

	Dic. 2020	Ago. 2021
Solvencia	-	A+
Perspectivas	-	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES(*)			
	2019	2020	Mar.21*
Ingresos ordinarios	177.696	224.056	83.145
EBITDA	17.853	10.332	10.913
Deuda Financiera	29.386	146.496	156.147
Deuda Financiera Ajustada	23.798	136.788	144.426
Margen Operacional	5,4%	-3,3%	7,4%
Margen Ebitda	10,0%	4,6%	13,1%
Endeudamiento total	0,7	1,6	1,7
Endeudamiento financiero	0,3	1,1	1,2
Ebitda / Gastos Financieros *	11,2	1,9	3,4
Deuda Financiera / Ebitda*	1,6	14,2	6,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda*	1,6	13,0	6,1
FCNOA / Deuda Financiera	51%	-2%	-4%

\* Indicadores anualizados donde corresponda. Dicha anualización considera 12 meses móviles, implicando la utilización de los flujos de 2020 que no incorporan la fusión de sociedades.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición de mercado					
Industria cíclica y competitiva					
Integración al recurso minero, con adecuado nivel de reservas					
Ubicación estratégica de sus instalaciones productivas genera eficiencias logísticas.					
Diversificación de negocios					

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y generación de flujos					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Nicolás Martorell  
nicolas.martorell@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

La clasificación "A+" asignada a la solvencia y nuevas líneas de bonos de Cemento Polpaico S.A. responde a un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Satisfactoria".

La evaluación de su perfil de riesgo considera el liderazgo de mercado en sus principales segmentos, que se vio potenciado con la consolidación de las operaciones de Cementos Bicentenario (BSA) en 2020, y el fuerte posicionamiento de sus marcas. Además, responde a su condición de productor integrado verticalmente, con un adecuado nivel de reservas de minerales, cuyos yacimientos y plantas productivas poseen ubicaciones estratégicas para abastecer sus mercados. Esta evaluación también incorpora su participación en una industria altamente competitiva y expuesta al ciclo económico, en línea con su naturaleza de material para la construcción.

Polpaico es la principal empresa cementera del país, posición que consolidó en julio de 2020 gracias a la fusión con BSA, operación que le permitió incorporar activos productivos de alta calidad, ampliar su cobertura geográfica e incorporar una marca en el negocio de hormigón premezclado con un relevante posicionamiento de mercado, siendo complementaria a las marcas de Polpaico.

La compañía se ha posicionado a nivel nacional como una empresa líder integrada verticalmente con tres segmentos de negocios que se relacionan entre sí: Cemento, Hormigón Premezclado (HPM) y Áridos.

Al cierre de 2020, los ingresos de Polpaico alcanzaron los \$ 224.056 millones, mostrando un crecimiento de 26,1% respecto del año anterior, explicado principalmente por la consolidación de las ventas de BSA a partir de julio de 2020. Sin embargo, los costos de la fusión y la situación nacional producto de la pandemia Covid-19, en conjunto con otras contingencias, impactaron de manera relevante en la actividad y costos de la compañía, generando una caída en el Ebitda desde los \$ 17.853 millones en 2019 hasta \$ 10.332 millones, con un margen Ebitda del 4,6%.

A marzo de 2021, los ingresos y márgenes de Polpaico presentaron una importante mejora, debido, principalmente, a la recuperación de la actividad por la mayor apertura frente a la pandemia. Así, al 31 de marzo de 2021, el Ebitda alcanzó los \$ 10.913, con un margen Ebitda de 13,1%.

La fusión con Gamma Cementos S.A., controladora de BSA, aportó a la entidad aproximadamente \$ 96.000 millones de deuda financiera. Ello, en conjunto con la baja en la capacidad de generación operacional al cierre de 2020, implicó un deterioro de los indicadores financieros de la compañía, muy por sobre los rangos históricos. Esto implicó el incumplimiento transitorio de sus *covenants* financieros, ante lo cual se obtuvo un *waiver* con los acreedores por un período de 12 meses.

Al 31 de marzo de 2021, los indicadores de solvencia mostraron una relevante recuperación respecto del cierre de 2020, con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda de los últimos doce meses de 6,1 veces y de Ebitda sobre gastos financieros de 3,4 veces.

A juicio de Feller Rate, la mayor normalidad de las operaciones de la compañía frente a la pandemia y la incorporación de 12 meses de ingresos y márgenes de BSA permitirán que Polpaico mejore sus indicadores financieros y vuelva a cumplir con sus *covenants* durante el segundo semestre de 2021.

La liquidez de la empresa es "Robusta", considerando una generación de flujos normalizada, una caja por \$ 16.352 millones al 31 de marzo de 2021, y la presencia de líneas de crédito disponibles. Ello, frente a vencimientos de deuda financiera estructurados en el largo plazo y bajos requerimientos de inversión en el corto plazo.

Adicionalmente, incorpora que la compañía se encuentra inscribiendo líneas de bonos por hasta UF 4 millones, destinadas principalmente al refinanciamiento de pasivos.

## **PERSPECTIVAS: ESTABLES**

**ESCENARIO BASE:** Responde a las expectativas de fortalecimiento de la capacidad de generación operacional de la empresa, producto de la madurez de la fusión con BSA y de la mayor apertura de la economía frente a la pandemia. Esta mayor generación debería reflejarse en la mantención de satisfactorios niveles de liquidez y un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda convergiendo hacia un nivel en torno a las 2,5 veces en el mediano plazo.

