

	Dic. 2018	Sept. 2019
Solvencia	-	AA-
Perspectivas	-	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Nuevo Instrumento	
Líneas de bonos	AA-

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes(*)			
	2018	jun-18	jun-19
Margen Operacional	16,9%	19,4%	15,7%
Margen Ebitda	21,5%	23,9%	20,3%
Margen Ebitda Ajustado	23,3%	25,4%	22,9%
Endeudamiento Financiero	0,1	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,1	-0,1
Ebitda / Gastos Financieros	53,4	47,7	53,7
Ebitda Aj. / Gastos Financieros	58,0	50,4	60,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda	-0,9	-0,7	-0,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	-0,8	-0,7	-0,7
Liquidez Corriente	3,9	4,1	4,3

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 y coberturas					
Liquidez					

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

Fundamentos

La clasificación "AA-" asignada a la solvencia y línea de bonos en proceso de inscripción 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 las otras materias primas que utilizan en el mercado, 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. Junto con esto, 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.

A junio de 2019, los ingresos ordinarios de la compañía crecieron en un 5,5% respecto de junio de 2018, alcanzando los \$ 59.705 millones, debido a las mayores ventas de productos de yeso y aislantes. Por otra parte, los costos de venta de Volcán aumentaron un 11,7%, debido al impacto del tipo de cambio y al mayor gasto de energía, mientras que los gastos de administración y ventas aumentaron en un 6,3%. Esto provocó que el ebitda ajustado disminuyera un 4,9% respecto de junio de 2018, alcanzando los \$ 13.699 millones.

La deuda financiera de Volcán alcanza los \$ 8.420 millones a junio de 2019, lo que representa una disminución del 3,1% respecto del mismo período de 2018. La empresa muestra sólidos indicadores de cobertura, con una deuda financiera neta sobre ebitda ajustado de -0,8 veces, ebitda ajustado sobre gastos financieros de 60,3 veces y FCNOA sobre deuda financiera del 230%.

La liquidez de la compañía está clasificada como "Robusta", debido a que mantiene una caja y equivalentes por \$ 27.199 millones al cierre de junio de 2019, junto con líneas bancarias disponibles por montos cercanos a los \$ 18.300 millones. Ello, para hacer frente a vencimientos de corto plazo de \$ 2.566 millones y un plan de inversiones en torno a los \$19.000 millones para 2019, el cual posee cuatro ejes: aumento de capacidad, productividad, medio ambiente y seguridad.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Las perspectivas de la clasificación de la compañía consideran su estable capacidad de generación de flujos operacionales y una robusta posición de liquidez, que le permiten 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 considera 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

- ▶ 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
Perspectivas

AA-
Estables

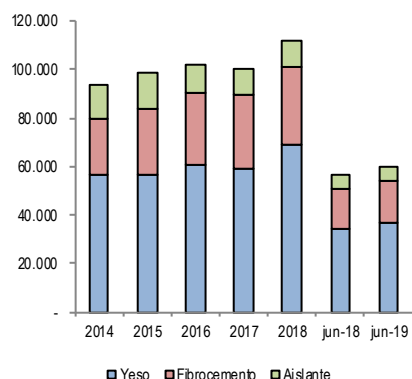
Estructura de Propiedad

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*.

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 aislantes, específicamente lana de vidrio y mineral, manteniendo una alta participación en estos mercados. 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 de la arena, 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.

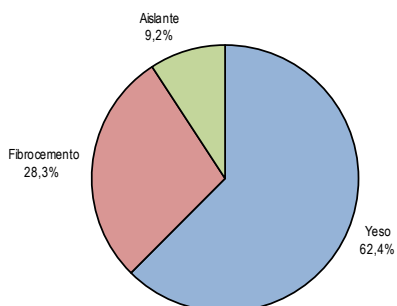
— YESO

- 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 \$ 37.282 millones a junio de 2019, lo que representa un 62,4% 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.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Ingresos por línea de negocios

Al 30 de junio de 2019



➤ 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 industriales, 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 la lana mineral, que se usa en aislación de equipos y procesos industriales y se comercializa como Aislan. Los productos son elaborados por la filial Aislantes Volcán S.A.

➤ A junio de 2019, los ingresos de este segmento fueron de \$ 5.503 millones, lo que representa un 9,2% 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 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 máquinas 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 2019, los ingresos de este segmento fueron de \$ 16.920 millones, lo que representa un 28,3% 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.

