



ACCIÓN DE RATING

6 de agosto, 2020

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Compañía Industrial el Volcán S.A.

Solvencia	AA-
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2020

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de productos industriales](#)

CONTACTOS

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

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Makarena Gálvez +56 2 2896 8210
Subgerente de Clasificación
mgalvez@icrchile.cl

Compañía Industrial El Volcán S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría AA-/Estable, la solvencia y bonos de [Compañía Industrial El Volcán S.A.](#), sustentándose principalmente en su fuerte posicionamiento de mercado, liderazgo sobre otros participantes de la industria, eficiencia en costos, participación de mercado establecida en el tiempo, buen grado de diversificación por producto y geográfica, y poderosas economías de escala y flexibilidad operacional. Respecto a lo anterior:

- ❖ Principal operador en la industria de producción y comercialización de placas de yeso-cartón, cartón y lanas aislantes en Chile, y uno de los líderes en el mercado de fibrocementos, manteniendo un alto reconocimiento de marca.
- ❖ Tecnología de producción y buenas relaciones comerciales han permitido a la empresa mantener su posición de liderazgo en el tiempo, también gracias al apoyo estratégico de su accionista Saint-Gobain.
- ❖ Alta eficiencia en costos, con integración vertical en los negocios derivados de yesos gracias a la tenencia de un yacimiento estratégico, y una adecuada capacidad de traspasar costos de insumos a precios finales.
- ❖ Adquisición de insumos que combina contratos de largo plazo con proveedores estratégicos y diversificados, pero que también incorpora exposición a variabilidad de precios de ciertos insumos relevantes, que se adquieren mediante órdenes de compra, lo que se mitiga mediante el establecimiento de relaciones de muy largo plazo con sus proveedores spot.
- ❖ Altas tasas de ocupación de su capacidad instalada, que han permitido mantener niveles de producción estables y muy buena capacidad de hacer frente a los ciclos de demanda.
- ❖ Poderosa escala productiva, que, a través de sus cuatro plantas en Chile, le permite abastecer a una gran parte del mercado, con gastos acotados en mantenimiento de activos.
- ❖ Adecuada diversificación de productos y subproductos, con especial concentración en productos de yeso y fibrocementos, y participando del mercado de morteros desde 2017, con la adquisición del 45% de Solcrom S.A.
- ❖ Concentración de ventas en el sector de construcción y de distribución para la construcción, con el consecuente riesgo asociado a una demanda cíclica.

Para el caso de Volcán, los factores asociados al riesgo del negocio indican que la clasificación de esta compañía se inclina hacia categoría A+. Sin embargo, la situación financiera aumenta en un notch este rating al tratarse de una fortaleza financiera considerada por ICR como “superior”, quedando clasificada finalmente la solvencia y bonos en categoría AA-.

Respecto a la contingencia provocada por la propagación del COVID-19, consideramos que Volcán tendría un efecto financiero acotado, destacando que, si bien se han registrado escenarios de menores volúmenes de ventas, la compañía ha logrado compensar tales efectos en ingresos a través de mayores precios de venta.

Asimismo, consideramos que factores como la existencia de líneas de crédito para capital de trabajo, comportamiento del EBITDA, plan de inversiones vigente (momentáneamente detenido por la situación sanitaria), política de reparto de dividendos correspondientes al 30% de la utilidad distributable, estimaciones respecto al pago de impuestos y al calendario de vencimientos de la compañía a marzo de 2020 es que estimamos que Volcán sería capaz de cubrir con holgura sus obligaciones financieras en el corto y mediano plazo.

Factores que podrían aumentar el rating

La clasificación de riesgo podría variar al alza si la estructura de financiamiento del plan de inversiones de la compañía incorporara un mayor componente de capital propio, implicando un mejor desempeño de sus indicadores crediticios; o si su capacidad de generación de caja se viera fuertemente favorecida por una mejora en su posición de mercado o factores estructurales en la demanda.

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.

Rating Outlook

La tendencia “Estable”, indica que, dado el negocio de la compañía, cronograma de inversiones y características del financiamiento, no se evidencian factores que puedan alterar la clasificación de riesgo en los próximos doce meses, destacando que si bien, la contingencia sanitaria ha ocasionado cambios en la industria, en términos de menores volúmenes demandados principalmente, esto se trataría de un efecto más bien transitorio, no obstante, se desconoce la velocidad de recuperación del sector.

Perfil de la Empresa

Compañía Industrial El Volcán S.A. (Volcán o la compañía) es una empresa dedicada a la producción y comercialización de soluciones constructivas, liderando el mercado de volcánitas, yesos, fibrocementos y lanas aislantes en Chile. La historia de la compañía data del año 1916, cuando inició sus actividades en el negocio de extracción y calcinación de yeso para la construcción.