Con todo, Feller Rate continuará monitoreando el avance de la pandemia y sus consecuencias tanto en la economía nacional como en la compañía.

**ESCENARIO DE ALZA:** Se considera poco probable. No obstante, se podría gatillar ante una fuerte mejoría de los parámetros crediticios por sobre las expectativas.

**ESCENARIO DE BAJA:** Se considera poco probable, pero se podría dar ante políticas financieras más agresivas o un deterioro del mercado por sobre nuestras expectativas.

### **FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION**

#### **PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO**

- Liderazgo de mercado en todos los segmentos de negocios y marcas con fuerte posicionamiento.
- Integración vertical de sus operaciones, incluyendo el recurso minero, con alto nivel de reservas.
- Ubicación estratégica de sus yacimientos y plantas productivas con una amplia cobertura geográfica genera eficiencias logísticas.
- Participación en una industria con alta competencia y fuerte sensibilidad al nivel de actividad económica.

#### **POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA**

- Recuperación de sus márgenes y flujos operacionales en 2021.
- Favorable evolución de sus indicadores de solvencia luego de un deterioro transitorio en los últimos períodos.
- Liquidez calificada como "Robusta".
- Incertidumbre ante el avance de la pandemia.

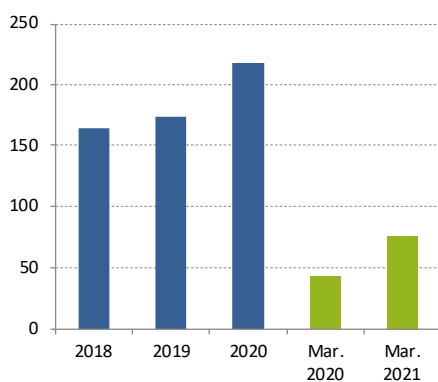
## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Cemento Polpaico S.A. es una sociedad anónima abierta controlada por Gamma Cementos II SpA, sociedad chilena cuya participación alcanzaba un 41,96% de la propiedad. El único accionista de Gamma Cementos II SpA es Inversiones Lota Green SpA, la que también posee directamente un 29,41% de Polpaico.

Por su parte, Inversiones Lota Green SpA es controlada por las familias Hurtado Vicuña.

## INGRESOS POR CEMENTO\*

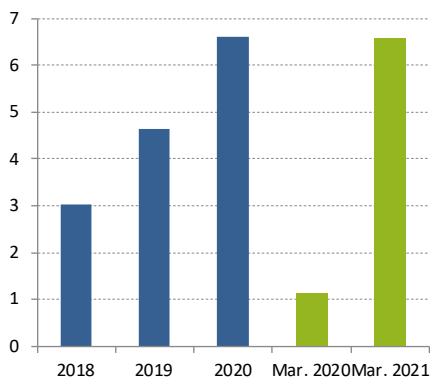
Cifras miles de millones de pesos, consideran a diciembre de 2020 y marzo de 2021 operaciones de BSA



Fuente: Estados Financieros. La categoría de Cemento bajo notas de EEFF incluye venta por medio de canal HPM

## INGRESOS DE ÁRIDOS

Cifras miles de millones de pesos, consideran a diciembre de 2020 y marzo de 2021 operaciones de BSA



Fuente: Estados Financieros.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### SATISFACTORIO

En 1948 se constituyó la empresa Cemento Cerro Blanco de Polpaico S.A., antecesora de Cemento Polpaico S.A. (Polpaico), iniciando operaciones en la Hacienda Polpaico, en la comuna de Tiltil, Región Metropolitana. Posteriormente, en 1982 adquirieron Sociedad Pétreos S.A., dedicada a la producción y comercialización de hormigones premezclados y áridos.

Finalmente, en julio de 2020 se concreta la fusión de Polpaico con Gamma Cementos S.A. controladora de Cementos Bicentenario S.A. (BSA).

## LIDERAZGO DE MERCADO EN TODOS SUS SEGMENTOS

Polpaico es la principal empresa cementera del país, lo que se consolidó en 2020, producto de la fusión con BSA, operación que le permitió incorporar activos productivos de alta calidad, con una amplia cobertura geográfica y una marca, en el negocio de hormigón premezclado, con un posicionamiento de mercado que es complementaria a las marcas de Polpaico.

Considerando la entidad combinada proforma, durante 2020 Polpaico produjo poco más de 2.063 mil toneladas de cemento, lo que representó un 42% del mercado nacional y 2.641 mil m<sup>3</sup> de hormigón premezclado (HPM), representando un 34% de participación de mercado.

En el segmento de hormigón premezclado, es importante considerar la relevante participación de mercado cercana a un 40% en Proyectos Especiales, donde el hormigón es suministrado para las industrias de energía, infraestructura y minería, entre otras.

Respecto de sus marcas, tanto Polpaico como BSA se encuentran posicionadas como la principal marca de cemento y HPM del mercado chileno, tanto a nivel de conocimiento general, como a nivel de proveedores.

Adicionalmente, ambas marcas se complementan de buena manera, al atacar distintos segmentos de clientes y canales de distribución, por lo que la fusión permite alcanzar importantes sinergias comerciales.

