

Solvencia	Dic. 2019 AA-	Sept. 2020 AA-
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2018	2019	jun-20
Margen Operacional	16,9%	14,1%	15,0%
Margen Ebitda	21,5%	19,0%	20,4%
Margen Ebitda Ajustado	23,3%	22,1%	23,4%
Endeudamiento Financiero	0,1	0,1	0,4
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,1	0,0
Ebitda / Gastos Financieros	53,4	53,9	25,2
Ebitda Aj. / Gastos Financieros	58,0	63,0	29,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda	-0,9	-0,5	0,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	-0,8	-0,4	0,1
Liquidez Corriente	3,9	2,4	6,1

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Buena posición de mercado en segmentos en los que participan					
Industria intensiva en inversiones					
Diversificación de productos y mercados					
Exposición a economías de mayor riesgo relativo a Chile					
Integración hacia recurso minero					
Transferencia de tecnología y know-how desde accionista					

Posición Financiera: Sólida					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Generación de flujos					
Endeudamiento					
CoBERTuras					
Liquidez					

Analista: Camila Sobarzo
camila.sobarzo@feller-rate.cl
(562) 2757-0454
Nicolás Martorell
nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 2757-0496

Fundamentos

Las clasificaciones "AA-" asignadas a la solvencia y líneas de bonos de Compañía Industrial El Volcán S.A. responden a un perfil de negocios "Satisfactorio" y a una posición financiera "Sólida".

Volcán es una empresa productora de materiales de construcción que participa en los segmentos de materiales de fibrocemento, de aislamiento y de yeso, manteniendo una importante posición de mercado.

La compañía obtiene el yeso necesario para la producción de sus planchas de yeso-cartón desde la mina que posee en el Cajón del Maipo, y procesa la colpa en la planta de Puente Alto, lo que presenta una ventaja estratégica por la corta distancia. Sin embargo, debe adquirir en el mercado las otras materias primas que utilizan, dejándola expuesta a la variación de los precios internacionales y al tipo de cambio.

En la actualidad, Volcán cuenta con 4 plantas en Chile y 1 en Perú, las que controla en su totalidad. Además, posee una participación en 2 plantas en Brasil y 1 en Colombia, junto con la Compaigne de Saint-Gobain, accionista indirecto de Volcán y uno de los mayores productores de materiales de construcción a nivel mundial.

Frente al avance de la pandemia de Covid-19 y sus repercusiones a nivel mundial, cabe destacar que los efectos en la operación de Volcán en Chile han sido acotados. Sin embargo, producto del impacto en la industria de la construcción, la demanda por materiales de construcción disminuyó bruscamente en el segundo trimestre, reduciendo los volúmenes de venta y los ingresos de la compañía. La recuperación de estos dependerá, en buena parte, de la reactivación de la venta al sector retail y al de construcción.

A junio de 2020, los ingresos ordinarios de la

compañía disminuyeron en un 6,5% respecto de junio de 2019, alcanzando los \$ 55.825 millones, debido a los menores volúmenes de venta del periodo. Los costos de venta de Volcán, en tanto, bajaron un 7,6%, debido a las menores ventas y a la reducción del costo de materias primas, mientras que los gastos de administración y ventas descendieron en un 0,5%. Esto provocó que el Ebitda ajustado cayera en un 4,5% respecto de junio de 2019, alcanzando los \$ 13.040 millones.

La deuda financiera de Volcán alcanzó los \$ 63.730 millones a junio de 2020, un alza relevante respecto de 2019, explicada por la colocación del bono serie A en febrero de 2020. La empresa muestra sólidos indicadores de cobertura, con una deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado de 0,1 veces y un Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 29,6 veces.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Las perspectivas consideran la estable capacidad de generación de flujos operacionales y la robusta posición de liquidez de la compañía. Esto le permite cubrir sus vencimientos, capex y dividendos, manteniendo un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda menor a 2,0 veces, dada la potencial emisión de nueva deuda en el corto plazo.

ESCENARIO DE BAJA: Se considera poco probable en el corto plazo; sin embargo, podría darse en caso de presentar un indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado superior a 2,0 veces de forma estructural.

ESCENARIO DE ALZA: Se estima poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Factores Clave

- ▶ Destacada posición competitiva en segmentos en los cuales participa.
- ▶ Integración hacia el recurso minero, lo cual garantiza el suministro de materia prima para su principal segmento de negocio.
- ▶ Presencia en mercado con mayor riesgo relativo a Chile, que, sin embargo, ofrece oportunidades de crecimiento.
- ▶ Industria dependiente del desempeño de la construcción y sensible al ciclo económico.

