



ACCIÓN DE RATING

20 de agosto, 2021

Informe de Primera Clasificación

RATINGS

Cemento Polpaico S.A.

Solvencia	A+
Bonos	A+
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q - 2021

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de clasificación de industria de productos industriales](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Director Senior, Corporaciones y Fondos
fvilla@icrchile.cl

Simón Aguilera +56 2 2896 8200
Analista
saguilera@icrchile.cl

Cemento Polpaico S.A.

Informe de primera clasificación de riesgo

ICR clasifica en categoría A+/Estable, la solvencia y bonos de la Compañía Cemento Polpaico S.A. Cemento Polpaico S.A. ("Polpaico" o la "Compañía") es líder en fabricación y comercialización de cemento y hormigón premezclado en Chile, siendo un proveedor clave para la industria de la construcción. La clasificación asignada considera principalmente:

- ❖ Liderazgo de la Compañía a nivel nacional, con relevante participación de mercado en cemento y hormigón, un muy alto reconocimiento de marca y reputación de calidad establecida en el tiempo.
- ❖ Alta eficiencia en costos, con un buen nivel de apalancamiento operativo, ligado a la integración vertical en la cadena de abastecimiento, ubicación estratégica de sus activos y escala de operaciones.
- ❖ Contratos relevantes de mediano y largo plazo con sus principales proveedores, la posesión de reservas y la integración vertical, reducen la dependencia de proveedores y la posibilidad de sufrir desorganizaciones operacionales.
- ❖ Alto porcentaje de utilización de la capacidad instalada que le permite mantener volúmenes de producción estables en el tiempo, además de tener holgura adecuada para hacer frente a los cambios en la demanda.
- ❖ Alto nivel de tecnología que le permite mantener ventajas competitivas, especialmente en la planta Quilicura y el sistema logístico integrado de abastecimiento.
- ❖ Buena diversificación de productos, con liderazgo en el mercado del cemento y hormigón. Las ventas de la Compañía se encuentran con un buen nivel de diversificación con baja concentración de clientes.
- ❖ Concentración de ventas ligada a la industria de la construcción y sectores que ésta atiende, en especial para el segmento de hormigón, lo que expone a la Compañía a los riesgos relacionados con la demanda cíclica de la industria.
- ❖ Considerables economías de escala y flexibilidad operacional a través de sus 34 plantas hormigoneras, 4 plantas cementeras y 7 plantas de áridos. Con lo anterior la Compañía abastece casi a la totalidad del mercado nacional.

Lo anterior implica una **clasificación del riesgo del negocio en categoría A+**.

Desde un punto de vista financiero, estimamos que la fortaleza financiera de la Compañía es “adecuada” dado el riesgo del negocio, en consideración de la reciente fusión con Gamma Cementos S.A. (“Gamma”), accionista controlador de Cementos Bicentenario S.A. (“BSA”) y el significativo stock de deuda que incorporó la sociedad absorbida. En relación a los indicadores financieros de deuda, la mayoría de ellos se vieron fuertemente afectados, alcanzando valores poco habituales para la Compañía. En este mismo sentido, desde ICR se establece una mirada ampliada para el análisis financiero, que considera las proyecciones realizadas por la Compañía para el cierre del año 2021. En consecuencia, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA (proforma, consolidando las operaciones de BSA para todo el período) alcanzó las 13 veces en diciembre de 2020. Gracias a los mejores resultados que obtuvo la Compañía durante el primer trimestre de 2021, dicho indicador disminuyó a 7,0 veces. Esta mayor generación de flujos debería reflejarse en que el indicador deuda financiera neta sobre EBITDA converja a niveles en torno a las 2,5 veces para los próximos años. De la misma manera, el endeudamiento total de la Compañía alcanzó las 1,6 veces en diciembre de 2020, ratio que debería decrecer a niveles bajo las 1,5 veces para los próximos años.

Sumado a lo anterior, la Compañía actualmente se encuentra analizando nuevas alternativas de financiamiento que le permitirían reemplazar parte de sus créditos vigentes, alargar el perfil de vencimiento y diversificar sus fuentes de financiamiento a través de la inscripción de líneas de bonos. Consideramos que las características de los instrumentos a emitir, esto es monto, uso de los recursos y resguardos, no ameritan una clasificación de riesgo distinta a la solvencia del emisor.

