



## ACCIÓN DE RATING

7 de septiembre, 2022

Reseña anual de clasificación

### RATINGS

#### Cemento Polpaico S.A.

Solvencia	A+
Bonos	A+
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q - 2022

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](mailto:floyola@icrchile.cl)

**Fernando Villa** +56 2 2896 8207  
Director Senior, Corporaciones y Fondos  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

**Anaid Durán** +56 2 2896 8200  
Analista  
[aduran@icrchile.cl](mailto:aduran@icrchile.cl)

## Cemento Polpaico S.A.

### Informe de clasificación de riesgo anual

**ICR ratifica en categoría A+/Estable, la solvencia y bonos de Cemento Polpaico S.A.** Lo anterior se fundamenta principalmente en el liderazgo de la compañía a nivel nacional, donde mantiene la mayor participación de mercado en sus segmentos de cemento y hormigón, además de su gran reconocimiento de marca y reputación de calidad establecida a lo largo del tiempo.

Adicionalmente, la clasificación refleja nuestra opinión sobre el desempeño de la compañía dentro del contexto actual del sector de la construcción, el cual muestra señales de debilitamiento. A pesar de esto, Polpaico mantiene una situación financiera adecuada. Se destaca el fortalecimiento de sus indicadores de cobertura dado el aumento de su EBITDA a 12 meses el cual abarca gran parte del año 2021, donde el sector construcción presentó un impulso en su actividad. En general la clasificación toma en consideración los siguientes aspectos:

- ❖ 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. Posesión de reservas e integración vertical, reducen 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 la mayor presencia 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.

- ❖ Poderosas 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.

La compañía mantiene líneas de bonos inscritas en el registro de valores de la Comisión para el Mercado Financiero, que le permitirían reemplazar parte de sus créditos vigentes, alargar el perfil de vencimientos y diversificar sus fuentes de financiamiento.

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 llevada 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.

Por otro lado, el rating podría ajustarse a la baja si la compañía iniciara planes de inversión agresivos con un alto nivel de apalancamiento, que causen un deterioro en su situación financiera consolidada.

## Perfil de la Empresa

Cemento Polpaico S.A. es una empresa con más de 75 años de historia, dedicada a la fabricación y comercialización de insumos para la construcción, donde se ha consolidado como el principal actor del mercado a nivel nacional.

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. y Cementos Bicentenario 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 últimos años 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 cuanto a participación de mercado.

## Mercado de cemento en Chile

### Industria de la construcción se ve afectada por las condiciones económicas actuales

Durante 2021, el sector construcción presentó un impulso en su actividad respecto de 2020, debido a que este último se vio afectado por la paralización de actividades producto de las distintas medidas sanitarias adoptadas por la pandemia.

La Cámara Chilena de la Construcción (CChC) en su informe MACH 60 da cuenta de un crecimiento anual en 2021 de 12,3% en la inversión en construcción, explicado por una mayor ejecución de proyectos de infraestructura pública, mayores obras de edificación habitacional y una mayor demanda de servicios de reparación en los hogares.

Sin embargo, el último trimestre del mismo año se observó una caída en el PIB del sector de la construcción de un 1,2% trimestral, anticipando así un escenario menos propicio para la construcción en 2022. La CChC advierte en su informe MACH 61, que la inversión total en construcción podría llegar a caer un 5,2% y 3% en 2022 y 2023, respectivamente. Destacan el ambiente de gran incertidumbre político-legislativo que afecta el desarrollo de proyectos y las mayores presiones en costos, dada la invasión de Rusia a Ucrania, la cual provocó problemas en la cadena de distribución a nivel global. A esto se le suman las altas tasas de interés actuales, las cuales aumentan el costo de adquirir créditos hipotecarios, y, en consecuencia, disminuyen su colocación y la demanda inmobiliaria. Todo esto, además, dentro de un contexto económico con una creciente inflación.

### PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Gamma Cementos II SpA	41,96%
Inversiones Lota Green SpA	29,41%
Banco de Chile, por cuenta de terceros no residentes	15,89%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	5,01%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	4,24%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	1,33%
MBI Arbitraje Fondo de Inversión	0,99%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	0,49%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,17%
Aitona SpA	0,12%
Otros	0,39%

Fuente: CMF, junio 2022

### 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 2022

### COMITÉ DE DIRECTORES

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

Fuente: Memoria corporativa 2021

### 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.

En línea con lo anterior, se observa un aumento importante del índice de precios de materiales e insumos de construcción (IPMIC), el cual, a junio de 2022, presenta una variación a doce meses de aproximadamente un 28%. Adicionalmente, según datos de la CChC, el índice de venta de materiales presenta una sostenida tendencia a la baja, exhibiendo una variación a doce meses de -23,8% a junio de 2022.

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

**Alto reconocimiento de marca y ubicación estratégica de plantas y reservas, le otorgan liderazgo sobre otros competidores en el mercado nacional**

La compañía ha mantenido un fuerte posicionamiento de mercado a lo largo de los años 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 tanto en el segmento de cemento como en el de hormigón. Según estimaciones de la compañía, Polpaico mantiene aproximadamente un 42% de participación de mercado en el mercado de cemento y un 34% en el de hormigón.

Adicionalmente, 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**

Para 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 capacidad de producción suficiente para satisfacer parte importante de sus propios requerimientos, principalmente para la elaboración de hormigón, como también comercializar con terceros para la ejecución de distintos proyectos, en forma eficiente, rentable y sostenible en el tiempo.

Adicionalmente, la compañía extrae desde pertenencias mineras propias, a través de concesiones, 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.

Por otra parte, la compañía establece contratos relevantes de mediano y largo plazo con sus principales proveedores y compras estratégicas, lo que le permite garantizar sus operaciones al menor costo de mercado, y asegurando su abastecimiento por largos periodos de tiempo.

Actualmente, la compañía cuenta con una de las plantas más nuevas del mercado (operativa desde 2017), con una 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 el centro de acopio 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.

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

Por lo tanto, dado el rol estratégico del segmento áridos, las reservas de material integral e insumos esenciales y el sistema logístico integrado de abastecimiento, Polpaico no depende significativamente de proveedores de insumos críticos, permitiéndole mitigar así, el riesgo inherente en su operación, en caso de incapacidad de algún proveedor para realizar entregas.

**Polpaico se encuentra comprometido con la sustentabilidad, generando beneficios económicos, ambientales y sociales**

La compañía se encuentra comprometida a contribuir con la sustentabilidad y el cuidado del medioambiente, y ha adoptado un modelo de economía circular, reduciendo su generación de residuos e incentivando el reciclaje y la reutilización. Coactiva nace en 2005 como una filial de Polpaico especializada en ofrecer servicios de co-procesamiento 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 para hornos cementeros y reduciendo el impacto en el medioambiente.

Lo anterior permite la incorporación de residuos provenientes de diversas industrias, previamente analizados y acondicionados al proceso de producción de cemento en los hornos de la planta de Cerro Blanco. Con ello, los residuos actúan como combustible, otorgando un grado de sustitución térmica a menor costo que la de combustibles tradicionales (petcoke). Actualmente, se encuentran trabajando en un proceso de expansión de las operaciones de Coactiva, con el objeto de aumentar su participación de mercado, abarcando nuevos negocios.

Con el fin de reducir las emisiones de CO2 en un 20% hacia 2025, la compañía comenzó a producir hormigón con menor huella de carbono. Esto, a través de la tecnología Carbon Cure, sistema que permite inyectar emisiones de dióxido de carbono (CO2) residuales en el hormigón durante la mezcla, convirtiéndose químicamente en un mineral que se elimina permanentemente de la atmósfera y queda atrapado en el concreto. Carbon Cure cuenta con reconocimiento global en innovación y sustentabilidad.