## DIVERSIFICACION EN SUS CANALES Y CLIENTES

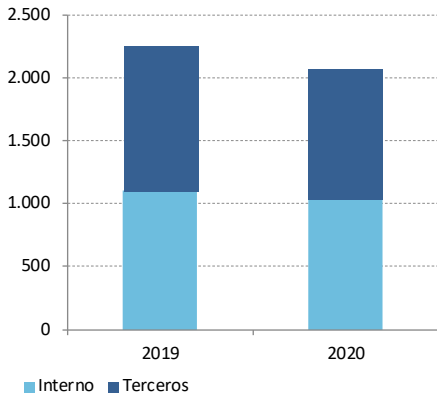
Desde el punto de vista de los canales de venta (a terceros), en el segmento de Cementos se distribuye principalmente a través de cadenas, mayoristas y ferreterías locales, lo que le permite abastecer a una base de clientes diversificada a lo largo de todo Chile, donde el mayor cliente no supera el 10% de los ingresos, y en su mayoría corresponden a grandes *retailers* especialistas como Easy, Sodimac, MTD, Construmart, Prodalam, entre otros.

Mayor es la diversificación de clientes en el segmento de HPM, donde se abastece a la gran mayoría de las empresas constructoras del país, además de proyectos especiales.

Con el fin de reducir el riesgo financiero de la cartera de clientes, la empresa cuenta con una sólida política de crédito y una póliza de seguro de crédito.

**VOLUMEN DE VENTA DE CEMENTOS**

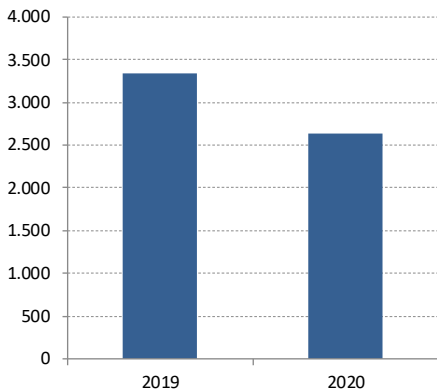
Cifras en miles de toneladas. Además considera para 2019-2020 un proforma de Polpaico y BSA



Fuente: Polpaico.

**VOLUMEN DE VENTA DE HPM**

Cifras corresponden a las ventas de hormigón a terceros en miles de metros cúbicos.



Fuente: Polpaico. Además considera para 2019-2020 un proforma de Polpaico y BSA.

**ESTRATEGIA DE INTEGRACIÓN VERTICAL**

Polpaico tiene un modelo de negocios de productor de cemento integrado verticalmente, con relevantes pertenencias mineras que le permiten abastecerse de abastecerse de un porcentaje importante de las materias primas, tales como caliza, puzolana y caolín que son extraídas principalmente desde las pertenencias mineras propias. Luego, una parte relevante de su capacidad de producción de cemento abastece su producción de HPM.

Asimismo, su propia producción de áridos en los mercados más relevantes (Región Metropolitana IV y V Región), le permiten a la entidad asegurar en forma rentable y sostenible, los áridos (arena, grava y gravilla) para la producción de hormigón.

Las reservas de las principales materias primas de Polpaico para la producción de cemento y hormigón le permiten asegurar su competitividad a largo plazo de forma sostenible, considerando reservas para los próximos 30 años (caliza, puzolana y áridos).

Por último, como parte de este modelo y de su estrategia frente a la sustentabilidad de sus operaciones, durante el año 2005, en Cerro Blanco, inicia sus operaciones Coactiva, filial de Polpaico especializada en ofrecer servicios de preprocesamiento y coprocesamiento de residuos industriales con una capacidad autorizada de 70.000 toneladas al año. Este proceso permite la incorporación de residuos, previamente analizados y acondicionados, al proceso de producción de cemento (hornos Planta Cerro Blanco), los que actúan como combustible alternativo, permitiendo un porcentaje de sustitución térmica a menor costo que la de combustibles normales (Petcoke).

**IMPORTANTE CAPACIDAD INSTALADA CON UBICACIÓN ESTRATÉGICA DE SUS YACIMIENTOS Y PLANTAS PRODUCTIVAS**

Para la producción de cemento, Polpaico cuenta con cuatro plantas productivas, ubicadas estratégicamente en la zona norte, zona centro y zona sur del país, con una capacidad total de producción de 2,9 millones toneladas por año, que le permite abastecer de forma holgada la demanda del mercado. Adicionalmente, la empresa cuenta con una Resolución de Clasificación Ambiental (RCA) que le permitirá la expansión de la planta de Quilicura en un millón de toneladas adicionales.

Al respecto, la moderna planta de molienda de cemento de Quilicura, y el terminal de transferencia de carga de clinker, ubicado en San Antonio, conectados mediante el sistema ferroviario, generando una relevante ventaja competitiva.

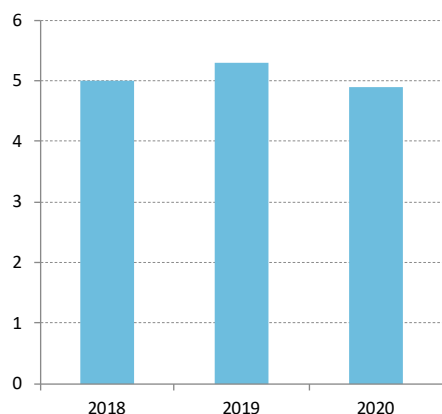
Respecto del hormigón premezclado, Polpaico cuenta con 34 plantas de producción distribuidas a lo largo del país, y una flota de 544 camiones mixer propios, además de más de 160 camiones de contratistas que le permiten mantener una importante cobertura geográfica para abordar los diferentes mercados.