Hoy en día, la empresa cuenta con una amplia gama de productos en las categorías de: revestimiento interior, revestimiento exterior, yesos, polvos y masillas, y aislación; orientados en su mayoría al sector construcción. La compañía agrupa sus productos en los siguientes segmentos de negocio:

- ❖ **Yesos:** fabricación y comercialización de productos a base de yeso, para usos constructivos, agrícolas e industriales. En este segmento, el principal producto es la

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Forestal Peumo S.A.*	36,70%
Inver BPB Chile Ltda.**	30,17%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	11,21%
Inmobiliaria Choapa S.A.*	6,43%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	4,50%
Inmobiliaria Nague S.A.*	1,28%
Inversiones Beda S.A.*	1,24%
Agrícola e Inmobiliaria Las Agustinas S.A.*	0,85%
AFP Habitat S.A. para fondo C	0,81%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	0,76%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,58%
Compañía de Inversiones La Española S.A.	0,41%
Otros	5,06%

Fuente: CMF, información a junio de 2020.

*Sociedades ligadas a la familia Matte

**Sociedad controlada por Saint-Gobain

DIRECTORIO

Bernardo Matte Larraín	Presidente
Rodrigo Donoso Munita	Director
Antonio Larraín Ibáñez	Director
Andrés Ballas Matte	Director
José Miguel Matte Vial	Director
Thierry Fournier	Director
Claudia Rodrigues Tunguer	Director

Fuente: CMF.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA EN CHILE

Industria concentrada en el segmento de construcción y altamente sensible a ciclos económicos, considerando que los principales clientes de Volcán corresponden a empresas del segmento habitacional de la construcción.

Riesgos políticos y regulatorios, este factor de riesgo está estrechamente vinculado al marco regulatorio y entorno político en el que operan las inversiones que Volcán mantiene en Colombia, Brasil y Perú, los que eventualmente podrían perjudicar el desempeño de estas unidades

placa de yeso-cartón (Volcanita) en diversos formatos, y además se produce y comercializa yeso en polvo, cielos modulares y yeso agrícola.

Las instalaciones y activos fijos de este segmento incluyen yacimientos de yeso en Cajón del Maipo, una fábrica ubicada en la comuna de Puente Alto, con una capacidad de producción anual de más de 40 millones de m² de placas; y además una fábrica de Volcanita en Perú, con una capacidad de producción anual de más de 8 millones de m².

- ❖ **Fibrocementos:** fabricación y comercialización de materiales constructivos en forma de placas o tinglados, que se utilizan principalmente en la parte exterior de viviendas para la confección de fachadas. Tiene diversas aplicaciones en términos de espesor, tamaño o textura.

Para la producción de fibrocementos, la compañía cuenta con una fábrica ubicada en la comuna de Lampa, con una capacidad de producción de 18 millones de m² normalizados anuales.

- ❖ **Aislantes:** negocio consistente en la fabricación y venta de soluciones de aislación para el sector de la construcción y equipos y procesos industriales. Los productos elaborados en este segmento corresponden a lana de vidrio y lana mineral, siendo comercializadas principalmente en Chile, y en menor medida exportadas a Sudamérica.

Los principales activos fijos de este segmento corresponden a dos plantas de producción, ubicadas en la comuna de Puente Alto, con capacidades aproximadas de 10.000 toneladas anuales para lana de vidrio, y de más de 8.000 toneladas anuales de lana mineral.

Compañía Industrial El Volcán S.A. es controlada por un pacto de actuación conjunta suscrito en 1996 entre sociedades controladas por la familia Matte y la francesa Compagnie de Saint-Gobain SA (Saint-Gobain).

Saint-Gobain es líder mundial en soluciones y materiales para la construcción, con presencia en 68 países y ventas consolidadas cercanas a USD 50 mil millones. Saint-Gobain cuenta con clasificación de riesgo en categoría Baa2, Estable, otorgada por Moody's Investors Service, destacando que las perspectivas para el 2020-2021 incorporan factores adicionales de incertidumbre.

La relevancia de la asociación con Saint-Gobain radica en la experiencia global de esta compañía en su mercado de especialización, que permite aportar a Volcán las mejores tecnologías, innovación y eficiencia en procesos productivos, permitiendo a la compañía mantener una posición de liderazgo en el mercado local y una alta recordación de marca.

Industria de Construcción en Chile

Sector de ingeniería y construcción afectado negativamente por el COVID-19, con menor inversión y avance de obras

El sector de ingeniería y construcción también se ha visto afectado por el COVID-19, especialmente por dos causas: ajuste en expectativas económicas y paralización de actividades. La cuarentena que se aplicó inicialmente en comunas de la Región Metropolitana y en otras partes del sur del país implicó que algunos proyectos de infraestructura y obras públicas detuvieran sus operaciones y por consecuencia, menores niveles de actividad y demanda en el sector de materiales para la construcción.

El COVID-19 ha afectado al sector vía reducción en las expectativas de agentes económicos, donde la CChC en su informe MACH 53, proyecta una caída en la inversión agregada del sector, de 9,9% a 13,9% en 2020 respecto de 2019. Lo anterior se justifica por una disminución de 10,2% anual en inversión en infraestructura (principalmente por la reasignación presupuestaria para atender el mayor gasto requerido por la crisis sanitaria) y

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

15,1% en inversión habitacional. Junto a esto, se estima que la tasa de desempleo sectorial oscilaría en torno al 16% durante el segundo semestre de 2020.