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

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 presencia internacional de Volcán es a través de su filial Inversiones Volcán S.A.
- La planta en Perú (clasificado en BBB+/Estables en escala internacional) produce Volcanita, además de estar en un proceso para implementar 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, cuyas ventas fueron de alrededor de \$ 9.400 millones durante 2018, lo que representa aproximadamente un 9% de las ventas de la compañía. 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-/Estables 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+/Estables), estos mercados presentan oportunidades de crecimiento y de diversificación de negocios para Volcán debido a que presentan una menor penetración de mercado.

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.

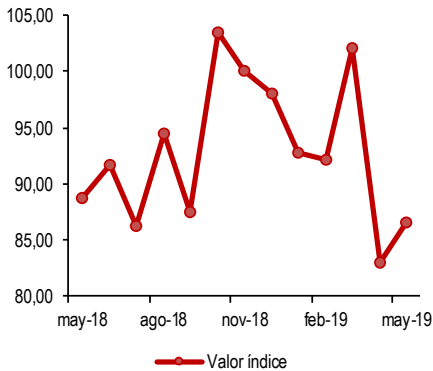
Plan de inversión centrado en aumento de capacidad productiva

- El plan de inversiones de Volcán para 2019 está enfocado en cuatro ejes - en aumento de capacidad, productividad, medio ambiente y seguridad, para lo cual invertirán un monto cercano a los \$ 19.091 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 trimestre 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 esté en operación durante 2020.
- 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.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Índice de despachos de materiales

Base 2008 = 100



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción

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.
- 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 mayo de 2019, muestra una variación negativa de 2,5% respecto de mayo de 2018, lo que muestra que la demanda de materiales se mantiene deprimida, en línea con las expectativas de menor crecimiento de la economía chilena para 2019.
- 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, 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.

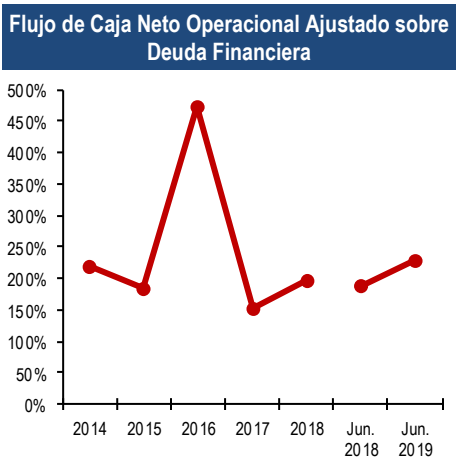
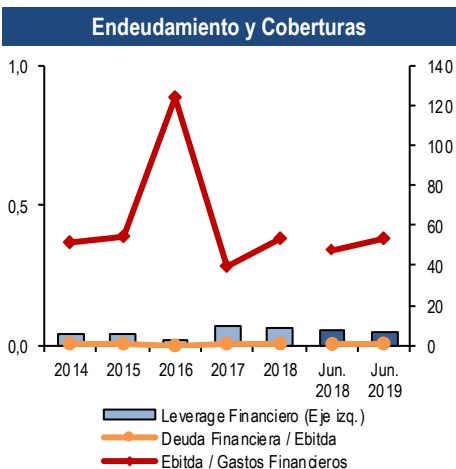
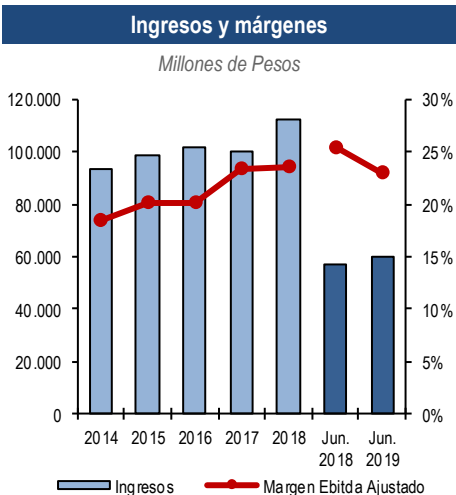
Solvencia
Perspectivas

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.