Rating outlook

La tendencia “Estable” asignada a Polpaico, refleja nuestras expectativas de que la Compañía mantenga su fortaleza financiera, sosteniendo indicadores de deuda y crediticios apropiados para su clasificación de riesgo.

Factores que podrían aumentar el rating

La clasificación de riesgo podría variar al alza si la capacidad de generación de caja y eficiencia en costos se viera fuertemente favorecida por una mejor absorción de los beneficios de la fusión llevaba a cabo en julio de 2020, lo que podría tener incidencias favorables tanto en el perfil del negocio como en la fortaleza financiera de la sociedad.

Factores que podrían disminuir el rating

La clasificación de riesgo podría variar a la baja, si se evidenciara deterioros relevantes en el rendimiento operacional de la Compañía, por caídas estructurales en la demanda o pérdida de posición de mercado que implicaran una menor capacidad de generación de caja, que comprometiera el desempeño de sus principales indicadores crediticios. Además, el rating podría ajustarse a la baja si la Compañía iniciara planes de inversión con un alto nivel de apalancamiento, que causen un deterioro en su situación financiera consolidada.

Perfil de la Empresa

Polpaico es una empresa con más de 75 años de historia, que se dedica a la fabricación y comercialización de insumos para la construcción, consolidada como el principal actor del mercado a nivel nacional.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Gamma Cementos II SpA	41,96%
Inversiones Lota Green SpA	29,41%
Banco de Chile, por cuenta de terceros	15,89%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	5,00%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	4,24%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	1,32%
MBI Arbitraje Fondo de Inversión	1,00%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	0,49%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,17%
Aitona SpA	0,12%
Otros	0,40%

Fuente: CMF, junio 2021

DIRECTORIO

Marcos Büchi B.	Presidente
Felipe Silva M.	Vicepresidente
Pilar Lamana G.	Directora
Juan Carlos Hurtado C.	Director
José Picasso S.	Director
Sebastián Ríos R.	Director
Andrés Segú U.	Director

Fuente: CMF, julio 2021

COMITÉ DE DIRECTORES

Pilar Lamana G.	Independiente
Felipe Silva M.	No Independiente
Andrés Segú U.	No independiente

Fuente: Memoria corporativa 2020

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA DE CEMENTOS EN CHILE

Menor estabilidad respecto a otras industrias, muy correlacionada a la actividad económica, especialmente a variables como empleo, precios de commodities, expectativas y gasto de gobierno.

Bajas barreras de entrada, ingreso de insumos importados de bajo costo, no requiere fuentes propias de abastecimiento.

Altos niveles de competencia, importación de productos presiona los precios a la baja.

Mediana regulación, foco se concentra en el cumplimiento de medidas de seguridad en el trabajo y otros estatutos relacionados a la construcción, como la calidad de materiales.

Las operaciones de la Compañía se agrupan en las siguientes áreas de negocio: (i) segmento cemento, que tiene por objetivo la fabricación y comercialización de cemento que se desarrolla a través de la sociedad matriz Cemento Polpaico S.A. (ii) segmento hormigón, el cual se dedica a la fabricación, comercialización y distribución de hormigón premezclado, cuyo principal insumo es el cemento, el cual es realizado a través de las sociedades filiales, Pétreos S.A. y Hormigones Bicentenario S.A. (iii) segmento áridos, el cual tiene por objetivo la extracción, fabricación y distribución de áridos a través de las sociedades filiales Pétreos S.A., Áridos Aconcagua S.A., Áridos Lonquén S.A. y Chiguayante S.A. El principal uso de los productos del segmento áridos corresponde a la fabricación de hormigón premezclado.

El hito principal de la Compañía en los años recientes corresponde a la fusión por incorporación de Gamma Cementos S.A. en Cemento Polpaico S.A., la que queda como continuadora legal y sucesora de todos los derechos y obligaciones tras la disolución de la primera. Gamma era la controladora de la empresa Cementos Bicentenario S.A., por lo que, una vez aprobada la fusión, se produjo una integración societaria y corporativa entre Cemento Polpaico S.A y Cementos Bicentenario S.A. la cual quedó materializada para efectos contables y financieros a partir del 1 de julio de 2020.

La fusión Polpaico – BSA le otorga a la Compañía el liderazgo indiscutido de la industria de fabricación y comercialización de cemento y hormigón en Chile.