En áridos, Polpaico ha construido su importante capacidad de producción en las cercanías de sus yacimientos, distribuidos entre la IV Región, V Región y Región Metropolitana. Actualmente posee 7 plantas con capacidad total de 2,8 millones m<sup>3</sup> al año, lo le permite satisfacer parte importante de sus propios requerimientos y comercializar a terceros en forma eficiente, rentable y sostenible.

Tanto sus yacimientos, como sus instalaciones productivas, se encuentran ubicados estratégicamente a lo largo de Chile con el objetivo de atender de la mejor manera la demanda de sus productos, optimizando el costo logístico. En este sentido, un beneficio relevante que trajo la fusión con BSA es la incorporación del sistema productivo logístico integrado por la estación de acopio en San Antonio y la planta de

**MERCADO NACIONAL DE CEMENTOS**

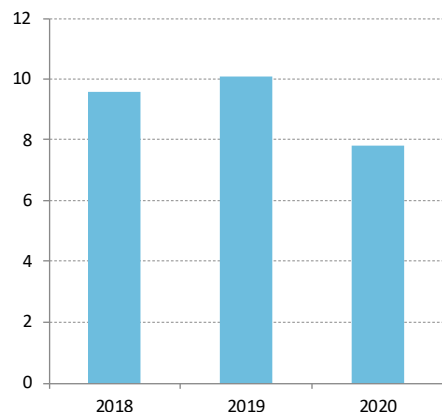
Cifras en millones de toneladas.



Fuente: Polpaico.

**MERCADO NACIONAL DE HPM**

Cifras en millones de metros cúbicos.



Quilicura, única operación productiva de este tipo en el “anillo de Américo Vespucio”, Santiago de Chile.

**IMPACTO DE LA CRISIS SOCIAL Y EL AVANCE DEL COVID-19 GENERARON PRESIONES SOBRE LA INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN**

Existe una estrecha relación entre el consumo de cemento y el nivel de actividad económica, especialmente respecto del desempeño del sector construcción.

Ante la crisis social que se gatilló desde el 18 de octubre de 2019, las compañías pertenecientes a la industria de ingeniería y construcción presentaron dificultades en sus operaciones, resultando en una caída en los niveles de producción.

Bajo ese escenario, se generó un deterioro en las expectativas frente a la incertidumbre sobre los cambios políticos y sociales que resultarían en el mediano plazo, sumado a cambios en variables como las tasas de créditos hipotecarios, disminución en los niveles de inversión y el aumento en el nivel de desempleo, entre otros.

Lo anterior, gatilló en una revaluación de las inversiones, redundando, en algunos casos, en un aplazamiento de los nuevos proyectos, postergando el inicio de construcción de algunos de ellos, como mínimo, para el segundo semestre de 2020.

Posteriormente, durante 2020, se produjo la emergencia sanitaria asociada al brote del COVID-19 a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido Chile, tomaron fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras (salvo para el traslado de productos) y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

Como parte de estas medidas, el Gobierno de Chile decretó un Estado de Catástrofe, a lo que se ha sumado cuarentenas obligatorias en distintas comunas y ciudades del país, como también cordones sanitarios.

Según estimaciones de la Cámara Chilena de la Construcción, los *shocks* de la crisis social y el alto nivel de incertidumbre en torno a la pandemia, junto con sus efectos directos sobre la demanda y la oferta, paralizaron una inversión de al menos US\$ 3,6 mil millones. De esta manera, la inversión sectorial (ajustada por efectos estacionales y de calendario) acumuló una caída anual del 11,5% durante el año 2020, lo que se compara negativamente con el crecimiento observado en 2019 (5,6%) y se encuentra en línea con los resultados desestacionalizados del PIB e inversión agregada de la economía (-6,0% y -11,7%).

Este escenario, generó un desfase en comparación a lo proyectado en las obras que estaban por iniciar sus operaciones, como también un retraso en algunos proyectos en ejecución dada la menor movilidad. Este ajuste de reprogramación afectó los niveles de inversión privada esperada para 2020 trasladando, parte de esta, al año 2021, cuyo nivel efectivo dependerá de las condiciones macroeconómicas de los próximos meses.

No obstante, durante la segunda mitad del 2020 se observó una reactivación parcial de las operaciones debido al proceso de desconfinamiento gradual sumado a la autorización por parte de la autoridad nacional para que obras privadas de construcción puedan operar en cuarentena.

Para 2021, la CChC proyecta un escenario base para la industria con un mejor desempeño que el año anterior. Esto, principalmente, por la baja base de comparación sumado al impulso económico, mejores expectativas para el sector y un supuesto sobre las medidas de confinamiento menos restrictivas que 2020.

No obstante, dicho escenario considera distintas fuentes de incertidumbre, como es el caso de la reforma constitucional, el avance y desempeño de la crisis sanitaria, la evolución de las inversiones comprometidas (considerando retrocesos hacia cuarentena en algunas zonas) y mayores costos de materias primas, entre otros factores.

#### — MEDIDAS ADOPTADAS POR POLPAICO ANTE EL COVID-19

Respecto de Polpaico, a pesar de la complicada situación del negocio, la empresa decidió no acoger a sus colaboradores a la suspensión de contratos, desarrollando acciones de protección frente a los contagios, incluyendo la salud emocional y la calidad de vida.