**Dependencia relevante en ventas de la industria de la construcción**

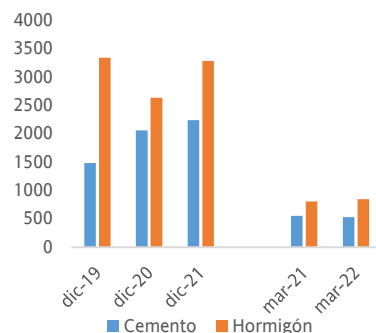
Los ingresos de la compañía se encuentran fuertemente ligados a la evolución del mercado de la construcción, dado que la mayor parte de sus ventas son para actores participantes en esta industria. En este mismo sentido, la recuperación en la actividad, luego del 2020 que estuvo fuertemente influenciado por la pandemia por Covid-19, tuvo como consecuencia directa un aumento significativo de los volúmenes de venta e ingresos de los segmentos de cemento y hormigón durante el 2021. Del mismo modo, dada la pérdida de dinamismo observada en la actividad de la construcción durante el primer cuarto de 2022 se observa una disminución de los volúmenes despachados de cemento, respecto del mismo trimestre del año anterior, aunque existe un aumento en los ingresos por un efecto precio. Esto implicaría un factor de riesgo de concentración de mercado en el negocio de la compañía. No obstante, se destaca que la cartera de clientes de Polpaico se encuentra altamente diversificada.

**Poderosas economías de escala y flexibilidad operacional**

Por último, se destacan las poderosas economías de escala con las que opera Polpaico. Su tamaño y capacidad instalada le permiten abarcar gran parte del mercado nacional en cada uno de los segmentos en los que opera. Además, la planta cementera de Quilicura cuenta con un diseño tal, que le permitiría duplicar su capacidad de producción con una nueva línea que cuenta con aprobación ambiental. Polpaico ha utilizado eficientemente

**Aumento en los volúmenes de venta de cemento y hormigón en 2021, respecto de 2020**

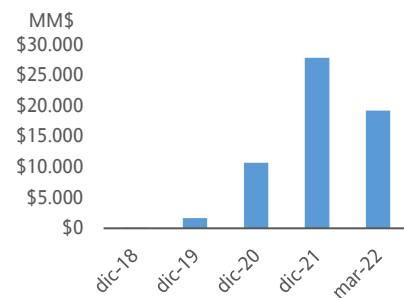
Evolución de volúmenes de venta de cemento (miles de toneladas) y hormigón (miles de m³)



Fuente: Polpaico

**Efectivo y equivalente disminuye durante el primer trimestre de 2022 debido al pago de cuotas de deuda**

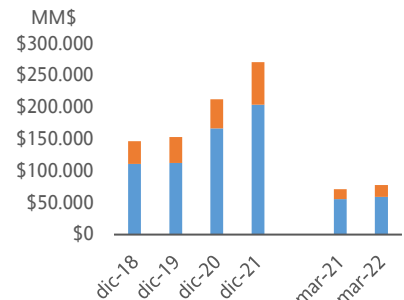
Evolución del efectivo y equivalente, millones de pesos



Fuente: CMF

**Costos de producción y distribución aumentan producto de elevada inflación y tipo de cambio**

Evolución de costos de venta y distribución, millones de pesos



Fuente: CMF

su capacidad instalada permitiendo obtener reducción en costos operacionales de manera consistente en el tiempo.

### Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

#### Volúmenes de venta de cemento disminuyen, mientras que los de hormigón aumentan. Ingresos totales se incrementan por “efecto precio”

Durante 2021 los ingresos de explotación ascendieron a \$315.273 millones, lo que significa un incremento de 40,7% respecto del cierre del año 2020. Este aumento se explica tanto por el aumento en los volúmenes de venta, como por el aumento en los precios de los materiales e insumo para la construcción (incremento del IPMIC). Lo anterior se relaciona con la recuperación en la actividad de la construcción y la creciente inflación a nivel mundial. Los volúmenes de venta total de cemento aumentan en 8,8% respecto de 2020, mientras que los de hormigón lo hacen en un 24,4% dentro del mismo período. Los volúmenes de venta total en 2021 alcanzaron 2.244 mil toneladas de cemento y 3.286 mil m<sup>3</sup> de hormigón.