En consideración de la fusión Polpaico – BSA materializada en julio de 2020, los estados financieros auditados de Polpaico consolidan los resultados y balance de BSA a partir del tercer trimestre del 2020. Para poder contar con resultados históricos comparables a los actuales de la Compañía, en ciertas tablas, gráficos y cuerpo del presente informe se presentan cifras proforma para el año 2019 y 2020, que consolidan a BSA para todo el período (tanto en resultados como en balance).

Mercado de cemento en Chile

Industria de la construcción se ve afectada por medidas de confinamiento para hacer frente a la pandemia COVID-19

El sector construcción se vio afectado por la paralización de actividades producto de las cuarentenas y distintas medidas de confinamiento y prevención de contagios de COVID-19.

La Cámara Chilena de la Construcción (CChC) en su informe MACH 56 da cuenta de una caída anual de 11,5% en la inversión en construcción, explicada por los efectos negativos que tuvo el estallido social de 2019 en el sector y por la incertidumbre global en torno a la pandemia y las medidas de confinamiento.

El riesgo al que está expuesto este sector se ve reflejado en que esta caída vino de la mano con una disminución de 6% del PIB nacional y un descenso de 11,7% en la inversión agregada de la economía, dando cuenta de la correlación entre el sector construcción y la actividad económica.

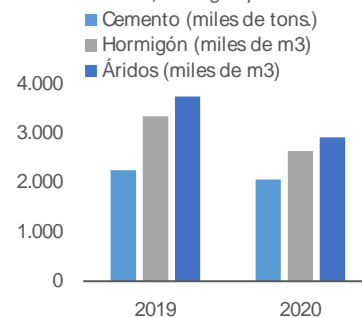
En el mismo informe se proyecta un crecimiento anual para 2021, entre 6,7% y 9,7%, destacando que estas proyecciones se basan de manera predominante en la inversión pública, que está expuesta a la capacidad de ejecución del gasto público programado para 2021, basado en la subejecución del gasto en inversión pública durante 2020.

La baja actividad del sector de la construcción ha provocado una disminución en los volúmenes de venta de cemento, hormigón y áridos de la Compañía en 2020. Esto ha presionado los ingresos a la baja, deteriorando los márgenes de la Compañía durante el mismo año. A pesar de lo anterior, se esperaría observar una rápida recuperación en relación con las buenas proyecciones de crecimiento de la inversión en el sector de la construcción, la reducción de las medidas de confinamiento y la absorción de las sinergias aportadas por la fusión del año 2020.

Clasificación de riesgo del negocio: **A+**

Baja en la actividad de la industria de la construcción impacta directamente en los volúmenes de venta a 2020

Evolución de volúmenes de venta proforma anuales de cemento, hormigón y áridos



Fuente: Polpaico

Nota: volúmenes de venta de cemento y áridos consideran venta interna y a terceros

RIESGO DEL NEGOCIO: A+				
Factor	AA	A	BBB	BB
Ambiente competitivo				
Eficiencia en costos				
Participación de mercado				
Diversificación				
Tamaño				

Fuente: Metodología de Productos Industriales ICR

Adecuado mix de productos, con un alto reconocimiento de marca, y ubicación estratégica de plantas y reservas, le otorgan liderazgo sobre otros competidores

La Compañía ha logrado mantener un fuerte posicionamiento de mercado y un alto reconocimiento de marca, respaldado con más de 75 años de operación en el mercado nacional. Con la fusión llevada a cabo en 2020, Polpaico se ha transformado en el actor con mayor participación de mercado en los segmentos de cemento y hormigón.

Según estimaciones de la Compañía, Polpaico mantiene aproximadamente un 42% de participación de mercado en el mercado de cemento y un 34% en hormigón, posicionándose como el actor principal en ambas industrias.

De la misma manera, la estratégica ubicación de sus plantas de producción, dada la cercanía con sus mercados principales, le permite reducir los costos logísticos y abarcar gran parte del mercado nacional de cemento y hormigón. Por otro lado, las reservas de material integral de la Compañía se encuentran ubicadas cerca de las plantas productivas de áridos generando importantes ventajas en costos.