Una de las primeras medidas que tomó la compañía para la prevención de contagios fue un catastro de los mayores de 65 años de aquellos con enfermedades crónicas, a quienes se les solicitó que se quedaran en sus casas.

Para quienes debieron continuar en las instalaciones para la continuidad operacional, se implementaron todas las acciones impuestas por la autoridad sanitaria y se promovieron campañas de comunicación sobre la importancia del autocuidado.

La Asociación Chilena de Seguridad les otorgó una certificación “Sello COVID-19 ACHS”, por ser la primera empresa de la industria cementera en cumplir en un 100% los protocolos sanitarios en todas sus instalaciones para el control de la pandemia. Con todas las acciones.

Feller Rate continuará monitoreando los efectos de la crisis sanitaria en el sector construcción y, por ende, sobre el perfil de negocios y la posición financiera de la compañía, considerando que se mantienen presiones en los mercados y un relevante nivel de incertidumbre ante el desarrollo de la pandemia.

Un factor relevante para los próximos meses será el nivel real de desempleo y cómo este evolucionará con el avance de la pandemia. Ello, considerando que, tras el estallido social, se ha registrado una destrucción de empleos formales, los cuales fueron compensados, en parte, por la creación de empleos informales, evidenciando una mayor precarización laboral.

#### INDUSTRIA CON ALTA COMPETENCIA Y EXPUESTA A LA ACTIVIDAD ECONOMICA DADA SU CONDICION DE MATERIAL PARA LA CONSTRUCCION

El segmento de cemento y hormigón, al igual que todas las industrias asociadas a materiales de construcción, son altamente sensible a la evolución del ciclo económico de los mercados y países ya que la actividad de construcción, tanto habitacional, como de infraestructura, depende fuertemente de las expectativas de los agentes privados y los gobiernos respecto de las condiciones económicas en el mediano y largo plazo.

En los últimos períodos, en Chile se ha visto una alta inversión tanto pública como privada en obras de infraestructura vial, de transporte y habitacional, generando alta demanda de materiales de construcción, especialmente cemento y hormigón.

Dada la estructura geográfica y vial del país, la competencia en la industria sólo es posible a través del eje longitudinal. Esto, unido a las economías de escala y la escasez de caliza, produjo históricamente la instalación de plantas productoras de cemento asociadas a las zonas norte, centro y sur del país.

La principal dificultad para la comercialización radica en el alto costo de transporte del cemento, que limita el ingreso a costos competitivos desde una zona del país a otra.

Junto a esto, la perecibilidad del cemento lo hacen un producto de corta vida útil, lo que dificulta más su transporte y almacenamiento por períodos prolongados.

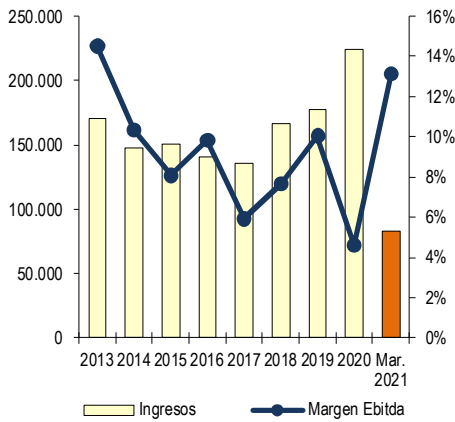
Por otra parte, la industria de cementos en Chile es altamente madura y consolidada, con importantes partícipes y alto nivel de competencia. Esta situación se ve fortalecida por la baja diferenciación que tienen los productos relacionados al cemento.

Sumado a lo anterior, la industria cementera posee una alta capacidad instalada, ya que los principales competidores son capaces de producir grandes cantidades de material, superando los despachos.



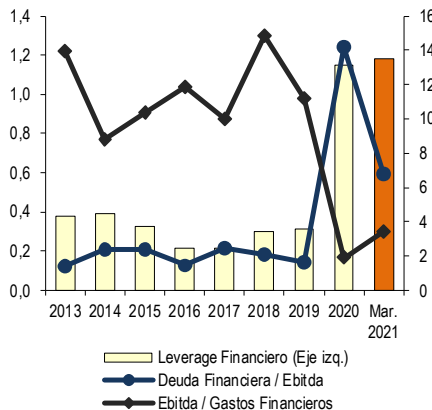
**INGRESOS Y MÁRGENES**

Cifras en miles de millones de pesos



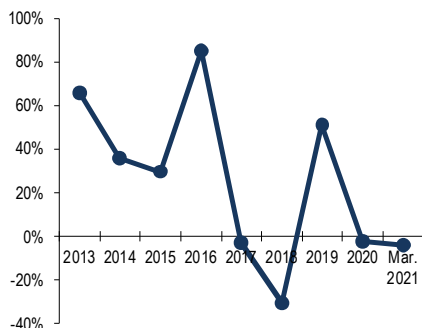
**EVOLUCIÓN E ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA**

Cifras en miles de millones de pesos



**EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA**

FCNOA / Deuda Financiera (%)



**POSICION FINANCIERA**

**SATISFACTORIA**

**Nota Explicativa:** Los estados financieros de Cemento Polpaico S.A. (Polpaico) al cierre de 2020 y al 31 de marzo de 2021 no son comparables con los estados financieros históricos producto de la fusión con Gamma Cementos S.A. sociedad controladora de Cementos Bicentenario S.A. (BSA), la cual se concretó en julio de 2020.