- En los últimos períodos se ha observado una tendencia al alza en los ingresos de la compañía, impulsado por el crecimiento del sector de construcción. Sin embargo, se espera que las menores expectativas de crecimiento y la volatilidad que enfrenta la economía chilena puedan moderar el crecimiento esperado en el corto plazo, debido al impacto que pueda tener la situación en el sector construcción.
- Al cierre de junio de 2019 los ingresos de Volcán presentaron un crecimiento de 5,5%, alcanzando los \$ 59.705 millones, respecto de igual periodo del año anterior, impulsados las mayores ventas de las líneas de negocios de yesos y de aislantes, con un aumento de un 2,5% y un 6,5%, respectivamente, en los volúmenes de venta con respecto a junio de 2019.
- Por su parte, el costo de venta a junio de 2019 aumentó un 11,7%, llegando a \$ 37.566 millones, debido a al aumento en el tipo de cambio de peso chileno a dólar estadounidense y a un mayor costo de energía. Sin embargo, estos aumentos son compensados por una disminución en los precios internacionales del papel y de la celulosa.
- Los gastos de administración y ventas de la compañía fueron de \$ 12.781 millones al cierre de junio de 2019, lo que implica un alza del 6,3% respecto de junio de 2018. Esto se debe, principalmente, a un mayor gasto relacionado al área de marketing y del IPC del período.
- Debido a que el alza de los ingresos no fue suficiente para compensar el alza en los costos y gastos, el ebitda ajustado de Volcán a junio de 2019 registró una disminución del 4,9% respecto del mismo período del año anterior, alcanzando los \$ 13.699 millones.
- En línea con lo anterior, el margen ebitda ajustado de la compañía a junio de 2019 fue de 22,9%, lo que significa una disminución del 2,5% respecto de junio de 2018.

Endeudamiento y coberturas

Presenta, transitoriamente, un bajo nivel de endeudamiento financiero

- La compañía presenta un bajo nivel de endeudamiento financiero en la actualidad, la que está compuesta principalmente por un préstamo bancario y pasivos de cobertura. Por la entrada en vigor de la NIIF 16 "Arrendamientos", desde marzo de 2019 la compañía también refleja sus arrendamientos operativos dentro de sus pasivos financieros, sin embargo, el monto no tiene un impacto significativo en los indicadores de cobertura.
- El principal uso de la deuda financiera de la compañía es financiar, junto con sus recursos propios, el plan de inversiones.
- La deuda financiera de Volcán fue de \$ 8.420 millones a junio de 2019, de los cuales el 81% corresponde al préstamo bancario que mantiene su filial, Inversiones Volcán S.A., con el Banco de Chile. La compañía no está expuesta al riesgo de tasa de interés, ya que mantiene la totalidad del endeudamiento financiero a tasa fija.
- El indicador de endeudamiento financiero a junio de 2019 fue de 0,1 veces, sin registrar variaciones significativas respecto de junio de 2018, mientras que el endeudamiento financiero neto fue de -0,11 veces.
- A junio de 2019, la deuda financiera neta sobre ebitda ajustado de Volcán alcanzó las -0,8 veces, en línea con su bajo nivel de endeudamiento financiero y estable nivel de caja y equivalentes, mostrando así una sólida cobertura. Junto con lo anterior, el ebitda ajustado sobre gastos financieros y el flujo de caja neto operacional ajustado sobre deuda financiera fueron de 60,3 veces y 230% respectivamente.
- No obstante, la compañía tiene la intención de emitir deuda durante el segundo semestre de 2019 por un monto cercano a las 2 MM UF, con el fin de financiar su plan de inversiones. Debido a esto, se espera que los indicadores de cobertura de la compañía cambien, observando un indicador de deuda financiera neta sobre ebitda ajustado cercano a las 1,5 veces, con una cobertura de gastos financieros en torno a las 8,4 veces.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, al cierre de junio de 2019, por \$ 27.199 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 \$ 18.300 millones.

Principales Usos de Liquidez

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

- Frente a este escenario de nueva deuda financiera, Feller Rate espera que el máximo del indicador de deuda financiera neta sobre ebitda sea de 2,0 veces, y que disminuya a medida que entren en funcionamiento las nuevas inversiones de la compañía, gracias al ebitda adicional que generarán.

Liquidez: Robusta

- La compañía presenta una robusta liquidez asociada a su estable capacidad de generación de flujos operacionales, a su acceso a líneas de crédito y al bajo monto de vencimientos de corto plazo.
- La compañía cuenta con un buen acceso al mercado financiero, reflejado en que mantiene líneas bancarias disponibles por un monto total cercano a los \$ 18.300 millones, lo cual se suma a la caja y equivalentes por \$ 27.199 millones que mantenía al cierre de junio de 2019.
- Su perfil de vencimientos considera vencimientos de \$ 2.566 millones para los próximos 12 meses, lo cual no presenta complicaciones a Volcán dado que su generación de flujos netos operativos anualizados alcanza los \$ 19.378 millones.
- Adicionalmente, se considera el financiamiento del Capex de la compañía mencionado anteriormente, por un total de \$ 19.091 millones. Este monto se concentra principalmente en el aumento de capacidad productiva de la empresa.
- Por último, la compañía 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

AA-
Estables

NUEVAS LÍNEAS DE BONOS

CLASIFICADAS EN “AA-/ESTABLES”

- Compañía Industrial El Volcán se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevas líneas de bonos, con un plazo de 10 y 30 años, por un monto máximo de UF 2,5 millones cada una.
- Los fondos recaudados con estas emisiones serán destinados al refinanciamiento de pasivos, al financiamiento de su plan de inversiones y/o a otros fines corporativos generales del emisor. El uso específico que el emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada escritura complementaria.