Integración vertical del negocio permite que Polpaico dependa de sí misma para el abastecimiento de sus insumos críticos

Con el propósito de asegurar la competitividad de la Compañía en el largo plazo, Polpaico ha realizado inversiones que le permiten contar con siete plantas productivas de áridos con una capacidad de producción que le permite satisfacer parte importante de sus propios requerimientos, como también comercializar con terceros en forma eficiente, rentable y sostenible en el tiempo.

Además de lo anterior, la Compañía extrae desde pertenencias mineras propias las materias primas, como la caliza, puzolana, yeso y caolín, las cuales representan insumos esenciales en la producción de cemento. Actualmente la Compañía cuenta con reservas de caliza que se estima, le permiten asegurar su producción por más de 30 años. El volumen de venta interna de cemento, destinada a la producción de hormigón premezclado, y la venta a terceros representan aproximadamente un 50% del volumen total cada una.

Actualmente la Compañía posee contratos relevantes de mediano a largo plazo con sus principales proveedores lo que le permite asegurar el abastecimiento por largos periodos de manera favorable y a bajo costo.

La Compañía cuenta con una de las plantas cementeras más nuevas del mercado (operativa desde 2017), con alta tecnología y un sistema logístico integrado de abastecimiento único en el mercado. La planta Quilicura se abastece directamente de clinker, componente principal del cemento, desde su terminal de transferencia y almacenamiento de carga, ubicado en el Terminal Portuario de San Antonio, mediante conexión ferroviaria a través de un contrato de largo plazo. Lo anterior corresponde a una ventaja competitiva que le permite obtener eficiencia en costos y sustentabilidad.

Producto de las importantes reservas con que cuenta la Compañía de los principales insumos críticos, tanto para la producción de cemento como de hormigón, Polpaico no depende significativamente de proveedores de insumos críticos, permitiendo mitigar el riesgo de sufrir desorganización operacional producto de la incapacidad de algún proveedor para realizar entregas.

Compromiso con sustentabilidad se materializa en acciones concretas generando beneficios económicos y medioambientales

Coactiva nace en 2005 como una filial de Polpaico especializada en ofrecer servicios de preprocesamiento y coprocesamiento de residuos industriales. Coactiva entrega una alternativa segura y eficiente en el manejo de residuos industriales, haciendo que estos vuelvan a contribuir como combustible alternativo y reduciendo el impacto en el medioambiente.

Lo anterior permite la incorporación de residuos, previamente analizados y acondicionados al proceso de producción de cemento en los hornos de la planta de Cerro Blanco, la cual es la principal planta productora de cemento de la Compañía. Con ello, los residuos actúan como

PLANTAS SEGMENTO CEMENTO

PLANTA	CAPACIDAD (miles de toneladas)
Mejillones	250
Cerro Blanco	1.050
Quilicura	950
Coronel	672
Total	2.922

Fuente: Polpaico

PLANTAS SEGMENTO HORMIGÓN

ZONA	Nº DE PLANTAS	CAPACIDAD (millones de m³)
Zona norte	7	1,2
Zona centro	14	3,5
Zona sur	13	2,5
Total	34	7,2

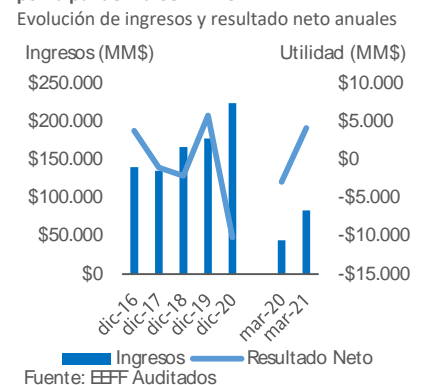
Fuente: Polpaico

PLANTAS SEGMENTO ÁRIDOS

UBICACIÓN	Nº DE PLANTAS	CAPACIDAD (miles de m³)
La Serena	1	180
Viña del Mar	2	720
Santiago	4	1.980
Total	7	2.880

Fuente: Polpaico

Resultado neto cae fuertemente, producto de las medidas de confinamiento y cuarentenas por la pandemia COVID-19



combustible, otorgando un grado de sustitución térmica a menor costo que la de combustibles tradicionales (petcoke). Coactiva cuenta con una diversificada cartera de clientes, alguno de los cuales son ampliamente reconocidos dentro de sus industrias, lo que permite asegurar la continuidad operacional de sus servicios de coprocesamiento.