Clasificación de riesgo del negocio: A+

Fuerte posicionamiento de mercado gracias al liderazgo en tecnología, experiencia y alto reconocimiento de marca

La compañía ha sido consistentemente un operador líder en el mercado de soluciones e insumos para la construcción en Chile, gracias a sus ventajas competitivas en tecnología que derivan del apoyo de su accionista Saint-Gobain y un alto reconocimiento de marca establecido a lo largo de sus más de cien años de historia.

Según estimaciones de la compañía, Volcán mantiene el liderazgo del mercado de placas de yeso-cartón y yesos en polvo, lana de vidrio y lana mineral, y en fibrocementos posee una participación relevante del mercado, siendo este el único segmento de negocios en que la compañía no lidera la industria local. Volcán realiza constantes mejoras tecnológicas e innovación, lo que con el tiempo se ha transformado en una de sus principales fortalezas competitivas en la industria.

Alta eficiencia en costos y en utilización de capacidad instalada, reflejan un sólido desempeño operacional en el tiempo

Volcán se beneficia del apoyo tecnológico y operativo que le brinda su accionista Saint-Gobain, que se refleja en una alta capacidad de gestión de costos y de mantener niveles de producción eficientes, pese a los vaivenes propios del sector construcción. A lo largo del tiempo, la compañía ha sido capaz de incrementar en forma relevante sus márgenes EBITDA, mediante la adecuada gestión de contratos de suministro de electricidad, gas y cemento, que representan una porción relevante de sus costos operativos.

Si bien, la empresa mantiene un sólido control de costos en términos de energía, mano de obra y distribución, junto con una adecuada diversificación de proveedores y tenencia de yacimientos de yeso; existe también una porción de sus costos no sujeta a contratos, donde la empresa opera mediante órdenes de compra en mercados spot, como es el caso de celulosa, papeles, aditivos y otros. No obstante, consideramos como un elemento favorable para la clasificación que la compañía ha mantenido relaciones de largo plazo con sus proveedores spot, permitiéndole mantener una estable estructura de sus principales costos de operación.

Asimismo, ICR destaca que la compañía mantiene altas tasas de utilización de sus instalaciones, lo que refleja una sólida capacidad productiva y eficiencia operacional.

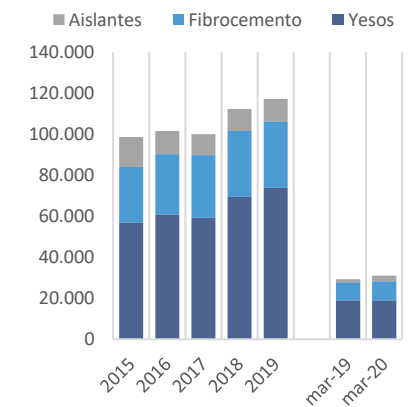
Moderada diversificación de productos y subproductos, pero alta concentración en el segmento de construcción

Gran parte de los ingresos de la compañía se explican por dos grandes familias de productos: yesos y fibrocementos. Si bien, cerca del 90% de los ingresos se explica por estos dos grandes segmentos, cada uno presenta una diversidad de subproductos que se ajustan a los distintos requerimientos de clientes, diferenciándose en características tales como espesores, tamaños y texturas. Además, durante 2017, la compañía amplió su diversificación de productos, tras el ingreso al negocio de morteros, con la adquisición del 45% de Solcrom S.A.

Sin embargo, la compañía presenta una alta concentración en términos de industrias atendidas, puesto que gran parte de los ingresos percibidos son explicados por el sector construcción donde la compañía comercializa sus productos principalmente a través de ferreterías, sub-distribución, clientes retail y en menor medida mediante ventas directas a constructoras.

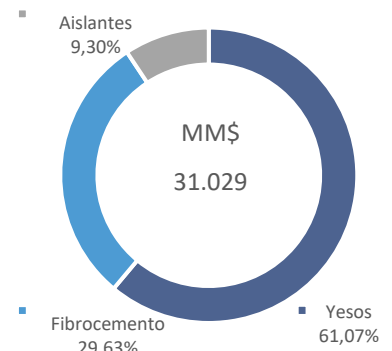
Un porcentaje menor de las ventas se destina a clientes industriales de distintos rubros y agrícolas cuyas operaciones requieren yesos en polvo. Esto se lleva a cabo principalmente a través de canales de retail.