Líneas de Bonos

Fecha de inscripción	En proceso ⁽¹⁾
Monto de la línea	U.F. 2.500.000
Plazo de la línea	10 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil

(1) Según escritura de fecha 3 de septiembre de 2019, Repertorio N° 15.120 -2019, de la 33° Notaría de Santiago.

Líneas de Bonos

Fecha de inscripción	En proceso ⁽¹⁾
Monto de la línea	U.F. 2.500.000
Plazo de la línea	30 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil

(1) Según escritura de fecha 3 de septiembre de 2019, Repertorio N° 15.121 -2019, de la 33° Notaría de Santiago.

— **PRINCIPALES RESGUARDOS**

- Mantener una razón deuda financiera neta sobre ebitda ajustado menor o igual a 3,5 veces.
- Mantener una razón de total de pasivos netos sobre patrimonio total menor o igual a 1,5 veces.
- Mantener seguros que protejan los activos fijos del emisor.

— **OTROS RESGUARDOS**

- Prohibición para el emisor de otorgar garantías reales para caucionar obligaciones que se contraigan en el futuro, cuando el monto total de dichas obligaciones exceda el monto del total de activos del emisor.
- *Cross default y cross acceleration.*
- En caso de fusión o división del emisor asegura la continuidad de las obligaciones de la presente emisión.

10 Sept. 2019

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2014	2015	2016	2017	2018	jun-18	jun-19
Ingresos Operacionales	93.510	98.598	101.636	100.057	112.292	56.597	59.705
Ebitda ⁽¹⁾	15.959	18.704	19.616	22.283	24.277	13.535	12.109
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	17.229	19.882	20.457	23.298	26.351	14.398	13.699
Resultado Operacional	11.438	13.663	14.450	16.643	19.137	10.955	9.358
Ingresos Financieros	949	976	1.066	1.071	1.028	476	507
Gastos Financieros	-311	-342	-158	-563	-451	-239	-213
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	12.248	12.236	13.245	14.380	16.686	9.444	9.048
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	12.632	12.303	14.111	17.676	19.246	8.695	9.447
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	11.949	11.416	13.021	16.805	18.741	8.538	9.175
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	12.632	12.303	14.111	17.676	19.246	8.695	9.447
Inversiones en Activos Fijos Netas	-8.878	-6.122	-5.533	-6.506	-7.195	-2.369	-5.164
Inversiones en Acciones	2.048	-311	-73	-14.498	-3.409	-2.893	303
Flujo de Caja Libre Operacional	5.802	5.869	8.506	-3.328	8.642	3.434	4.586
Dividendos Pagados	-6.776	-7.029	-5.260	-6.595	-7.862	-5.167	-5.694
Flujo de Caja Disponible	-974	-1.160	3.245	-9.922	780	-1.733	-1.108
Otros Movimientos de Inversiones	240	1.283	288	3.480	1.053	77	
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-734	124	3.534	-6.443	1.833	-1.656	-1.108
Variación de Deudas Financieras				10.081	-1.680	-1.512	-1.680
Otros Movimientos de Financiamiento	-67	109	-28	-16	98	1	-14
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-801	233	3.506	3.622	251	-3.167	-2.802
Caja Inicial	7.796	6.995	7.228	10.734	14.356	14.356	14.607
Caja Final	6.995	7.228	10.734	14.356	14.607	11.189	11.805
Caja y Equivalentes ⁽³⁾	23.293	26.387	29.167	27.696	30.653	26.096	27.199
Cuentas por Cobrar Clientes	17.629	18.934	21.119	21.687	20.952	22.711	20.040
Inventario	15.094	18.673	18.053	18.884	22.020	20.448	22.335
Deuda Financiera	5.479	6.165	2.755	10.973	9.492	8.693	8.420
Activos Totales	168.438	169.936	177.340	192.078	198.788	192.708	201.130
Pasivos Totales	29.502	30.367	28.534	39.300	37.914	35.319	33.966
Patrimonio + Interés Minoritario	138.936	139.569	148.806	152.777	160.874	157.388	167.165