Proporción relevante de las ventas deriva de la industria de la construcción

Gran parte de los ingresos de la Compañía están ligados a la evolución del mercado de la construcción. En este mismo sentido, la baja en la actividad del sector tuvo como consecuencia directa la disminución de los volúmenes de venta de cemento y hormigón durante 2020. Lo anterior implica un factor de riesgo de concentración de mercado en el negocio de la Compañía.

No obstante, se destaca que la cartera de clientes se encuentra altamente diversificada, en donde el mayor cliente de cemento y hormigón representan el 10% y 3%, respectivamente. Adicionalmente, Polpaico cuenta con importante presencia en el mercado de proyectos especiales, donde el hormigón no es abastecido desde una planta basal directamente, con foco en industrias de energía, infraestructura y minería. En dicho mercado, según estimaciones de la Compañía, Polpaico tiene una participación de mercado cercana al 40%.

Considerables economías de escala y flexibilidad operacional

Por último, se destaca que la Compañía opera con importantes economías de escala. El tamaño y la capacidad instalada le permiten abastecer gran parte del mercado nacional en cada uno de los segmentos en los que opera. Actualmente, la planta Quilicura cuenta con un diseño que le permitiría duplicar su capacidad de producción con una nueva línea que cuenta con aprobación ambiental. Polpaico ha utilizado eficientemente su capacidad instalada permitiendo obtener reducción en costos operacionales de manera consistente en el tiempo.

Sumado a lo anterior, se destaca que la Compañía cuenta con la mayor flota de camiones del mercado lo que le permite agilizar sus operaciones pudiendo llegar a sus clientes con facilidad al tener una mayor cobertura.

Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

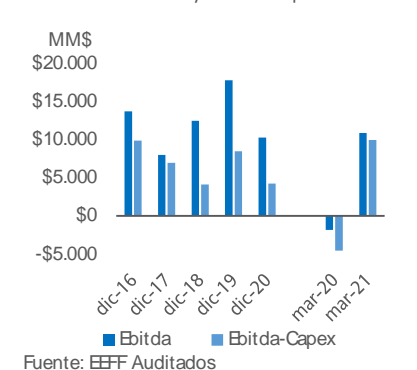
Menores volúmenes de venta de cemento, hormigón y áridos, producto de la baja actividad en el sector de la construcción, reducen los ingresos y márgenes consolidados

Durante 2020, de acuerdo a los estados financieros reportados por la Compañía, los ingresos totales alcanzaron los \$224.056 millones, aumentado un 26% respecto a los ingresos reportados el 2019. Dicho aumento se explica por la incorporación de los resultados de BSA en los estados financieros a partir del segundo semestre de 2020. Al realizar la comparación a nivel consolidado proforma, es decir tomando el total de los resultados de BSA para ambos años, los ingresos de explotación del 2020 alcanzan los \$254.127 millones, que representa un 13,4% menos en comparación con el ejercicio anterior (\$293.454 ingresos consolidados proforma para el 2019). Esta disminución se explica por la disminución de 8,5% en los volúmenes de venta total de cemento, baja de 21% en el volumen vendido de hormigón y caída de 22,2% en los volúmenes de venta total de áridos. Los volúmenes de venta proforma en 2020, considerando el total de las operaciones de Polpaico y BSA durante el año, alcanzaron las 2.063 mil toneladas de cemento (venta interna y a terceros), 2.641 mil m³ de hormigón y 2.918 mil m³ de áridos (venta interna y a terceros).

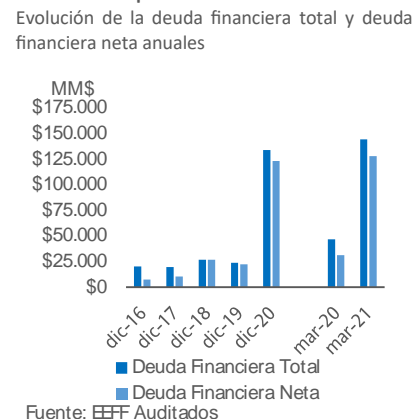
El EBITDA¹ a de acuerdo a los estados financieros reportados por la Compañía alcanzó los \$17.853 millones y \$10.332 millones para 2019 y 2020 respectivamente. A nivel de cifras proforma consolidadas, el EBITDA alcanzó los \$9.365 millones, disminuyendo en 67,8% en comparación con los \$29.059 millones del 2019. En línea con lo anterior el margen EBITDA² proforma consolidado disminuyó de 9,9% a 3,7%.