**RESULTADOS Y MÁRGENES:**

Mejora de los resultados y márgenes en 2021, luego del impacto transitorio, durante 2020, de la pandemia, gastos de la fusión y otras contingencias operacionales.

La compañía ha presentado, durante el período analizado, márgenes relativamente volátiles, impactados por la evolución de los costos durante el periodo y como estas son transferidas al precio final

Al cierre de 2020, Cemento Polpaico registró a nivel consolidado ingresos por \$ 224.056 millones, mostrando un crecimiento de 26,1% respecto del año anterior, lo cual se explica principalmente por la consolidación de las ventas de BSA para el periodo post fusión.

Pese a lo anterior, se observa una relevante caída en el Ebitda desde \$ 17.853 millones de 2019 hasta \$ 10.332 millones. Esta disminución se debe principalmente a tres situaciones relevantes: los efectos de la pandemia sobre la demanda de materiales de construcción, especialmente asociado al aplazamiento de proyectos de la industria de la construcción dadas las restricciones de movilidad; el impacto de los costos asociados a la fusión; y algunas contingencias operacionales.

Adicionalmente a lo anterior, hay que considerar que el mayor tipo de cambio durante el periodo agregó presión adicional a los márgenes de la empresa.

Por su parte, a marzo de 2021, los ingresos alcanzaron los \$ 83.145 millones, aumentando un 87,9% respecto a marzo del año anterior. Este aumento se debe a un trimestre completo de ingresos asociados a la consolidación de los ingresos de BSA y también a la recuperación de la actividad económica y de la industria de la construcción por la mayor apertura frente a la pandemia, lo que hizo que aumentaran los volúmenes de venta en todos sus segmentos.

Así mismo, la generación de Ebitda, a marzo de 2021, presentó un aumento respecto al año anterior, situándose en los \$ 10.913 millones. Esto explicado por la eficiencia operacional lograda con la fusión, menores costos de distribución y también por el menor tipo de cambio, que afecta los costos asociados a materias primas importadas, energía y combustibles. De esta manera, se puede ver una fuerte recuperación de los márgenes Ebitda, alcanzando un 13,1%, lo que se posiciona en el rango superior dentro de los períodos analizados.

Feller Rate espera que, frente a una mayor apertura de la economía frente a la pandemia y, producto del completo aprovechamiento de las sinergias de la fusión, la compañía mantenga márgenes en los rangos actuales.

Sin embargo, Feller Rate continuará monitoreando el avance de la pandemia y sus consecuencias tanto en la economía nacional como en la compañía.



## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Indicadores deteriorados transitoriamente por el deterioro de la generación operacional y un aumento en la deuda financiera producto de la fusión con BSA

Históricamente, Polpaico mantenía un bajo endeudamiento financiero hasta el período 2020, en cuyo cierre se observa un aumento considerable del *stock* de deuda financiera hasta alcanzar los \$ 146.496 millones, considerando los pasivos por arriendo operacional asociados a la IFRS 16. Esto se explica principalmente producto de la fusión con Gamma Cements S.A., controladora de BSA, que aportó a la entidad fusionada aproximadamente \$ 96.000 millones de deuda financiera.

Al respecto, la deuda se encuentra compuesta por \$ 133.809 millones en préstamos bancarios estructurados mayormente en el mediano y largo plazo, lo que implicó alcanzar un *leverage* financiero de 1,1 veces, frente a un indicador que históricamente se movía en el rango de las 0,3 veces.

Sumado a lo anterior, la deteriorada capacidad de generación operacional presentada durante el 2020, implicó un deterioro de los indicadores financieros de la compañía, muy por sobre los rangos históricos, con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda de 13 veces, de Ebitda sobre gastos financieros de 1,9 veces y de flujo de caja neto operacional sobre deuda financiera de -2,4%, lo que se compara negativamente con el 1,6 veces, 11,2 veces y 51% respectivamente, presentado al cierre de 2019.

La situación mencionada anteriormente implicó el incumplimiento transitorio de los *covenants* financieros de su deuda bancaria, ante lo cual la administración obtuvo un *waiver* de sus acreedores por un período de 12 meses.

Sin embargo, asociado a la recuperación de su generación operacional, al 31 de marzo de 2021, los indicadores de solvencia muestran una relevante mejoría respecto del cierre de 2020, con un ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda de los últimos doce meses de 6,1 veces, de Ebitda sobre gastos financieros de 3,4 veces.

A juicio de Feller Rate, la mayor normalidad de las operaciones de la compañía frente a la pandemia y la incorporación de 12 meses de ingresos y márgenes de BSA, permiten esperar que la compañía vuelva a cumplir con sus *covenants* durante el segundo semestre de 2021.

## LIQUIDEZ: ROBUSTA

La liquidez de Polpaico es evaluada como "Robusta", considerando una generación de flujos normalizados, caja por \$ 16.352 millones, al 31 de marzo de 2021, y la presencia de líneas de crédito disponibles, frente a una estructura de vencimientos de deuda financiera estructurada en el mediano plazo y largo plazo, en conjunto a bajos requerimientos de inversión en el corto plazo, luego del cierre exitoso del proceso de fusión.

Adicionalmente, considera el acceso al mercado financiero y el hecho de que la compañía se encuentra evaluando la inscripción de líneas de bonos por hasta UF 4 millones, destinadas principalmente al refinanciamiento de pasivos, con lo que su deuda financiera quedaría estructurada mayormente a largo plazo.