(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

	2014	2015	2016	2017	2018	jun-18	jun-19
Margen Bruto (%)	33,7%	35,3%	36,6%	39,0%	38,8%	40,6%	37,1%
Margen Operacional (%)	12,2%	13,9%	14,2%	16,6%	17,0%	19,4%	15,7%
Margen Ebitda (%) ⁽¹⁾	17,1%	19,0%	19,3%	22,3%	21,6%	23,9%	20,3%
Margen Ebitda Ajustado (%) ⁽²⁾	18,4%	20,2%	20,1%	23,3%	23,5%	25,4%	22,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	8,8%	8,8%	8,9%	9,4%	10,4%	11,0%	9,7%
Costo/Ventas	66,3%	64,7%	63,4%	61,0%	61,2%	59,4%	62,9%
Gav/Ventas	21,5%	21,5%	22,4%	22,4%	21,8%	21,2%	21,4%
Días de Cobro	67,9	69,1	74,8	78,0	67,2	76,4	62,5
Días de Pago	48,9	51,2	48,8	55,2	42,5	46,7	41,8
Días de Inventario	87,6	105,4	100,9	111,4	115,4	114,9	110,7
Endeudamiento Total	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Endeudamiento Financiero	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc) ⁽¹⁾	0,3	0,3	0,1	0,5	0,4	0,3	0,4
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado (vc) ⁽²⁾	0,3	0,3	0,1	0,5	0,4	0,3	0,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) ⁽¹⁾	-1,1	-1,1	-1,3	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado (vc) ⁽²⁾	-1,0	-1,0	-1,3	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
Ebitda / Gastos Financieros (vc) ⁽¹⁾	51,3	54,7	124,2	39,6	53,8	47,7	53,7
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados ⁽²⁾	55,4	58,1	129,5	41,4	58,4	50,4	60,3
FCNOA / Deuda Financiera (%)	218,1%	185,2%	472,6%	153,2%	197,4%	189,5%	230,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-67,1%	-56,5%	-49,3%	-100,5%	-88,6%	-94,6%	-103,2%
Liquidez Corriente (vc)	3,6	3,9	4,3	3,7	3,9	4,1	4,3

(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

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.

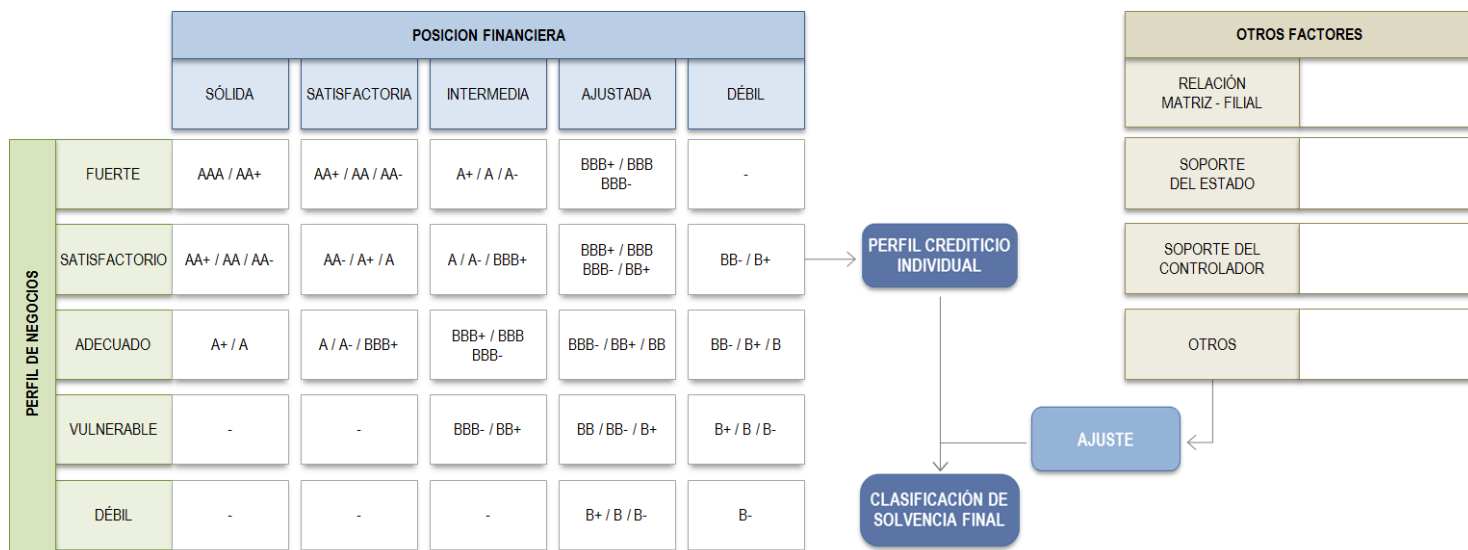
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

Descriptor 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.