A marzo de 2021, los ingresos por venta de la Compañía ascendieron a \$83.145 millones, mientras que el EBITDA se elevó a \$10.913 millones. Adicionalmente, el margen EBITDA del periodo fue de 13,1% reflejando una recuperación de flujos durante 2021 producto de mayores volúmenes de venta y los beneficios como las sinergias otorgadas por la fusión.

La Compañía muestra capacidad de financiamiento propio de sus inversiones, reflejado en un EBITDA-Capex superavitario



La deuda de la Compañía se ve altamente incrementada producto de la fusión

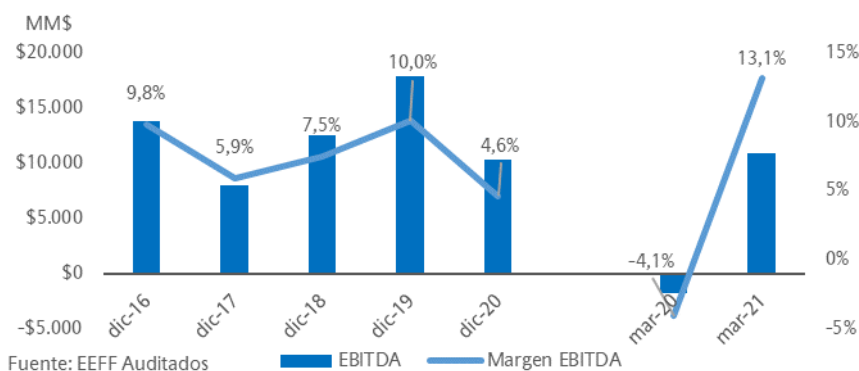


Alza en los costos financieros, y reducción de los ingresos financieros disminuye drásticamente la cobertura de gastos financieros



EBITDA y margen EBITDA se muestran con un alza considerablemente mayor durante marzo de 2021 debido al aumento en los volúmenes de venta y el robustecimiento de las sinergias proporcionadas por la fusión

Evolución de EBITDA y Margen EBITDA



Ritmo de inversiones se mantiene bajo y estable, con foco en mantenimiento

Durante los últimos años, la Compañía ha ejecutado niveles de inversiones (CAPEX³) bajos y estables, mostrando tener la capacidad de financiamiento a través de recursos propios, que se ve reflejado continuamente en niveles de EBITDA-CAPEX superavitarios. Lo anterior se explica debido a que, por un lado, las inversiones importantes de la Compañía ya se habían realizado en el pasado. Por otro lado, parte de los activos son nuevos, por lo que no requieren grandes desembolsos en mantenciones.

Actualmente Polpaico cuenta con un plan de inversiones aprobado hasta 2023. Este incluye inversiones menores en algunas mejoras operativas específicas, como también el mantenimiento de los activos, principalmente la renovación periódica de parte de la flota de camiones propios.

La Compañía muestra altos niveles de deuda producto de la fusión llevada a cabo en 2020, lo que deterioró los indicadores financieros de deuda en el mismo año. Actualmente se encuentra analizando nuevas alternativas de financiamiento

Al cierre de 2020, la deuda financiera⁴ de la Compañía alcanzó los \$134.088 millones, aumentando significativamente respecto a la deuda exhibida durante el 2019 producto de la materialización de la fusión con Gamma Cementos S.A. en julio de 2020, donde ésta última aportó aproximadamente \$96.000 millones de deuda financiera a la entidad fusionada.

A marzo de 2021, la deuda financiera de la Compañía se incrementó levemente a \$144.426 millones la cual consideraba préstamos bancarios (83%) y cartas de crédito (17%). Aproximadamente un 50% de la deuda tiene su vencimiento hasta el año 2023, mientras que el otro 50% lo hacía hasta el año 2026.

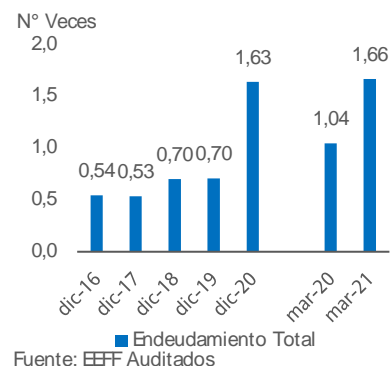
El perfil de vencimientos de la deuda de corto plazo, sin considerar intereses devengados de préstamos bancarios, alcanzaba los \$30.400 millones de pesos para el año 2021. Del total, alrededor de \$24.000 millones correspondían a cartas de créditos, mientras que cerca de \$6.400 millones a préstamos bancarios.