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Factores Clave

- ▶ Satisfactoria rentabilidad y generación de flujos operacionales, pero expuesta al desempeño de la industria de la construcción y a los ciclos económicos.
- ▶ Bajo nivel de endeudamiento histórico, con expectativas de nueva deuda.
- ▶ Robusta posición de liquidez.
- ▶ Exposición a la volatilidad del tipo de cambio peso a dólar americano.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

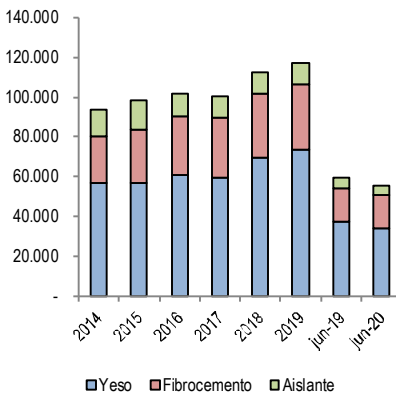
Estructura de Propiedad

El accionista controlador de Compañía Industrial El Volcán es el grupo Matte, que controla el 45,26% de la propiedad a través de los vehículos societarios Forestal Peumo S.A., Inmobiliaria Choapa S.A., Inmobiliaria Ñague S.A. y Agrícola e Inmobiliaria Las Agustinas S.A.

Mantienen un pacto de actuación conjunta con Inversiones B.P.B Chile Ltda, que posee el 30,17% y es el vehículo de inversión en el país de la francesa Compagnie de Saint-Gobain (BBB/Estables en escala internacional).

Ingresos crecientes en últimos 5 años

En millones de pesos



PERFIL DE NEGOCIOS

SATISFACTORIO

- Compañía Industrial El Volcán fue fundada el 9 de noviembre de 1916, instalando su planta productiva en el Cajón del Maipo. Su operación en ese momento consistía en la extracción de colpa de yeso desde los depósitos aledaños a la planta, para posteriormente calcinarlo y vender el material obtenido a compañías constructoras.
- En la actualidad, la compañía participa en la industria de materiales de construcción, comercializando tanto productos de elaboración propia como importados. Tiene presencia en Chile, Perú, Colombia y Brasil, en los últimos dos a través de una participación minoritaria.
- La compañía empezó a comercializar Volcanita, uno de sus productos emblemáticos elaborado con yeso, en 1948 con la construcción de su planta en Puente Alto. Se expandió al negocio de materiales de aislamiento en 1968, al construir en el mismo recinto una planta para la producción de lana mineral, comercializada hoy como Aislan. Finalmente, en 2005 entró al segmento de fibrocemento, con la adquisición de James Hardie Fibrocementos Ltda. (actual Fibrocementos Volcán).
- La francesa Compaigne de Saint Gobain (BBB/Estables en escala internacional) participa en la propiedad de la compañía, a través del 30,17% que controla Inversiones B.P.B Chile Ltda. La compañía ha demostrado su soporte a través de transferencia de tecnologías, que le permite a Volcán acceder a su *know-how*.

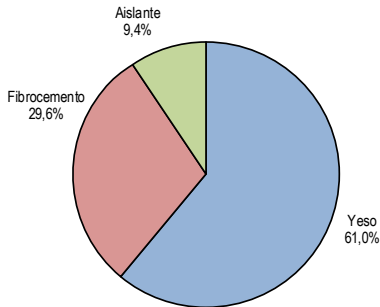
Impacto por Covid-19

- El fuerte avance de la pandemia Covid-19 en lo que va del presente año ha obligado a distintos países, incluido Chile, a tomar medidas con el fin de evitar la propagación del virus. Entre ellas se considera el restringir el libre desplazamiento de las personas, cierres de fronteras y cierres de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.
- En este escenario, se ha observado una caída en la inversión esperada en el sector de la construcción durante 2020, producto de subejecuciones de proyectos y retrasos en las construcciones debido a las medidas sanitarias impuestas por el Estado de Chile, como la cuarentena.
- En particular, según el último informe de Macroeconomía y Construcción (MACh 53) de la Cámara Chilena de la Construcción, se esperan caídas en inversiones en edificación habitacional y en inversión agregada en infraestructura, mientras que se proyecta un alza en viviendas subsidiadas.
- La producción de Volcán se destina en buena parte al segmento habitacional, por lo que la disminución de inversión en viviendas privadas sumado a la menor demanda de estas por el aumento del desempleo puede impactar en los resultados de la empresa a mediano plazo. Esto se compensará por el sector de viviendas subsidiadas, que también ocupan materiales producidos por la compañía.
- Durante el segundo trimestre del año, las ventas de Volcán cayeron producto de una fuerte caída en la demanda, impactando los resultados. Sin embargo, se espera que gracias a la reactivación parcial del sector de construcción en el marco del plan "Paso a Paso", se vea una recuperación en los volúmenes de venta hacia el cierre del año.
- En el ámbito operacional, las plantas de la compañía en Chile fueron decretadas como esenciales, por lo cual pudieron operar a pesar de la cuarentena decretada en gran parte de la región metropolitana. Sin embargo, la construcción de la nueva planta de volcanita en Puente Alto y la expansión de fibrocemento en Lampa fue detenida durante el segundo trimestre del año, con expectativas de reactivar las faenas durante el mes de octubre, lo cual impactará las fechas de entrada en operación.
- Por su parte, en Perú la planta detuvo su operación entre marzo y junio, en el marco de las medidas implementadas por aquel país, a lo que se suma que en marzo y abril los volúmenes de venta fueron mínimas. Los meses siguientes las ventas se han recuperado, pero han sido cubiertas con inventarios que mantenía Volcán en aquel país.
- Se espera que los volúmenes de venta e ingresos se recuperen a medida que Perú avanza en su desconfinamiento.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Ingresos por línea de negocios