Tendencia creciente en los ingresos de los tres segmentos de operación
Evolución ingresos por segmento (MM\$)



Fuente: CMF

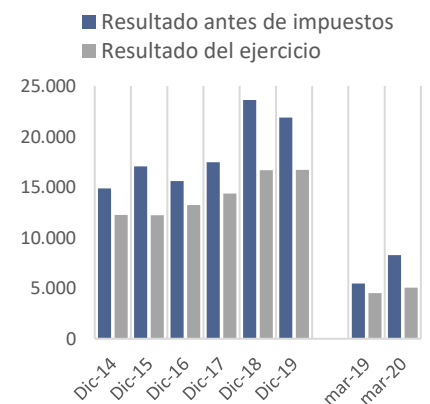
Moderada diversificación de ingresos, destacando que durante Q1-2020 el 90,7% de los ingresos correspondía a yesos y fibrocementos
Ingresos por segmento en Q1-2020 (MM\$)



Fuente: CMF

Volcán ha exhibido utilidades durante todos los periodos evaluados, consistente con el comportamiento de ingresos, estructura de costos y gestión de resultados financieros

Evolución resultados del ejercicio (MM\$)



Fuente: CMF

La alta concentración en el sector construcción representa un factor de riesgo importante en el negocio de la compañía, aun cuando destacamos la capacidad de innovación y comercialización de productos hacia el exterior, han permitido a la compañía mitigar dichos riesgos, lo que se ve reflejado en la estabilidad en sus volúmenes de venta históricos.

Por último, respecto a la diversificación de ventas consolidadas, opinamos que la operación de Perú es un elemento positivo para la determinación del perfil de riesgo del negocio de la compañía, dado que aporta diversificación regional, lo que se suma a un cierto porcentaje de ventas hacia el exterior, y participación en sociedades en Brasil y Colombia, donde la compañía es accionista minoritario, y por lo tanto no consolida.

Poderosas economías de escala y flexibilidad operacional, proyectos en construcción aportarían con mayor eficiencia

Finalmente, la clasificación de riesgo del negocio destaca que la compañía opera con altas economías de escala. Su tamaño le permite abastecer a un porcentaje relevante del mercado local en sus principales productos, para los que cuenta con cuatro plantas de producción en Chile, más la fábrica en Perú, y actualmente se encuentra ejecutando un plan de inversiones consistente en la construcción de una nueva planta de volcanita y una nueva línea de fibrocementos (ambos proyectos se encuentran detenidos, consistente con la situación de contingencia actual y decisiones internas de la administración), que le permitirán reforzar su capacidad productiva, diversificar su oferta de subproductos e incorporar mejores tecnologías con el potencial de ahorro permanente en costos de operación.

Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

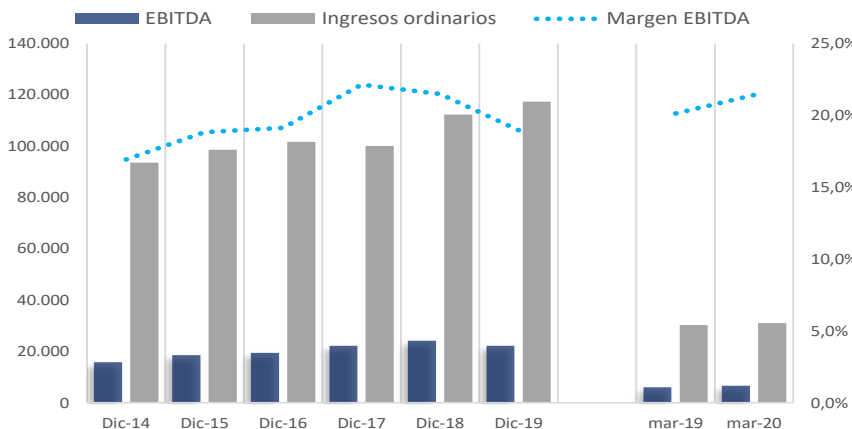
Alta capacidad de generación de EBITDA, manteniendo una tendencia creciente y márgenes cercanos al 20%

Volcán reportó ingresos de actividades ordinarias por \$31.039 millones a marzo de 2020, cifra superior en \$1.767 millones respecto al indicador reportado al primer trimestre de 2019, todo esto, propiciado por los mayores volúmenes vendidos de Volcanita y fibrocementos, segmentos más representativos en ingresos, los que se incrementaron en 0,38% y 4,65% respecto a marzo de 2019, y representaron el 61,1% y 29,6% respectivamente del total de ingresos.

Por su parte, los ingresos del segmento de aislantes representaron el 9,3% del total y registraron un incremento de \$1.286 millones en comparación a marzo de 2019, explicado por un mayor volumen de lana de vidrio, compensando en parte los menores volúmenes comercializados de lana mineral.

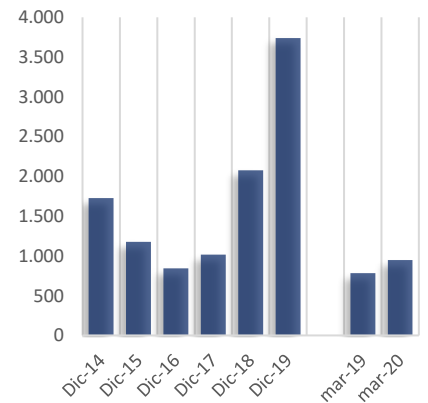
Comportamiento alcista en la generación de EBITDA de la compañía, respalda márgenes EBITDA en torno al 20% en cada periodo evaluado

Evolución de Ingresos (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Volcán