## NUEVAS LÍNEAS DE BONOS

Clasificadas en “A+/Estables”

Polpaico se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos a 10 y 30 años de plazo, por un monto máximo de emisión de hasta UF 4 millones cada una.

Los fondos recaudados con estas emisiones estarían destinados al refinanciamiento de pasivos, al financiamiento del plan de inversiones del emisor y a otros fines generales.

El uso específico que el emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada Escritura Complementaria.

## NUEVOS INSTRUMENTOS

### LINEA DE BONOS

Fecha de inscripción	En proceso
Monto de la línea	UF 4.000.000
Plazo de la línea	10 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	Derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor, de acuerdo a los Artículos dos mil cuatrocientos sesenta y cinco y dos mil cuatrocientos sesenta y nueve del Código Civil

### LINEA DE BONOS

Fecha de inscripción	En proceso
Monto de la línea	UF 4.000.000
Plazo de la línea	30 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	Derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor, de acuerdo a los Artículos dos mil cuatrocientos sesenta y cinco y dos mil cuatrocientos sesenta y nueve del Código Civil

## — PRINCIPALES RESGUARDOS

Entre los principales resguardos establecidos en el contrato de emisión, se destacan los siguientes:

- Mantener al cierre de sus estados financieros trimestrales, una razón entre Deuda Financiera Neta y Patrimonio Total menor o igual a uno coma cuatro veces.
- Mantener, en sus estados financieros trimestrales, un Patrimonio Total no inferior a noventa mil millones de pesos.

	19 Agosto 2021
Solvencia	A+
Línea de Bonos*	A+
Perspectivas	Estables

\* Línea de bonos en proceso de inscripción.

## RESUMEN FINANCIERO

(Cifras en millones de pesos)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2020	Marzo 2021
Ingresos Ordinarios	147.952	150.673	140.187	135.326	166.549	177.696	224.056	44.241	83.145
Ebitda <sup>(1)</sup>	15.295	12.182	13.759	8.016	12.759	17.853	10.332	-1.812	10.913
Resultado Operacional	6.163	3.210	6.414	1.295	6.704	9.634	-7.444	-3.921	6.175
Ingresos Financieros	371	274	369	295	295	23	31	1	108
Gastos Financieros	-1.742	-1.177	-1.157	-803	-859	-1.593	-5.437	-375	-1.625
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	4.160	1.164	3.794	-1.043	-2.139	5.770	-10.210	-2.944	4.124
<b>Flujo Caja Neto de la Operación</b>	<b>13.337</b>	<b>8.920</b>	<b>17.437</b>	<b>-300</b>	<b>-7.895</b>	<b>15.001</b>	<b>-3.388</b>	<b>762</b>	<b>-1.940</b>
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) <sup>(2)</sup>	12.965	8.646	17.068	-595	-8.189	14.978	-3.447	761	-1.941
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(3)</sup>	11.867	7.707	16.332	-1.044	-8.847	13.760	-7.857	476	-4.026
Inversiones en Activos fijos Netas	-4.114	-3.046	-379	-1.051	-8.489	-9.109	-5.769	-2.757	-727
Inversiones en Acciones									
Flujo de Caja Libre Operacional	7.753	4.662	15.953	-2.095	-17.335	4.652	-13.626	-2.281	-4.753
Dividendos pagados	-5.501	-4.159	-1.163	-1.140		-6	-5.770		
Flujo de Caja Disponible	2.252	503	14.790	-3.235	-17.335	4.646	-19.396	-2.281	-4.753
<b>Movimiento en Empresas Relacionadas</b>									
Otros movimientos de inversiones									
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	2.252	503	14.790	-3.235	-17.335	4.646	-19.396	-2.281	-4.753
Variación de capital patrimonial									
Variación de deudas financieras	-182	-6.909	-9.724	-261	8.077	-3.083	6.660	16.133	10.389
Otros movimientos de financiamiento							21.784		
<b>Financiamiento con EERR</b>									
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	2.070	-6.406	5.066	-3.496	-9.258	1.563	9.048	13.853	5.636
Caja Inicial	12.128	14.199	7.793	12.859	9.363	105	1.668	1.668	10.716
Caja Final	14.199	7.793	12.859	9.363	105	1.668	10.716	15.521	16.352
<b>Caja y equivalentes</b>	<b>14.199</b>	<b>7.793</b>	<b>12.859</b>	<b>9.363</b>	<b>105</b>	<b>1.668</b>	<b>12.133</b>	<b>15.521</b>	<b>16.352</b>
Cuentas por Cobrar Clientes	26.473	25.414	19.261	23.633	33.156	28.672	52.156	30.055	57.089
Inventario	17.981	16.837	15.802	15.834	20.858	18.589	37.272	20.357	46.481
Deuda Financiera <sup>(4)</sup>	36.133	29.147	20.088	19.598	26.724	29.386	146.496	46.716	156.147
Deuda Financiera Ajustada <sup>(5)</sup>	36.133	29.147	20.088	19.598	26.724	23.798	136.788	40.717	144.426
<b>Activos Totales</b>	<b>166.421</b>	<b>152.522</b>	<b>141.683</b>	<b>139.257</b>	<b>150.867</b>	<b>158.242</b>	<b>336.598</b>	<b>175.310</b>	<b>350.985</b>
<b>Pasivos Totales</b>	<b>74.282</b>	<b>62.526</b>	<b>49.845</b>	<b>48.404</b>	<b>62.106</b>	<b>65.412</b>	<b>208.854</b>	<b>89.482</b>	<b>219.125</b>
<b>Patrimonio + Interés Minoritario</b>	<b>92.138</b>	<b>89.996</b>	<b>91.839</b>	<b>90.853</b>	<b>88.761</b>	<b>92.830</b>	<b>127.745</b>	<b>85.828</b>	<b>131.860</b>

n.d.: no disponible.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

(4) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes, no corrientes y pasivos por arrendamiento operacional (IFRS 16).