Al 30 de junio de 2020



- Feller Rate se mantiene monitoreando las estrategias implementadas por la compañía, las cuales se han enfocado en asegurar su continuidad operacional y en reducir el riesgo de contagio entre sus trabajadores, además de seguir evaluando el avance de la pandemia y el impacto que pueda tener en los indicadores financieros de Volcán.

Destacada posición de mercado en negocios en los cuales participa

- Volcán es una de las principales empresas de materiales de construcción del país, contando con un amplio portafolio de productos que se reparten en tres líneas de negocio: yeso, aislantes y fibrocemento. Poseen 5 plantas, que controlan en un 100% - 4 están ubicadas en Chile y 1 está en Perú.
- La compañía es líder de mercado en los segmentos de planchas de yeso-cartón y lana de vidrio. A esto se suma una alta participación de mercado en fibrocemento. Sin embargo, es importante notar que todos sus productos y segmentos enfrentan una fuerte competencia.
- Los resultados operacionales de la compañía dependen principalmente de los precios de las materias primas utilizadas en los procesos productivos. Las variaciones en el precio del cartón, de la celulosa y de la energía, entre otras, impactan directamente en los márgenes. Parte del costo puede ser traspasado a los consumidores, lo que permite compensar esta situación.
- A la vez, al ser *commodities* transados en mercados internacionales, los precios de las materias primas de Volcán están en dólares, por lo que se encuentra expuesta al riesgo del tipo de cambio. Para controlar esto, la compañía mantiene activos financieros en dólares - los intereses generados por estos, junto con los ingresos en dólares por exportaciones, son utilizados para pagar parcialmente los insumos y controlar así el descalce.

— YESO

- Esta línea de negocios es la más antigua de la compañía. Históricamente es la que ha representado la mayor parte de los ingresos de Volcán, alcanzando ingresos por \$ 34.080 millones a junio de 2020, lo que representa un 61,0% del total.
- Uno de los principales insumos necesarios en este segmento es el mineral de yeso, por lo cual, Volcán cuenta con una mina en las inmediaciones del Cajón del Maipo, desde la cual extrae la colpa de yeso para después enviar el material a su planta de Puente Alto. La mina cuenta con una gran cantidad de reservas, que aseguran su funcionamiento por más de 100 años más y es operada por su filial, Minera Lo Valdés S.A.
- Otro insumo relevante en esta línea de negocios es el papel. Al ser un *commodity*, su precio depende del mercado internacional, con lo cual la compañía queda expuesta a las variaciones que este pueda sufrir, afectando potencialmente su estructura de costos.
- Dentro de los productos en base a yeso que comercializa Volcán, destacan las placas de yeso-cartón comercializadas bajo la marca Volcanita, el yeso en polvo comercializado bajo las marcas Super y Express y el yeso enfocado en el sector agrícola, comercializado como Fertyeso.
- Dentro de la industria de la construcción, los principales usos de la Volcanita y otros productos en base a yeso es en la tabiquería, en confecciones de cielos y en terminaciones. También tiene usos en otras industrias, como insumo para la elaboración de cemento y de elementos sanitarios, entre otras cosas.
- La principal competencia que enfrenta la compañía en este segmento proviene de la alemana Knauf y de la belga Romeral. Además, enfrenta una fuerte competencia a través de productos sustitutos como ladrillos, los bloques de cemento, el hormigón y el poliestireno, entre otros.

— AISLANTES

- Esta línea de negocios se enfoca en materiales de aislación, para lo cual cuentan con dos productos: lana de vidrio, que se usa en aislación de construcciones habitacionales y se comercializa bajo la marca Aislanglass y lana mineral, que se usa en aislación de equipos y procesos industriales y se comercializa como Aislan.
- A junio de 2020, los ingresos de este segmento fueron de \$ 5.225 millones, lo que representa un 9,4% de los ingresos totales del período.
- Este segmento se caracteriza por ser un negocio con costos fijos altos, debido a la inversión necesaria para poder instalar la operación. Debido a lo anterior, es importante el uso de la

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

capacidad instalada de la fábrica, que es alto en la producción de lana de vidrio, pero en el caso de la lana mineral todavía no aprovecha la totalidad de su capacidad de producción.

- La producción de lanas aislantes es un proceso cuyos insumos principales son la arena o vidrio molido, cuyo precio está determinado por la situación internacional al ser un commodity y la electricidad, debido a la gran cantidad de energía que necesitan las maquinas usadas en la producción.
- La principal competencia que enfrenta la compañía es a través de importaciones de ambos tipos de lana. Junto con esto, enfrenta una fuerte competencia de materiales como el poliestireno, la celulosa proyectada, la fibra de poliéster y el poliuretano inyectado, entre otros.