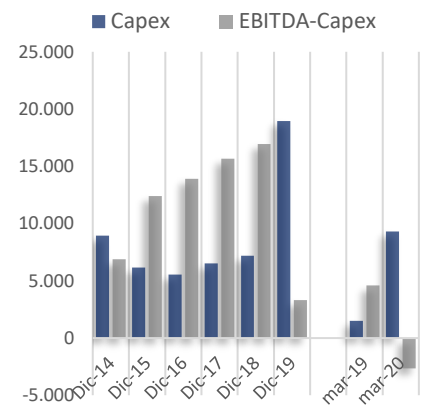
Fuente: CMF

Flujos adicionales por inversiones no controladas consideran Colombia y Brasil Resultado en empresas relacionadas (MM\$)



Fuente: CMF

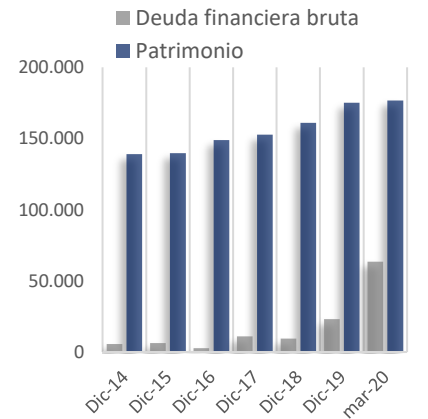
Flujos adicionales por inversiones no controladas Resultado en empresas relacionadas (millones de pesos)



Fuente: CMF

Compañía financiada principalmente con capital propio Evolución de patrimonio y deuda financiera, (millones de pesos)

Evolución de patrimonio y deuda financiera, (millones de pesos)



Fuente: CMF

Consistentemente, la estructura de costos de la compañía se incrementó conforme a los mayores niveles de actividad, sin embargo, estas variaciones son ampliamente compensadas por el mayor importe de ingresos registrado. Dado esto, Volcán sostiene un comportamiento creciente a nivel de EBITDA¹, reportando \$6.644 millones al cierre del primer trimestre de 2020, creciendo 9,1% respecto a marzo de 2019. Por su parte, el margen EBITDA mejoró desde 20,1% hasta 21,4%.

Adicionalmente, Volcán ha reportado utilidades durante los periodos evaluados, registrando \$5.070 millones, cifra superior en 11,7% al resultado del primer trimestre de 2019, todo esto impulsado por los mejores resultados operacionales exhibidos y pese a los mayores gastos financieros asociados a la colocación de la serie A durante febrero de 2020, por UF 2 millones y una tasa de colocación de 1,83%.

Al cierre de marzo de 2020, la compañía registró un flujo operacional² negativo de \$62,5 millones, significativamente inferior al exhibido en marzo de 2019, todo esto explicado por mayores pagos a proveedores, pagos a empleados, impuestos y otros egresos. Asimismo, el flujo de financiamiento³ releja los efectos de la colocación de bonos efectuada durante febrero de 2020 por UF 2 millones, la que contempla el desarrollo del plan de expansión de la compañía. Por consiguiente, los flujos netos de inversión revelan el aumento en la partida de adquisición y compra de plantas, infraestructura y equipos.

Ralentización del plan de inversiones de la compañía ocasionada por la actual contingencia COVID-19 y sus efectos en el mercado de insumos para la construcción

En términos de CAPEX⁴, Volcán desembolsó \$9.302 millones, monto superior en \$7.791 millones al indicador registrado a marzo de 2019 y que representó el 30% de los ingresos del primer trimestre de 2020. Sin embargo, esto atiende al plan de expansión que la sociedad está actualmente desarrollando y que inicialmente motivó a la compañía a realizar la inscripción de líneas de bonos y su posterior colocación de deuda.

Asimismo, cabe mencionar que consideramos como un elemento favorable en la compañía, su capacidad de mantener flujos superavitarios de EBITDA – CAPEX⁵ recurrente, que se ha reflejado en una alta capacidad de autofinanciarse y una sólida generación de caja después de inversiones durante periodos anteriores.

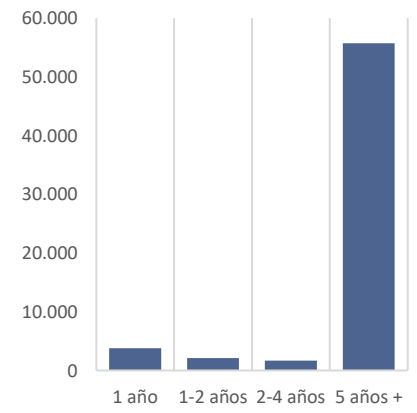
Respecto a lo anterior, el plan de inversiones de la compañía está enfocado en el desarrollo y construcción de una planta de volcánita y una línea de fibrocementos, las que en conjunto le permitirían optimizar la estructura de costos operativos en la fabricación de yesos y fibrocementos y atender a los mayores requerimientos de demanda de los insumos. Actualmente, ambos proyectos se encuentran detenidos debido a la contingencia sanitaria por COVID-19, por lo que se ha debido modificar su cronograma de desarrollo y por consiguiente, la fecha de inicio de operaciones inicialmente informada. Asimismo, opinamos que esta se trataría de una decisión adecuada a la contingencia, considerando que a raíz de la pandemia se han producido cambios en la industria de materiales de construcción que en definitiva han presionado a la baja la demanda de éstos, siendo esperable que el desarrollo de estos proyectos sea calzado con la recuperación de la demanda de la industria.