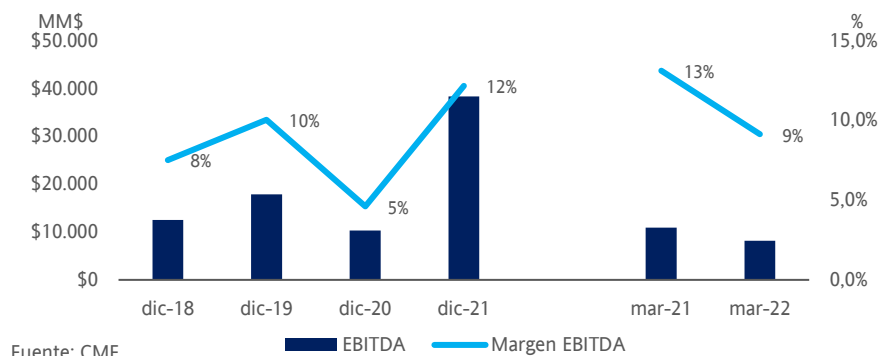
Del mismo modo, el EBITDA<sup>1</sup> a 2021 alcanzó los \$38.371 millones, incrementándose en un 271% respecto de los \$10.332 millones exhibidos en 2020. En línea con lo anterior, el margen EBITDA<sup>2</sup> aumentó desde 4,6% a 12,2%.

A marzo de 2022, los volúmenes de venta de hormigón aumentaron en 4,7% respecto del primer trimestre de 2021, mientras que los de cemento disminuyeron en 4,5%. Pese a esta pequeña baja, los ingresos totales aumentan en 7,5%, alcanzando \$59.294 millones. Esto ocurre principalmente por un “efecto precio” dado el aumento del IPMIC, lo que provoca también que aumenten sus costos de producción y distribución.

Respecto a esto, Polpaico y la industria de productos industriales en general, debió enfrentar mayores costos unitarios de materias primas, mayores precios de combustibles, alzas en el tipo de cambio, y un contexto de elevada inflación. En línea con esto, sus costos de venta aumentan en 6,2%, mientras que sus costos de distribución y gastos de administración lo hacen en 21% y 48%, respectivamente. En línea con esto, su EBITDA alcanza \$8.164 millones, representando una disminución de 25% con respecto a marzo de 2021. Del mismo modo, su margen EBITDA disminuye desde 13,1% a 9,1%.

#### EBITDA y margen EBITDA aumentan al cierre de 2021, y disminuyen durante el primer trimestre de 2022 debido a mayores costos

Evolución de EBITDA y Margen EBITDA



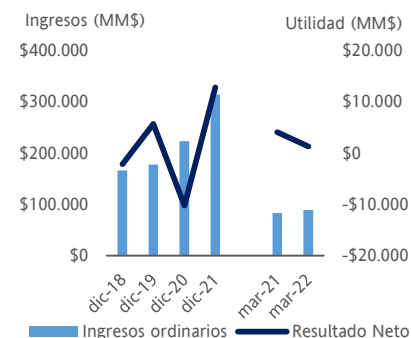
Fuente: CMF

#### Gasto en inversiones tendría mayor intensidad durante los próximos dos años

La compañía ha ejecutado niveles de inversiones (CAPEX<sup>3</sup>) estables durante los últimos ejercicios, demostrando, además, tener capacidad de financiamiento a través de recursos

#### Ingresos y resultado neto aumentan considerablemente durante el año 2021

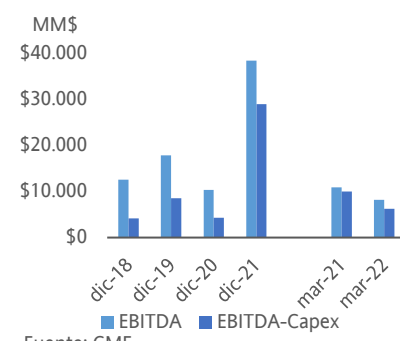
Evolución de ingresos y resultado neto anuales (MM\$)



Fuente: CMF

#### La compañía muestra niveles superavitarios de EBITDA-CAPEX, dando cuenta de su capacidad de autofinanciamiento de sus inversiones