— FIBROCEMENTO

- Esta línea de negocios es la más reciente de Volcán, y se concentra en la producción de fibrocemento, un material de construcción en forma de placas, cuyo principal uso se da en el mercado de construcción habitacional, para la confección de fachadas. Los productos son elaborados por la filial Fibrocementos Volcán S.A.
- A junio de 2020, los ingresos de este segmento fueron de \$ 16.520 millones, lo que representa un 29,6% de los ingresos totales a esa fecha.
- Volcán comercializa sus productos de placas de fibrocemento bajo las marcas Volcánboard, Econoboard, VolcánSiding, VolcánBacker y Durafront entre otras.
- La principal competencia que enfrenta la compañía en este segmento proviene de Technoplac, Tejas de Chena, Becton y el líder de mercado, Pizarreño. Además, enfrenta una fuerte competencia de productos como bloques de cemento y sidings, tanto de plástico como de madera.

— MORTEROS

- En marzo de 2017, a través de un *joint venture* con Saint-Gobain, Volcán adquirió el 45% de las acciones emitidas por Solcrom S.A.
- La compañía se especializa en la producción y comercialización de morteros para la industria de la construcción, lo cual aporta a la diversificación de la cartera de productos de Volcán. También producen adhesivos, sellantes, fragües, impermeabilizantes para distintos tipos de sustratos, entre otras cosas.
- A partir de marzo de 2019, los productos de Solcrom se comercializan bajo la marca Weber, perteneciente a Saint-Gobain.

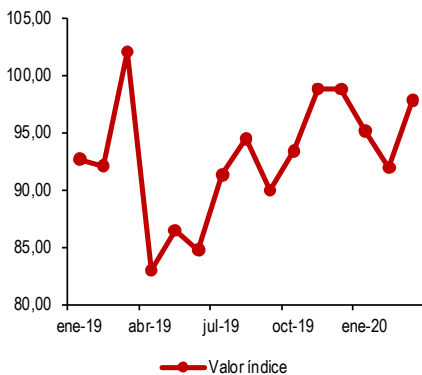
Presencia internacional en mercados con mayor riesgo relativo a Chile

- Junto con las 5 plantas que controla, Volcán posee una participación minoritaria en dos plantas en Brasil, y en una planta en Colombia.
- La planta en Perú (clasificado en BBB+/Estables en escala internacional) produce volcanita, y posee una línea de producción para la elaboración de Masilla Junta PRO. En este mercado están presentes a través de la filial Soluciones Constructivas Volcán S.A.C. A pesar de que la mayoría de las ventas se concentra en Chile, se espera que las ventas en Perú sigan aumentando y eventualmente otorguen más diversificación.
- En Brasil (clasificado en BB-/Estables en escala internacional), Volcán cuenta con una participación en dos plantas productoras de planchas de cartón-yeso, a través de su coligada Placo do Brasil, de la cual poseen el 45%. Su socio, y el accionista controlador, es BPB Plc, filial de la Compagnie de Saint-Gobain.
- En Colombia (clasificado en BBB-/Negativas en escala internacional), poseen una participación del 45% en Fiberglass Colombia, que compraron en conjunto con Saint-Gobain, que posee el 55% restante. Fiberglass posee una planta de lana de vidrio, comercializando sus productos en el mercado colombiano y exportando a América Central.
- A pesar de que son economías de mayor riesgo relativo a Chile (clasificado en A+/Negativas), estos mercados presentan oportunidades de crecimiento y de diversificación de negocios para Volcán debido a que presentan una menor penetración de mercado.

Solvencia AA-
Perspectivas Estables

Índice de despachos de materiales

Base 2008 = 100



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción

Canales de distribución concentrados en grandes retailers

- Los principales canales de distribución de Volcán son las distribuidoras de materiales para la construcción, las tiendas de mejoramiento del hogar (el segmento *retail*) y la subdistribución, entre otros. Gracias a la variedad de canales, la compañía logra atender a todo el territorio nacional, y también exportar a otros países, entre los cuales destacan como principales destinos Perú, Argentina y Bolivia.
- La compañía cuenta con un equipo comercial centralizado, encargado de las relaciones con los diferentes distribuidores de los productos de Volcán. Junto con esto, y para atender la demanda por sus productos, cuentan con 5 centros de distribución en regiones, ubicados en Antofagasta, La Serena, Valparaíso, Concepción y Puerto Montt.