Indicadores crediticios de Volcán se mantienen en un nivel superior, considerando la sólida posición de liquidez de la compañía y la baja proporción de deuda financiera que mantiene respecto a sus niveles de capital propio

Opinamos que la compañía mantiene una sólida posición de liquidez al contar con una cartera de inversiones en activos financieros (principalmente bonos corporativos denominados en dólares) valorizados en \$16.466 millones a marzo de 2020 y un stock de efectivo y equivalentes por \$47.280 millones, otorgándole una caja total de \$63.851 millones y una amplia holgura respecto a los vencimientos de capital programados para los próximos 12 meses, por \$3.813 millones (de acuerdo a información financiera a marzo de 2020), amortización que sería cubierta en 16 veces por el stock de efectivo y activos financieros reportado y sin considerar la capacidad de generación de EBITDA de la compañía.

A marzo de 2020, el stock de obligaciones financieras⁶ de la compañía llegó a \$63.338 millones, monto que consideraba \$798 millones de arrendamientos financieros y la colocación de UF 2

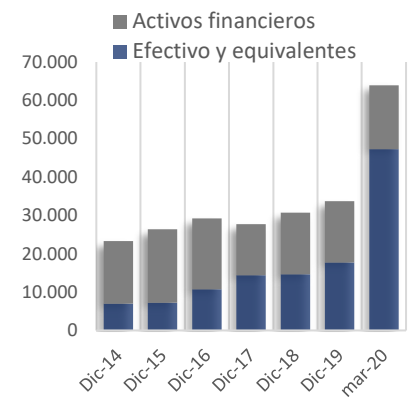
Perfil de vencimientos a marzo de 2020 se concentra en el largo plazo
Calendario de amortizaciones de capital (MM\$)



Fuente: CMF

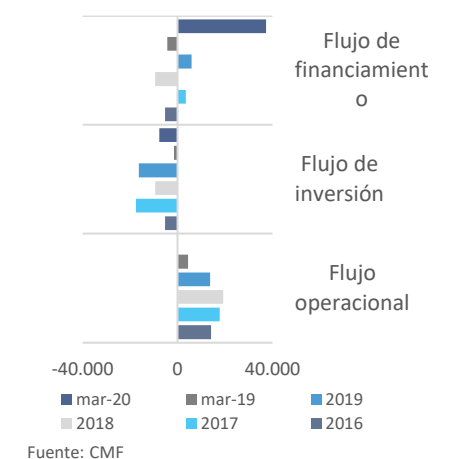
Efectivo y activos financieros líquidos de la compañía superan los \$60.000 millones a marzo de 2020, stock de efectivo incorpora el efecto de la colocación de bonos

Evolución activos financieros y efectivo (MM\$)



Fuente: CMF

Colocación de bonos presiona flujos de financiamiento durante el Q1-2020
Estado de flujos de efectivo (MM\$)



Fuente: CMF

millones realizada durante febrero de 2020 y que será destinada en 50% a la construcción de la planta de volcanita en Puente Alto, en 20% a la ampliación de la planta de fibrocementos en Lampa, 10% al prepago de créditos bancarios y en un 20% a fines generales del emisor.

La deuda asociada la serie A de bonos, fue estructurada a 10 años, otorgando amplia flexibilidad a la compañía en términos del calendario de vencimientos, destacando que el calendario de vencimientos de los próximos cuatro años será aún más favorecedor para la capacidad de pago de las obligaciones financieras de Volcán, toda vez que se mantengan los niveles de generación de EBITDA de la compañía y no existan cambios estructurales en la demanda de los productos que comercializa o en su estructura de costos. Asimismo, la existencia del stock de activos financieros le han permitido mantener niveles de deuda financiera neta en rangos negativos, al tratarse de una compañía que históricamente ha operado con acotados niveles de deuda.

Adicionalmente, Volcán cuenta con líneas de crédito con acreedores de la banca nacional y acceso al mercado financiero, factores que le permiten mitigar los riesgos asociados a problemas de liquidez.

Respecto a los indicadores de endeudamiento y cobertura de la compañía, si bien estos se vieron impactados directamente por la colocación de deuda durante el mes de febrero, estos continúan siendo considerados por ICR como excepcionales, todo esto debido a la robusta posición patrimonial de la compañía, su sólida posición de liquidez y el crecimiento que el indicador de EBITDA mantiene.