En términos de deuda financiera neta⁵, al 31 de marzo de 2021, ésta ascendió a \$128.074 millones, manteniéndose nuevamente en niveles similares a los exhibidos al cierre de diciembre de 2020. A diciembre de 2020 la cobertura de gastos financieros fue de 1,90 veces. A marzo de 2021, la cobertura de gastos financieros para las cifras acumuladas durante el primer trimestre alcanzó las 6,71 veces, evidenciando el alza en los resultados obtenidos por la Compañía gracias al mayor nivel de operación.

De igual forma, Polpaico exhibió un incremento en su endeudamiento total desde 0,70 veces mostrado en diciembre de 2019 hasta 1,63 veces al cierre de 2020. A marzo de 2021, el indicador alcanzaba la cifra de 1,66 veces, similar al cierre del último año. Por su parte, el

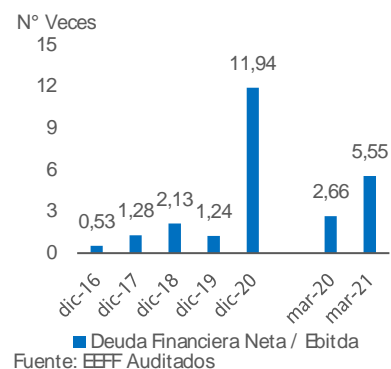
El endeudamiento total de la Compañía sufre un alza debido a la fusión

Evolución del endeudamiento total



Fusión llevada a cabo durante 2020 elevan abruptamente el indicador deuda financiera neta sobre EBITDA

Evolución de la deuda financiera neta sobre EBITDA



COVENANTS LÍNEA DE BONOS

Covenant	Exigencia
Deuda financiera neta / Patrimonio total	≤ 1,4x
Patrimonio total	≥ MM\$ 90.000

Fuente: Contrato de emisión

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	EE.FF. Auditados							EE.FF. Proforma	
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21	dic-19 Proforma	dic-20 Proforma
Endeudamiento total ⁶	0,54	0,53	0,70	0,70	1,63	1,04	1,66	1,37	1,63
Endeudamiento financiero ⁷	0,22	0,22	0,30	0,26	1,05	0,54	1,10	0,85	1,05
Endeudamiento financiero neto ⁸	0,07	0,11	0,30	0,24	0,97	0,36	0,97	0,79	0,97
Deuda financiera neta / EBITDA ⁹	0,48	1,28	2,13	1,24	11,94	2,66	5,55	4,02	13,17
Cobertura gastos financieros netos ¹⁰	17,45	15,77	22,19	11,37	1,91	7,58	3,52	4,89	1,33
Razón circulante ¹¹	1,87	1,49	1,40	1,08	1,55	0,97	1,47	1,22	1,55
Razón ácida ¹²	1,28	1,04	0,91	0,74	1,00	0,70	0,95	0,81	1,00
CAPEX/ingresos ¹³	2,75%	0,76%	5,02%	5,26%	2,70%	6,23%	1.10%	3,19%	2,38%

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

endeudamiento financiero neto, creció desde 0,24 veces en 2019 hasta 0,97 veces en 2020 el cual se mantuvo en la misma magnitud durante marzo de 2021. Dicho aumento significativo en el nivel de endeudamiento de la Compañía se explica por la materialización de la fusión con Gamma Cementos S.A. en julio de 2020.