Plan de inversión centrado en aumento de capacidad productiva

- El plan de inversiones de Volcán para 2020 está enfocado en cuatro ejes - en aumento de capacidad, productividad, medio ambiente y seguridad, para lo cual invertirán un monto cercano a los \$ 50.000 millones.
- Dentro de los aumentos de capacidad a los que apunta la compañía, destaca la construcción de una nueva planta de Volcanita en Puente Alto, con el fin de aumentar su capacidad de producción. Esta inversión tiene un costo asociado de US\$ 62 millones y se espera que entre en funcionamiento durante el primer semestre de 2021.
- Junto con lo anterior, la compañía también está construyendo una tercera línea de producción de planchas de Fibrocemento en Lampa, la cual permitirá elaborar planchas más gruesas que las que elaboran en la actualidad, para así dar más variedad a su portafolio de productos y atender nuevas necesidades del mercado. El costo asociado a esta nueva línea es de US\$ 28 millones y se espera que entre en funcionamiento el primer semestre de 2021.
- Otros usos del Capex de la compañía son el mantenimiento de los equipos que utilizan en sus procesos productivos, y potenciales negocios que observen en la región.

Industria altamente competitiva y sensible al ciclo económico

- La compañía participa en la industria de materiales de la construcción, cuyo desempeño depende fuertemente de los resultados de la industria de la construcción y del ciclo económico que enfrenta el país. Una contracción de la economía o variaciones en variables como expectativas económicas o inflación impactan de forma negativa en la demanda de materiales de construcción.
- La mayoría de los productos de Volcán se destinan a construcción inmobiliaria, por lo que el desempeño del mercado inmobiliario también impacta en sus resultados, al igual que los indicadores de empleo, ya que un mayor desempleo ralentiza la venta de nuevas viviendas.
- Un indicador del desempeño de la industria es el índice de despachos de materiales, de la CChC, que aproxima la demanda de materiales de obra gruesa. A marzo de 2020, muestra una variación negativa de 4,2% respecto de marzo de 2019, lo que muestra que la demanda de materiales se mantiene deprimida, en línea con las expectativas de menor crecimiento de la economía chilena para 2020.
- La industria presenta un alto grado de atomización, debido a la variedad de competidores y de materiales disponibles para la construcción. Esto crea un ambiente altamente competitivo, donde la diferenciación de los productos ya sea a través de materiales que atiendan necesidades de nicho o a través de conocimiento de marca, es clave para lograr mantener los márgenes de operación.
- Las barreras de entrada de la industria no son bajas, debido a la alta inversión que requiere la instalación de las plantas y al alto costo fijo asociado a la mantención de los equipos.

Marco regulatorio estable, pero con normas técnicas en constante actualización

- La principal normativa que regula la industria es el D.S. N°47 del Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU) - la Ordenanza General de Urbanismo y Construcciones - que establece las normas técnicas con las cuales deben cumplir los materiales usados en la construcción,

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

con el fin de que alcancen un estándar mínimo de calidad. Los materiales que no cumplen estos estándares mínimos no pueden ser usados en construcciones, y su comercialización puede ser prohibida por el Presidente de la República, previo informe del MINVU.

- También es relevante el D.S N°10 del MINVU, que establece el Registro Oficial de Laboratorios de Control Técnico de Calidad de Construcción y aprueba su reglamento. Adicionalmente, están las Normas Chilenas (NCh) establecidas por el Instituto Nacional de Normalización, que son obligatorias en caso de estar mencionadas en los D.S N°47 y D.S. N°10, y las Normas Técnicas MINVU, que pueden ser obligatorias o referenciales según lo establezca el ministerio. Estas normas técnicas están en constante actualización, debido a la aparición de nuevas técnicas constructivas y nuevos materiales.

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

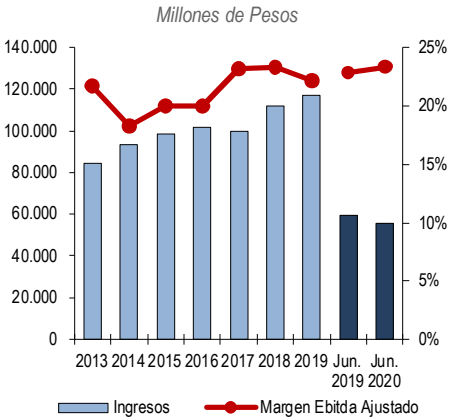
POSICION FINANCIERA

SÓLIDA

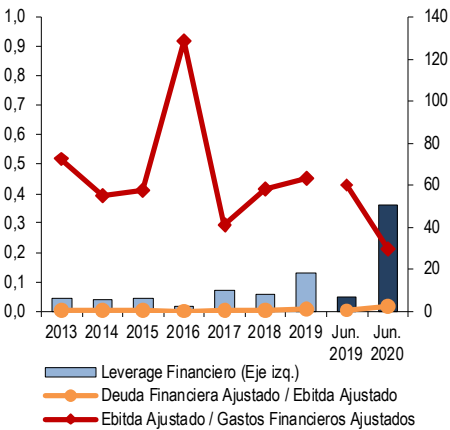
Resultados y márgenes

Presenta estables indicadores de rentabilidad y de generación de flujos, sin embargo, expuesta a volatilidades del ciclo económico.

