Garantías	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3	Tramo 4	Tramo 5	Tramo 6
Al amparo de la emisión	SIVEM-039	SIVEM-039	SIVEM-039	SIVEM-039	SIVEM-039	SIVEM-039
Serías pertenecientes al tramo	I, P	R, Q	T, S	J, K	L, M	N, O
Monto de la emisión	US\$ 5 millones	US\$ 5 millones	US\$ 5 millones	US\$ 5 millones	US\$ 5 millones	US\$ 5 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Septiembre - 2011	Septiembre - 2011	Mayo - 2011	Mayo - 2011	Junio - 2011	Julio - 2011
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	6,75%	6,75%	6,5%	6,5%	8,5%	8,75%
Redención anticipada	-	-	-	-	-	-
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	-	-	-	-	-	-
Garantías	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

Emisión de Papeles Comerciales	Primera
Número de Registro	
Valor total de la emisión	US\$ 30.000.000
Fecha de colocación / emisión	
Covenants	No Tiene
Conversión	No Contempla
Resguardos	Suficientes

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las calificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de calificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una calificadora de riesgo autónoma, por lo que las calificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.