Actualmente Polpaico se encuentra analizando nuevas alternativas de financiamiento con el propósito de reemplazar parte de sus créditos bancarios vigentes, alargar su perfil de vencimientos y diversificar sus fuentes de financiamiento. Para ello, está en proceso de inscripción de líneas de bonos en los registros de la Comisión para el Mercado Financiero y de emisión inaugural de bonos corporativos. La clasificación de riesgo actual considera una potencial emisión de bonos de hasta UF 4 millones. Por el momento, la estructura del contrato de emisión, esto es, declaraciones, garantías y *covenants*, no contemplarían condiciones tales que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprende tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la Compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la Compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones Solvencia y Bonos

Fecha	Clasificación solvencia/bonos	Tendencia	Motivo
19-ago-21	A+	Estable	Primera Clasificación

Definición de categorías

Categoría A

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

La subcategoría “+” indica una mayor protección dentro de la categoría.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	EE.FF. Auditados							EE.FF. Proforma	
	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-20	mar-21	dic-19 Proforma	dic-20 Proforma
Activos corrientes	50.470	53.218	60.172	58.617	104.921	72.781	129.632	107.928	104.921
Activos no corrientes	91.213	86.039	90.695	99.625	231.678	102.529	221.353	242.964	231.678
Activos totales	141.683	139.257	150.867	158.242	336.598	175.310	350.985	350.891	336.598
Efectivo y equivalentes	12.859	9.363	105	1.668	10.716	15.521	16.352	9.227	10.716
Inventarios	15.802	15.834	20.858	18.589	37.272	20.357	46.481	36.245	37.272
Pasivos corrientes	27.022	35.834	43.090	54.235	67.653	75.270	87.987	88.710	67.653
Pasivos no corrientes	22.822	12.569	19.016	11.178	141.201	14.212	131.138	114.016	141.201
Pasivos totales	49.845	48.404	62.106	65.412	208.854	89.482	219.125	202.726	208.854
Deuda financiera corriente	454	9.899	10.530	21.661	18.635	37.227	38.657	37.948	18.635
Deuda financiera no corriente	19.634	9.699	16.194	2.137	115.453	9.489	105.768	87.974	115.453
Deuda financiera total	20.088	19.598	26.724	23.798	134.088	46.716	144.426	125.922	134.088
Deuda financiera neta	6.558	10.235	26.619	22.130	123.372	31.195	128.074	116.695	123.372
Patrimonio	91.839	90.853	88.761	92.830	127.745	85.828	131.860	148.165	127.745
Ingresos de explotación	140.187	135.326	166.549	177.696	224.056	44.241	83.145	293.454	254.127
Margen bruto	52.878	42.507	55.230	65.109	56.911	11.099	27.313	94.889	66.945
Margen bruto (%)	37,7%	31,4%	33,2%	36,6%	25,4%	23,5%	32,8%	32,3%	26,3%
Ingresos financieros	369	295	295	23	31	1	108	23	1
Gastos financieros	1.157	803	859	1.593	5.437	375	1.625	5.960	7.017
Gastos financieros netos	788	508	564	1.570	5.406	374	1.517	5.937	7.016
Utilidad / pérdida del ejercicio	3.794	-1.043	-2.139	5.770	-10.210	-2.944	4.124	2.604	-15.185
Endeudamiento total (N° de veces)	0,54	0,53	0,70	0,70	1,63	1,04	1,66	1,37	1,63
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,22	0,22	0,30	0,26	1,05	0,54	1,10	0,85	1,05
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,07	0,11	0,30	0,24	0,97	0,36	0,97	0,79	0,97
EBITDA	13.759	8.016	12.522	17.853	10.332	-1.812	10.913	29.059	9.365
Margen EBITDA (%)	9,8%	5,9%	7,5%	10,0%	4,6%	-4,1%	13,1%	9,9%	3,7%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	17,45	15,77	22,19	11,37	1,91	7,58	3,52	4,89	1,33
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	0,48	1,28	2,13	1,24	11,94	2,66	5,55	4,02	13,17
Deuda financiera / EBITDA (N° de veces)	1,46	2,44	2,13	1,33	12,98	3,98	6,26	4,33	14,32
CAPEX	3.851	1.034	8.362	9.354	6.055	2.757	912	9.354	6.055
CAPEX/ ingresos	2,75%	0,76%	5,02%	5,26%	2,70%	6,23%	1,10%	3,19%	2,38%

¹ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gasto de administración – costos de distribución + depreciación y amortización.

² Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos ordinarios.

³ CAPEX se obtiene utilizando la cuenta “compras de propiedad, planta y equipo” del estado de flujo de efectivo.

⁴ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁵ Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes.

⁶ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

⁹ Deuda financiera neta sobre EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / EBITDA.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros).

¹¹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹² Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹³ CAPEX/Ingresos = (Compras de propiedades, plantas y equipos del estado de flujos) / ingresos de explotación.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO,

INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TENER EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.