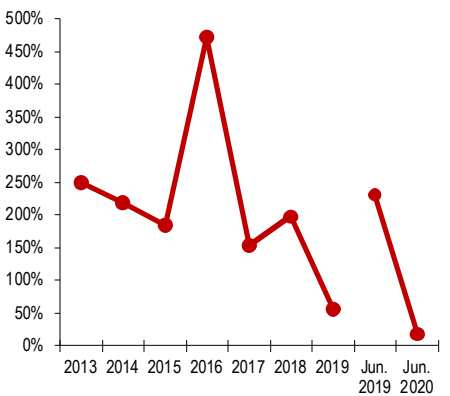
Ingresos y márgenes



Endeudamiento y Coberturas



Flujo de Caja Neto Operacional Ajustado sobre Deuda Financiera



- En los últimos períodos se había observado una tendencia al alza en los ingresos de la compañía, impulsado por el crecimiento del sector de construcción. Sin embargo, el impacto que ha tenido la pandemia de Covid-19 tanto en el sector de construcción como en la economía han repercutido en los ingresos y en los volúmenes de venta de Volcán.
- Se espera que la reactivación del sector de construcción permita que los ingresos y volúmenes de la compañía vuelvan a estar en línea con lo presupuestado originalmente, sin embargo, hay un grado de incertidumbre frente a la posibilidad de un rebrote que provoque la implementación de medidas sanitarias más estrictas.
- Al cierre de junio de 2020, los ingresos de Volcán registraron una disminución de 6,5% respecto de igual periodo del año anterior, alcanzando los \$ 55.825 millones producto de menores volúmenes de ventas en todas las líneas de negocios.
- Por su parte, el costo de venta al cierre del primer semestre de 2020 fue de \$ 34.700 millones, una reducción de 7,6% en comparación a junio de 2019, debido a ahorros ligados a los menores volúmenes de venta, a aumentos de eficiencias y a disminuciones en los precios de materias primas.
- Los gastos de administración y ventas de Volcán fueron de \$ 12.765 millones al cierre de junio de 2020, una disminución de 0,5% respecto de igual mes del año anterior, debido a una menor variación del IPC en el periodo analizado y a mayores eficiencias en el gasto en marketing.
- Así, el Ebitda ajustado a junio de 2020 fue de \$ 13.040 millones, una disminución de 4,5% en comparación a igual mes del año anterior. El margen Ebitda, en tanto, fue de 23,4%, en línea con lo observado en años anteriores.
- La generación de flujos de la compañía es satisfactoria, pero con un grado de volatilidad atribuible a la dependencia del desempeño de la industria de la construcción y del ciclo económico. A pesar de lo anterior, es suficiente para financiar los vencimientos de corto plazo y el pago de dividendos con una relativa holgura.
- Al cierre del primer semestre de 2020, el indicador de flujo de caja neto operacional ajustado (FNCOA) sobre la deuda financiera de Volcán es de 17,9%, una disminución respecto de junio de 2019 que se explica por la colocación de los bonos serie A en febrero de 2020.

Endeudamiento y coberturas

Presenta un bajo nivel de endeudamiento financiero

- Al cierre de junio de 2020, la deuda financiera de Volcán alcanzó los \$ 63.730 millones, un aumento significativo respecto de los \$ 8.420 millones registrados en junio de 2019, debido a la colocación de los bonos serie A en febrero de 2020 por un monto de UF 2 millones.
- Los fondos provenientes de la colocación se destinarán en un 10% al prepago de un crédito bancario que la empresa mantiene con el Banco de Chile, en 70% al financiamiento de la construcción de la nueva planta de volcánita y a la expansión de la planta de fibrocemento, con el porcentaje restante destinándose a fines generales del emisor.
- Así, la deuda financiera se compone en un 87,6% de obligaciones con el público, en un 10,3% de préstamos bancarios, en un 1,2% de pasivos de cobertura y el resto corresponde a pasivos por arrendamiento producto de IFRS 16.
- La compañía mantiene la totalidad de su deuda a tasa fija, mitigando así el riesgo de fluctuaciones de la tasa de interés. Si existe una exposición a la inflación, debido a que los bonos se encuentran en UF.
- Al cierre de junio de 2020, la compañía mantiene un endeudamiento financiero de 0,4 veces, mientras que los indicadores de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado y de Ebitda

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, al cierre de junio de 2020, por \$ 61.747 millones.
- Una generación consistente con un margen ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.
- Mantiene líneas bancarias por un monto cercano a los \$ 50.000 millones.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- Dividendos según política de reparto.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento conforme a plan comprometido.

ajustado sobre gastos financieros alcanzan las 0,1 veces y 29,6 veces, mostrando así una sólida cobertura.

- Feller Rate espera que, en un escenario de inversiones fuerte, el indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda llegue a máximos de 2,0 veces. Este debería tender a la baja a medida que entren en funcionamiento la capacidad de producción adicional en la cual está invirtiendo Volcán, gracias al Ebitda adicional que generarán. Por el momento, no se espera que la compañía se vea en la necesidad de obtener financiamiento adicional.