(5) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

**PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2020	Marzo 2021
Margen Bruto	35,8%	32,4%	37,7%	31,4%	33,2%	36,6%	25,4%	25,1%	32,8%
Margen Operacional (%)	4,2%	2,1%	4,6%	1,0%	4,0%	5,4%	-3,3%	-8,9%	7,4%
Margen Ebitda (1) (%)	10,3%	8,1%	9,8%	5,9%	7,7%	10,0%	4,6%	-4,1%	13,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	4,5%	1,3%	4,1%	-1,1%	-2,4%	6,2%	-8,0%	1,4%	-2,4%
Costo/Ventas	64,2%	67,6%	62,3%	68,6%	66,8%	63,4%	74,6%	74,9%	67,2%
Gav(3)/Ventas	31,6%	30,3%	33,1%	30,5%	29,1%	31,2%	28,7%	34,0%	25,4%
Días de Cobro	64,4	60,7	49,5	62,9	71,7	58,1	83,8	61,0	78,2
Días de Pago	93,9	91,6	80,5	81,1	89,0	80,2	89,9	83,5	75,6
Días de Inventario	68,1	59,5	65,2	61,4	67,5	59,4	80,3	62,4	88,1
Endeudamiento total	0,8	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	1,6	1,0	1,7
Endeudamiento financiero	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	1,1	0,5	1,2
Endeudamiento Financiero Neto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	1,1	0,4	1,1
Deuda Financiera / Ebitda(1) (vc)*	2,4	2,4	1,5	2,4	2,1	1,6	14,2	4,0	6,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda(1) (vc)*	1,4	1,8	0,5	1,3	2,1	1,6	13,0	2,7	6,1
Ebitda (1) / Gastos Financieros(vc)*	8,8	10,4	11,9	10,0	14,9	11,2	1,9	7,5	3,4
FCNOA(2) / Deuda Financiera (%)*	35,9%	29,7%	85,0%	-3,0%	-30,6%	51,0%	-2,4%	24,0%	-3,9%
FCNOA(2) / Deuda Financiera Neta (%)*	59,1%	40,5%	236,1%	-5,8%	-30,8%	54,0%	-2,6%	36,0%	-4,4%
Liquidez Corriente (vc)	1,5	1,5	1,9	1,5	1,4	1,1	1,6	1,0	1,5

\* Estados financieros interinos con indicadores anualizados donde corresponda

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(3) GAV: Incorpora las cuentas de gastos de administración, costos de distribución y otros gastos.

**NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN**

**CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO**

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

## ACCIONES

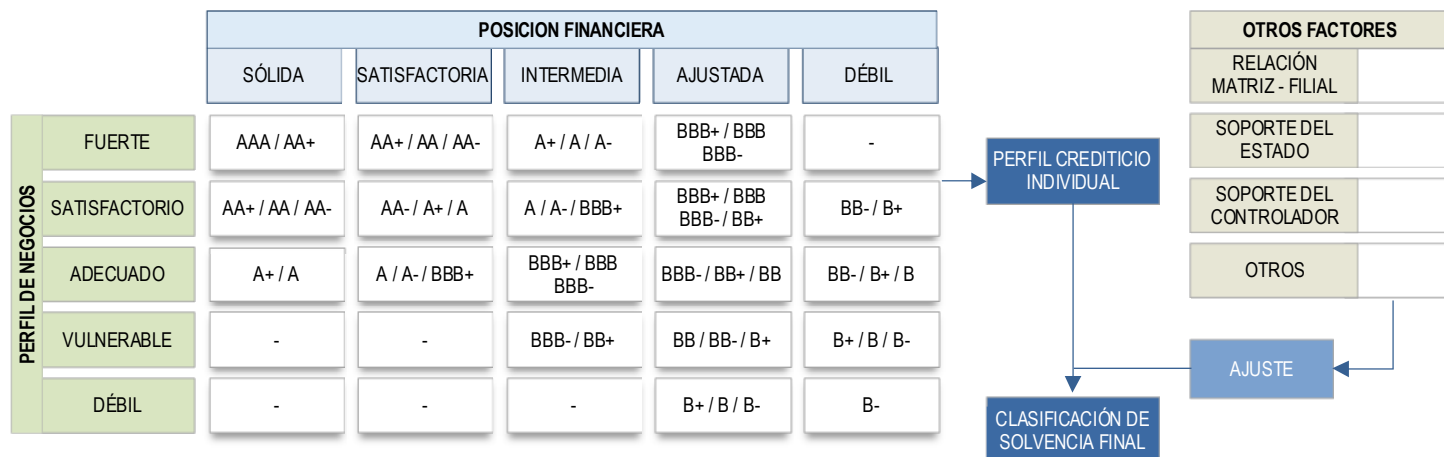
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

**MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL**

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

- Nicolás Martorell - Analista principal y Director Senior
- Andrea Faúndez - Analista secundario

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.