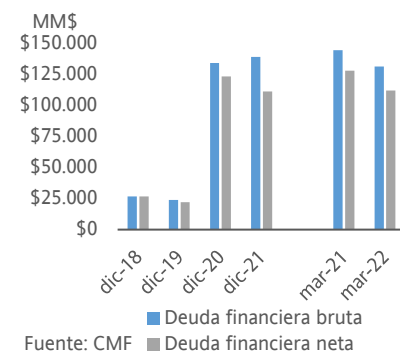
Evolución del EBITDA y EBITDA-CAPEX (MM\$)



Fuente: CMF

#### Deuda de la compañía se ve altamente incrementada producto de la fusión

Evolución de la deuda financiera total y deuda financiera neta (MM\$)



Fuente: CMF

propios, lo que se ve reflejado en niveles de EBITDA-CAPEX superavitarios. Esto se debe, por un lado, a que las inversiones importantes de la compañía ya fueron realizadas en el pasado, y, además, porque la mayor parte de los activos son nuevos y, por lo tanto, no requieren grandes desembolsos en mantenciones.

Actualmente, la compañía cuenta con un plan de inversiones a ejecutar durante los años 2022, 2023 y 2024. Dentro de las principales iniciativas operacionales a llevar a cabo en el corto y mediano plazo, se encuentra una serie de mejoras en las instalaciones de la planta en Cerro Blanco, entre las cuales se encuentra un aumento en la capacidad de su línea de empaque de sacos de cemento, lo que incrementaría su productividad en aproximadamente un 15%, según proyecciones de la compañía. Por otro lado, se encuentra la implementación de un nuevo silo para incrementar la capacidad de almacenamiento de la planta de cemento de Coronel, donde adicionalmente se está trabajando para incrementar su eficiencia en producción mediante el cambio en el reductor del molino.

En línea con lo anterior, el CAPEX esperado para este año 2022 es de \$17.000 millones, destinados principalmente a aumentar la productividad de la planta cementera de Cerro Blanco y Coronel

**La compañía muestra incrementos en los niveles de deuda producto de la fusión llevada a cabo en 2020**

Al cierre de 2021, la deuda financiera<sup>4</sup> de la compañía alcanzó los \$139.081 millones, manteniéndose en niveles similares a los exhibidos al cierre de 2020. A marzo de 2021, la deuda financiera de la compañía disminuyó levemente a \$131.402 millones, al cancelar parte de ésta. Sus obligaciones se encuentran concentradas en el corto y mediano plazo, y corresponden a préstamos bancarios (82%), y cartas de crédito (18%).

En términos de deuda financiera neta<sup>5</sup>, a marzo de 2022 ésta ascendió a \$112.141 millones, manteniéndose también en niveles similares a los exhibidos al cierre del año 2021.

Al analizar la evolución de la deuda financiera de la compañía, se aprecia que la fusión llevada a cabo durante el año 2020 elevó los niveles de deuda de Polpaico en casi 400% entre 2018 y 2019 (estados financieros consolidados proforma). Esto se debe al alto endeudamiento que mantenía la sociedad absorbida, y que trajo consigo deterioros en los principales indicadores de endeudamiento consolidado de Polpaico.

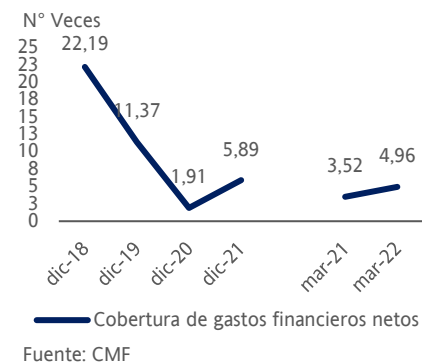
Si bien, a marzo de 2022 existe una disminución en sus niveles de EBITDA, su EBITDA a 12 meses mejora, dado el buen año 2021 que toma en consideración, lo que provoca un fortalecimiento de sus indicadores de cobertura.

Por lo tanto, su cobertura de gastos financieros alcanzó las 4,96 veces, aumentando respecto de marzo de 2021, donde el indicador alcanzaba 3,52 veces. De la misma manera, su indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA pasó desde 5,55 veces en marzo de 2021, a 3,15 veces en marzo de 2022 debido al fortalecimiento de su EBITDA anualizado.