Liquidez: Robusta

- La liquidez de la compañía está calificada como "Robusta", considerando un FCNOA esperado para 2020 en torno a los \$ 11.300 millones, junto con una caja y equivalentes a junio de 2020 de \$ 61.747 millones. A lo anterior se suman líneas de crédito disponibles en torno a los \$ 50.000 millones y un buen acceso al mercado financiero, evidenciado en la colocación de bonos realizada en febrero.
- El uso de fondos considera un plan de inversiones para 2020 en torno a los \$ 50.000 millones el cual se espera sea financiado con recursos propios, el pago de vencimientos de corto plazo por \$ 3.126 millones y el pago de dividendos.
- Volcán presenta una política de dividendos histórica en torno al 50% de las utilidades, la cual no ejercía presión en el perfil financiero de la compañía. Sin embargo, esta política se flexibilizó al 30% durante la junta de accionistas de abril de 2019, considerando las mayores necesidades de caja y capex asociados a la construcción de la nueva planta de volcanita y la nueva línea de producción de fibrocemento.

Solvencia
Perspectivas
Lineas de Bonos

10 Sept. 2019 **30 Sept. 2020**
AA- AA-
Estables Estables
AA- AA-

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20
Ingresos Operacionales	98.598	101.636	100.057	112.292	117.248	59.705	55.825
Ebitda ⁽¹⁾	18.558	19.437	22.154	24.125	22.233	12.062	11.371
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	19.736	20.278	23.168	26.199	25.970	13.652	13.040
Resultado Operacional	13.517	14.271	16.514	18.985	16.581	9.311	8.360
Ingresos Financieros	976	1.066	1.071	1.028	997	507	943
Gastos Financieros	-342	-158	-563	-451	-412	-213	-656
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	12.236	13.245	14.380	16.686	16.710	9.048	8.155
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	12.303	14.111	17.676	19.246	13.741	9.447	7.638
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	11.416	13.021	16.805	18.741	13.022	9.175	7.544
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	12.303	14.111	17.676	19.246	13.741	9.447	7.638
Inversiones en Activos Fijos Netas	-6.122	-5.533	-6.506	-7.195	-18.931	-5.164	-17.579
Inversiones en Acciones	-311	-73	-14.498	-3.409	1.311	303	1.638
Flujo de Caja Libre Operacional	5.869	8.506	-3.328	8.642	-3.879	4.586	-8.303
Dividendos Pagados	-7.029	-5.260	-6.595	-7.862	-7.288	-5.694	-3.530
Flujo de Caja Disponible	-1.160	3.245	-9.922	780	-11.167	-1.108	-11.833
Otros Movimientos de Inversiones	1.283	288	3.480	1.053	1.247		
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	124	3.534	-6.443	1.833	-9.920	-1.108	-11.833
Variación de Deudas Financieras			10.081	-1.680	13.110	-1.680	39.760
Otros Movimientos de Financiamiento	109	-28	-16	98	-64	-14	129
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	233	3.506	3.622	251	3.126	-2.802	28.055
Caja Inicial	6.995	7.228	10.734	14.356	14.607	14.607	17.733
Caja Final	7.228	10.734	14.356	14.607	17.733	11.805	45.788
Caja y Equivalentes⁽³⁾	26.387	29.167	27.696	30.653	33.673	27.199	61.747
Cuentas por Cobrar Clientes	18.934	21.119	21.687	20.952	24.856	20.040	23.382
Inventario	18.673	18.053	18.884	22.020	23.891	22.335	25.502
Deuda Financiera	6.165	2.755	10.973	9.492	23.052	8.420	63.730
Activos Totales	169.936	177.340	192.078	198.788	227.044	201.130	268.115
Pasivos Totales	30.367	28.534	39.300	37.914	51.896	33.966	91.019
Patrimonio + Interés Minoritario	139.569	148.806	152.777	160.874	175.147	167.165	177.096

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones

(2) Ebitda Ajustado: Ebitda + Utilidades de coligadas

(3) Caja y Equivalentes: Incluye otros activos financieros corrientes y no corrientes