De este modo, el indicador de endeudamiento total se incrementó desde 0,30 veces al cierre de 2019 hasta 0,52 veces a marzo de 2020, mientras que el endeudamiento financiero neto pasó desde 0,13 veces hasta 0,36 veces. Respecto al ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA, este se mantuvo negativo, pero se incrementó desde -0,48 veces hasta -0,02 veces. Por su parte, la cobertura sobre gastos financieros se comportó por sobre las 20 veces.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (Nº de veces)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Mar-20
Endeudamiento total ⁷	0,21	0,22	0,19	0,26	0,24	0,30	0,52
Endeudamiento financiero ⁸	0,04	0,04	0,02	0,07	0,06	0,13	0,36
Endeudamiento financiero neto ⁹	-0,13	-0,14	-0,18	-0,11	-0,13	-0,06	-0,003
Deuda financiera / EBITDA ¹⁰	0,35	0,33	0,14	0,50	0,39	1,04	2,78
Deuda financiera neta / EBITDA ¹¹	-1,13	-1,09	-1,36	-0,75	-0,88	-0,48	-0,02
Cobertura gastos financieros ¹²	50,91	54,23	123,05	39,32	53,45	53,93	43,22
Cobertura gastos financieros netos ¹³	24,78	29,29	21,41	43,67	41,84	38,03	33,31
Razón circulante ¹⁴	2,84	2,79	3,43	3,11	3,10	2,00	5,07
Razón ácida ¹⁵	1,89	1,69	2,36	2,16	1,96	1,33	3,86

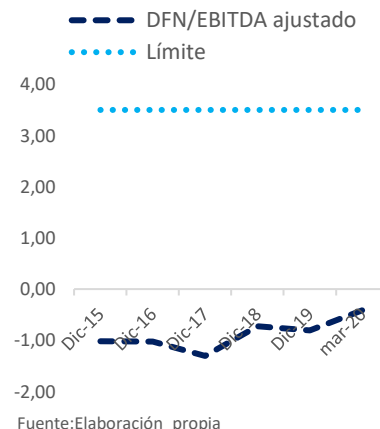
Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá 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.

Stock de efectivo y activos financieros le permiten mantener una amplia holgura respecto al covenant de deuda financiera neta/ EBITDA ajustado por resultados en relacionadas

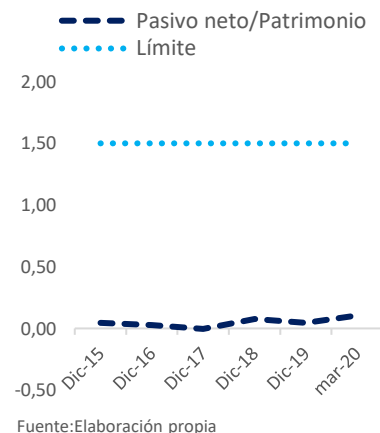
Cumplimiento restricción financiera (número de veces)



Fuente:Elaboración propia

Stock de efectivo y activos financieros le permiten mantener una amplia holgura respecto al límite de 1,5 veces

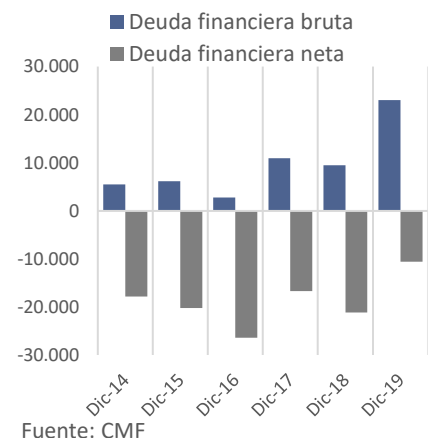
Cumplimiento restricción financiera (número de veces)



Fuente:Elaboración propia

Relevante stock de efectivo y activos financieros han permitido mantener niveles de deuda financiera neta negativos

Evolución deuda financiera (MM\$) y deuda financiera neta (MM\$)



Fuente: CMF

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.

DEFINICIONES PARA EL CÁLCULO DE RESTRICCIONES FINANCIERAS

Deuda Financiera Neta: Corresponderá a la suma de las siguientes cuentas de los Estados Financieros del Emisor: "Otros pasivos financieros, corriente"; más "Otros pasivos financieros, no corriente"; menos "Efectivo y equivalentes al efectivo"; menos "Otros activos financieros, corriente"; menos "Otros activos financieros, no corriente"

EBITDA Ajustado: Corresponderá al resultado de la suma de las siguientes cuentas de los Estados Financieros del Emisor: "Ingresos de actividades ordinarias"; menos "Costos de ventas"; menos "Costos de distribución"; menos "Gastos de administración"; menos "Otros gastos, por función"; más "Otras ganancias (pérdidas)"; más "Depreciación y amortizaciones" (contenida en las notas de los Estados Financieros del Emisor); más Ganancia (pérdida) atribuible a participaciones no controladoras.

Pasivos Netos: Corresponderá al resultado de la cuenta "Total de pasivos" menos la cuenta "Efectivo y equivalente al efectivo" de los Estados Financieros del Emisor.