Adicionalmente, Polpaico exhibió un incremento en su endeudamiento total a marzo de 2022 alcanzando las 1,71 veces, producto principalmente de mayores pasivos por arrendamiento. Por otro lado, su indicador de endeudamiento financiero y endeudamiento financiero neto alcanzan las 0,96 y 0,82 veces, respectivamente, presentando una disminución respecto del primer trimestre del año 2021, dado que se cancela parte de su deuda financiera durante estos meses, mientras que su patrimonio aumenta gracias a utilidades acumuladas.

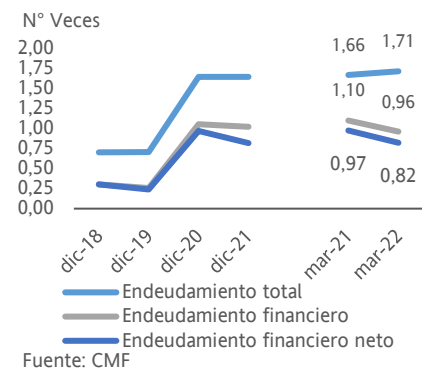
**Aumento de EBITDA a 12 meses fortalece su indicador de cobertura de gastos financieros netos**

Evolución del indicador de cobertura de gastos financieros netos, veces



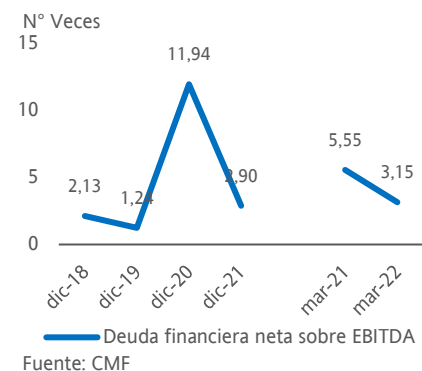
**Indicadores de endeudamiento se incrementan por fusión, y luego permanecen estables**

Evolución de indicadores de endeudamiento total, endeudamiento financiero y endeudamiento financiero neto, veces



**Indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA disminuye producto del fortalecimiento del EBITDA a 12 meses**

Evolución del indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA, veces



Polpaico actualmente tiene inscritas líneas de bonos en los registros de la Comisión para el Mercado Financiero. Es debido a esto, que la clasificación de riesgo actual considera una potencial emisión de bonos de hasta UF 4 millones, donde la compañía eventualmente lograría reemplazar parte de sus créditos bancarios vigentes, y así alargar su perfil de vencimientos y diversificar sus fuentes de financiamiento. 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.

## COVENANTS LÍNEA DE BONOS

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

Fuente: Contrato de la emisión

## Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19 Proforma	dic-20 Proforma	dic-21	mar-21	mar-22
Endeudamiento total <sup>6</sup>	0,69	0,54	0,53	0,70	1,37	1,63	1,64	1,66	1,71
Endeudamiento financiero <sup>7</sup>	0,32	0,22	0,22	0,30	0,85	1,05	1,02	1,10	0,96
Endeudamiento financiero neto <sup>8</sup>	0,24	0,07	0,11	0,30	0,79	0,97	0,81	0,97	0,82
Deuda financiera neta / EBITDA <sup>9</sup>	1,75	0,48	1,28	2,13	4,02	13,17	2,90	5,55	3,15
Cobertura gastos financieros netos <sup>10</sup>	13,50	17,45	15,77	22,19	4,89	1,33	5,89	3,52	4,96
Razón circulante <sup>11</sup>	1,46	1,87	1,49	1,40	1,22	1,55	1,38	1,47	1,27
Razón ácida <sup>12</sup>	1,03	1,28	1,04	0,91	0,81	1,00	0,91	0,95	0,80
CAPEX/ingresos <sup>13</sup>	2,0%	2,8%	0,8%	5,0%	3,19%	2,38%	3,0%	1,1%	2,2%

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros



## 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
Ago-21	A+	Estable	Primera Clasificación
Ago-22	A+	Estable	Reseña anual de 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<sup>14</sup> (cifras en millones de pesos)