Principales Indicadores Financieros

	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20
Margen Bruto (%)	35,3%	36,6%	39,0%	38,8%	36,4%	37,1%	37,8%
Margen Operacional (%)	13,7%	14,0%	16,5%	16,9%	14,1%	15,6%	15,0%
Margen Ebitda (%) ⁽¹⁾	18,8%	19,1%	22,1%	21,5%	19,0%	20,2%	20,4%
Margen Ebitda Ajustado (%) ⁽²⁾	20,0%	20,0%	23,2%	23,3%	22,1%	22,9%	23,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	8,8%	8,9%	9,4%	10,4%	9,5%	9,7%	8,9%
Costo/Ventas	64,7%	63,4%	61,0%	61,2%	63,6%	62,9%	62,2%
Gav/Ventas	21,6%	22,6%	22,5%	21,9%	22,2%	21,5%	22,9%
Días de Cobro	69,1	74,8	78,0	67,2	76,3	62,5	74,3
Días de Pago	51,2	48,8	55,2	42,5	55,1	41,8	46,2
Días de Inventario	105,4	100,9	111,4	115,4	115,3	110,7	128,0
Endeudamiento Total	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5
Endeudamiento Financiero	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Deuda Financiera / Ebitda (vc) ⁽¹⁾	0,3	0,1	0,5	0,4	1,0	0,4	3,0
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado (vc) ⁽²⁾	0,3	0,1	0,5	0,4	0,9	0,3	2,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) ⁽¹⁾	-1,1	-1,4	-0,8	-0,9	-0,5	-0,8	0,1
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado (vc) ⁽²⁾	-1,0	-1,3	-0,7	-0,8	-0,4	-0,7	0,1
Ebitda / Gastos Financieros (vc) ⁽¹⁾	54,2	123,0	39,3	53,4	53,9	53,4	25,2
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados ⁽²⁾	57,7	128,4	41,1	58,0	63,0	59,9	29,6
FCNOA / Deuda Financiera (%)	185,2%	472,6%	153,2%	197,4%	56,5%	230,1%	17,9%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-56,5%	-49,3%	-100,5%	-88,6%	-122,6%	-103,2%	574,3%
Liquidez Corriente (vc)	3,9	4,3	3,7	3,9	2,4	4,3	6,1

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones

(2) Ebitda Ajustado: Ebitda + Utilidades de coligadas

(3) Caja y Equivalentes: Incluye otros activos financieros corrientes y no corrientes

LINEAS DE BONOS

	981	982
Fecha de inscripción	19-11-2019	19-11-2019
Monto de la línea*	UF 2,5 millones	UF 2,5 millones
Plazo de la línea	10 años	10 años
Serías vigentes inscritas al amparo de la línea	A	B,C,D
Covenants	Deuda financiera neta sobre Ebitda <= 3,5x y pasivos netos sobre patrimonio <= 1,5 veces	
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene

SERIES DE BONOS VIGENTES

Serie A

Fecha de inscripción	09-01-2020
Al amparo de Línea de Bonos	981
Monto	UF 2,5 millones
Plazo de amortización	10 años
Fecha de inicio de amortización	15-11-2029
Fecha de vencimiento de amortización	15-11-2029
Tasa de Interés	1,6% anual
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No tiene

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.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

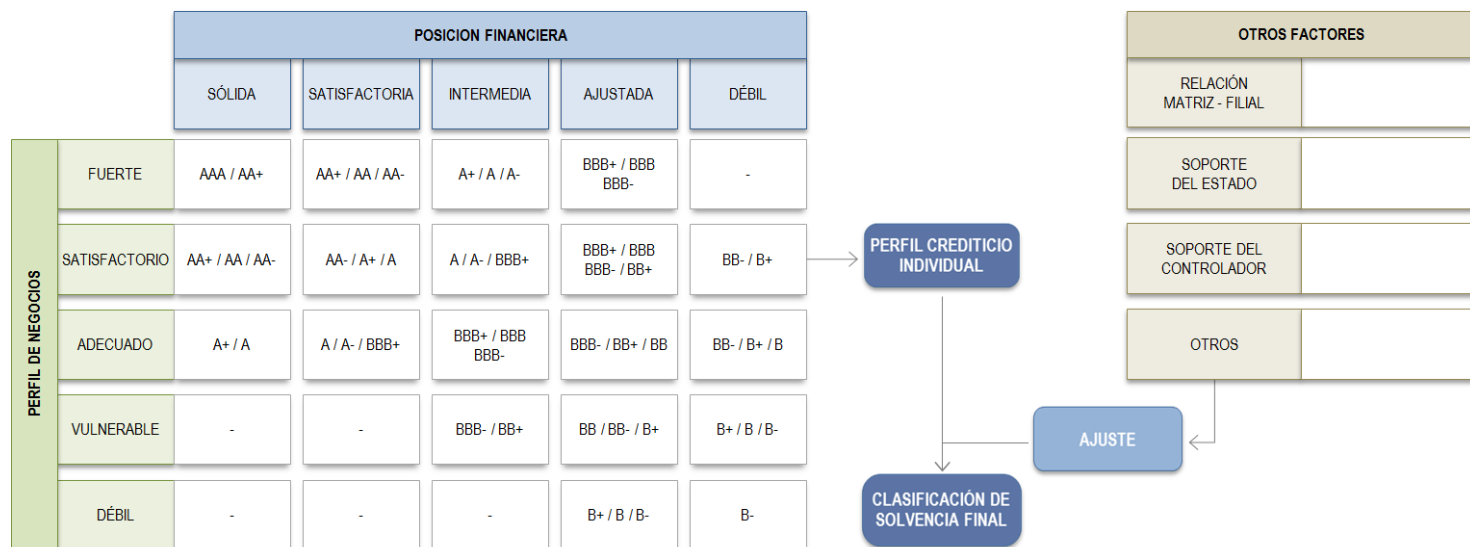
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

Descriptorios 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.



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.