Fuente: Estados financieros

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 981 (serie A) y 982, que presentan los siguientes resguardos financieros:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Dic-19	Mar-20
Deuda financiera neta/ EBITDA ajustado (N° de veces)	< 3,5	-0,41	-0,02
Pasivo neto/ Patrimonio total (N° de veces)	< 1,5	0,10	0,16

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 981	Línea 982
Fecha inscripción	19-noviembre-2019	19-noviembre-2019
Plazo (años)	10	30
Monto inscrito	UF 2.500.000	UF 2.500.000
Monto colocado vigente	UF 2.000.000	-
Series vigentes	Serie A	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF a junio de 2020

En cuanto a la clasificación de riesgo de estos instrumentos, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Principales características series de bonos vigentes

	Serie A
N° de inscripción	981
Fecha inscripción	15-02-2020
Plazo (años)	10
Monto inscrito	UF 2.500.000
Monto colocado	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 2.000.000
Tasa emisión (%)	1,60%
Garantía	No contempla
Vencimiento	15-11-29

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Evolución de ratings**Evolución clasificaciones**

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bonos	Tendencia	Motivo
17-sep-19	AA-	AA-	Estable	Primera clasificación
31-jul-20	AA-	AA-	Estable	Reseña anual de clasificación

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías**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.

La subcategoría “-” indica una menor protección dentro de la misma.

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

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	mar-19	mar-20
Activos corrientes	45.265	47.497	57.532	61.715	60.007	70.778	60.970	103.259
Activos no corrientes	123.173	122.439	119.807	130.362	138.781	156.266	140.707	165.066
Activos totales	168.438	169.936	177.340	192.078	198.788	227.044	201.677	268.325
Efectivo y equivalentes	6.995	7.228	10.734	14.356	14.607	17.733	13.072	47.280
Pasivos corrientes	15.936	17.016	16.750	19.838	19.364	35.344	20.510	20.380
Pasivos no corrientes	13.567	13.351	11.783	19.462	18.550	16.552	17.230	71.237
Pasivos totales	29.502	30.367	28.534	39.300	37.914	51.896	37.740	91.617
Deuda financiera corriente	1.727	2.722	1.819	2.572	2.091	17.774	2.518	3.812
Deuda financiera no corriente	3.752	3.443	936	8.401	7.402	5.278	5.932	59.525
Deuda financiera total	5.479	6.165	2.755	10.973	9.492	23.052	8.450	63.338
Deuda financiera neta	-17.813	-20.222	-26.412	-16.723	-21.160	-10.622	-20.262	-514
Patrimonio	138.936	139.569	148.806	152.777	160.874	175.147	163.937	176.708
Ingresos de explotación	93.510	98.598	101.636	100.057	112.292	117.248	30.262	31.029
Resultado operacional	11.302	13.517	14.271	16.514	18.985	16.581	4.904	5.160
Ingresos financieros	949	976	1.066	1.071	1.028	997	249	463
Gastos financieros	311	342	158	563	451	412	112	227
Gastos financieros netos	638	634	908	507	577	585	137	237
Utilidad del ejercicio	12.248	12.236	13.245	14.380	16.686	16.710	4.537	5.070
Razón circulante (N° de veces)	2,841	2,791	3,435	3,111	3,099	2,003	2,973	5,067
Razón ácida (N° de veces)	1,893	1,694	2,357	2,159	1,962	1,327	1,956	3,859
Endeudamiento total (N° de veces)	0,212	0,218	0,192	0,257	0,236	0,296	0,230	0,518
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,039	0,044	0,019	0,072	0,059	0,132	0,052	0,358
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	-0,128	-0,145	-0,177	-0,109	-0,132	-0,061	-0,124	-0,003
EBITDA	15.822	18.558	19.437	22.154	24.125	22.233	6.091	6.644
Margen EBITDA (%)	16,92%	18,82%	19,12%	22,14%	21,48%	18,96%	20,13%	21,41%
EBITDA 12 meses	15.822	18.558	19.437	22.154	24.125	22.233	23.184	22.786
Cobertura gastos financieros netos (N° de veces)	24,78	29,29	21,41	43,67	41,84	38,03	38,39	33,31
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	0,35	0,33	0,14	0,50	0,39	1,04	0,36	2,78
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	-1,13	-1,09	-1,36	-0,75	-0,88	-0,48	-0,87	-0,02
CAPEX	8.951	6.152	5.533	6.506	7.195	18.931	1.511	9.302
CAPEX/Ingresos (%)	9,57%	6,24%	5,44%	6,50%	6,41%	16,15%	4,99%	29,98%

¹ EBITDA = Ganancia bruta – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos por función + depreciación y amortización.

² Corresponde a la cuenta “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizado en) actividades de operación” del Estado de Flujos de Efectivo.

³ Corresponde a la cuenta “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizado en) actividades de financiación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁴ CAPEX = Compras de propiedades, plantas y equipos + compras de intangibles, ambas partidas del estado de flujo de efectivo.

⁵ CAPEX recurrente: compras de propiedades, planta y equipos. No considera crecimiento inorgánico.

⁶ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamientos.

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamientos) / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamientos – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes y no corrientes) / Patrimonio total.

¹⁰ Deuda financiera / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamientos) / EBITDA anualizado.

¹¹ Deuda financiera neta / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + pasivos por arrendamientos – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes y no corrientes) / EBITDA anualizado.

¹² Cobertura de gastos financieros = Costos financieros anualizados / EBITDA anualizado.

¹³ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA anualizado / (ingresos financieros – costos financieros, anualizados).

¹⁴ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁵ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

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 TANTO EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

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

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

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

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

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, 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, COMERCIALIZABILIDAD 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.