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19 Proforma	dic-20 Proforma	dic-21	mar-21	mar-22
Activos corrientes	57.768	50.470	53.218	60.172	107.928	104.921	133.869	129.632	139.917
Activos no corrientes	94.754	91.213	86.039	90.695	242.964	231.678	225.906	221.353	231.366
Activos totales	152.522	141.683	139.257	150.867	350.891	336.598	359.775	350.985	371.283
Efectivo y equivalentes	7.793	12.859	9.363	105	9.227	10.716	27.898	16.352	19.261
Inventarios	16.837	15.802	15.834	20.858	36.245	37.272	45.432	46.481	51.898
Pasivos corrientes	39.668	27.022	35.834	43.090	88.710	67.653	96.920	87.987	110.504
Pasivos no corrientes	22.858	22.822	12.569	19.016	114.016	141.201	126.396	131.138	123.621
Pasivos totales	62.526	49.845	48.404	62.106	202.726	208.854	223.316	219.125	234.125
Deuda financiera corriente	9.797	454	9.899	10.530	37.948	18.635	41.643	38.657	40.740
Deuda financiera no corriente	19.350	19.634	9.699	16.194	87.974	115.453	97.438	105.768	90.662
Deuda financiera total	29.147	20.088	19.598	26.724	125.922	134.088	139.081	144.426	131.402
Deuda financiera neta	21.355	6.558	10.235	26.619	116.695	123.372	111.183	128.074	112.141
Patrimonio	89.996	91.839	90.853	88.761	148.165	127.745	136.459	131.860	137.158
Ingresos de explotación	150.673	140.187	135.326	166.549	293.454	254.127	315.273	83.145	89.359
Margen bruto	48.813	52.878	42.507	55.230	94.889	66.945	111.198	27.313	30.065
Margen bruto (%)	32,4%	37,7%	31,4%	33,2%	32,3%	26,3%	35,3%	32,8%	33,6%
Ingresos financieros	274	369	295	295	23	1	231	108	17
Gastos financieros	1.177	1.157	803	859	5.960	7.017	6.744	1.625	2.199
Gastos financieros netos	902	788	508	564	5.937	7.016	6.513	1.517	2.182
Utilidad / pérdida del ejercicio	1.164	3.794	-1.043	-2.139	2.604	-15.185	12.901	4.124	1.365
Endeudamiento total (N° de veces)	0,69	0,54	0,53	0,70	1,37	1,63	1,64	1,66	1,71
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,32	0,22	0,22	0,30	0,85	1,05	1,02	1,10	0,96
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,24	0,07	0,11	0,30	0,79	0,97	0,81	0,97	0,82
EBITDA	12.182	13.759	8.016	12.522	29.059	9.365	38.371	10.913	8.164
Margen EBITDA (%)	8,1%	9,8%	5,9%	7,5%	9,9%	3,7%	12,2%	13,1%	9,1%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	13,50	17,45	15,77	22,19	4,89	1,33	5,89	3,52	4,96
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,75	0,48	1,28	2,13	4,02	13,17	2,90	5,55	3,15
Deuda financiera / EBITDA (N° de veces)	2,39	1,46	2,44	2,13	4,33	14,32	3,62	6,26	3,69
CAPEX	3.100	3.851	1.034	8.362	9.354	6.055	9.434	912	1.923
CAPEX/ ingresos	2,06%	2,75%	0,76%	5,02%	3,19%	2,38%	3,00%	1,1%	2,2%

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

<sup>2</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos ordinarios.

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

<sup>4</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

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

<sup>6</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

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

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

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

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

<sup>11</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

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

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

<sup>14</sup> Entre dic-2014 y dic-2018 corresponden a estados financieros consolidados IFRS de Cemento Polpaico S.A. Entre dic-2019 y dic-2020 corresponden a estados financieros proforma. Para 2021 y 2022 corresponde a estados financieros consolidados IFRS de Cemento Polpaico S.A.

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 TÍMIDOS EN CONSIDERACIÓN 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, licenciantes 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, COMERCIABILIDAD 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.