



ACCIÓN DE RATING

17 de septiembre, 2019

Informe Primera Clasificación

RATINGS

Compañía Industrial El Volcán S.A.

Solvencia / bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados Financieros	1Q - 2019

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

Compañía Industrial El Volcán S.A.

Informe de primera clasificación de riesgo

ICR clasifica en categoría AA-/Estable, la solvencia y líneas de bonos a diez y treinta años, en proceso de inscripción, de Compañía Industrial El Volcán S.A. La compañía es el principal operador en la industria de producción y comercialización de placas de yeso-cartón y lanas aislantes en Chile, y uno de los líderes en el mercado de fibrocementos, siendo un proveedor clave para la industria de la construcción. La clasificación asignada considera principalmente:

- ❖ Liderazgo de la compañía a nivel nacional, manteniendo las mayores participaciones de mercado en volcanita, lanas de vidrio y lanas minerales, y un fuerte posicionamiento en fibrocementos, con un muy alto reconocimiento de marca.
- ❖ Tecnología de producción y buenas relaciones comerciales han permitido a la empresa mantener su posición de liderazgo en el tiempo, 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.

Desde el punto de vista financiero, consideramos que la fortaleza financiera de la compañía es “Superior”, al mantener una estructura de financiamiento muy intensiva en capital propio, y saldos de caja que han superado el stock de obligaciones financieras durante al menos los últimos cinco años. Aun cuando la compañía se encuentra iniciando una etapa de expansión relevante, con la construcción de una nueva planta de volcanita y una nueva línea de fibrocementos, que implicarán la toma de deuda por entre UF 2 millones y UF 2,5 millones, nuestras estimaciones indican que los indicadores de deuda financiera neta sobre EBITDA deberían mantenerse en torno 1,64 veces durante la fase de inversión, lo que a juicio de ICR, permitiría mantener su situación financiera en calidad de Superior.

De este modo, los factores asociados al riesgo del negocio de la compañía hacen que su rating asignado se incline hacia categoría A+. Sin embargo, la fortaleza financiera de Volcán en un nivel considerado por ICR como “Superior” elevan dicho rating en un *notch*, **quedando finalmente clasificada en categoría AA-**.

En nuestra opinión, los contratos de emisión de bonos no incorporan condiciones tales que ameriten una clasificación de riesgo distinta a la solvencia del emisor.

Rating outlook

La tendencia “Estable”, indica que, dado el negocio de la compañía, sus inversiones aprobadas y financiamiento, no se evidencian factores que puedan alterar la clasificación de riesgo en los próximos doce meses. El escenario base incorpora el financiamiento por hasta UF 2,5 millones para llevar a cabo el plan de expansión.

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.

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 volcanitas, fibrocementos y lanas aislantes en Chile. La historia de la compañía data desde el 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 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.

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.

ACCIONISTAS A JUNIO DE 2019

Accionista	%
Forestal Peumo S.A.*	36,70%
Inver BPB Chile Ltda.**	30,17%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	11,20%
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	0,75%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,57%
Compañía de Inversiones La Española S.A.	0,41%
Otros	5,09%

*sociedades ligadas a la familia Matte

** sociedad controlada por Saint-Gobain

Fuente: CMF

DIRECTORIO

Bernardo Matte Larraín	Presidente
Antonio Larraín Ibáñez	Director
Andrés Ballas Matte	Director
José Miguel Matte Vial	Director
Macarena Pérez Ojeda	Director
Thierry Fournier	Director
Claudia Rodrigues Tunger	Director

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, ICR destaca que la compañía ha mantenido relaciones de largo plazo con sus proveedores spot, lo que le ha permitido mantener estabilidad en sus principales costos operativos.

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

Estabilidad en ventas físicas, pese a volatilidad propia del sector que abastece

Las altas tasas de utilización de su capacidad instalada, se reflejan también en el rendimiento de las ventas físicas de sus principales productos. En particular, las ventas de volcanita en Chile presentan un comportamiento muy estable en el tiempo, pese a la variabilidad que presenta el sector de construcción. Entre los años 2014 y 2018, las ventas locales de volcanita presentaron un crecimiento anual compuesto de 3,6%.

RIESGO DEL NEGOCIO: A+				
Factor	AA	A	BBB	BB
Ambiente competitivo		■		
	■			
		■		
Eficiencia en costos	■			
		■		
		■		
Participación de mercado	■			
	■			
		■		
Diversificación		■		
		■		
			■	
Tamaño		■		

Fuente: Metodología de Productos Industriales ICR

Por su parte, las ventas de fibrocementos, si bien presentan una mayor volatilidad, mantienen una similar tasa de crecimiento anual compuesto en los últimos cinco años, exhibiendo un 3,9% entre 2014 y 2018.

El amplio mix de productos, apoyo tecnológico de Saint Gobain, reconocimiento de marca, innovación e ingreso a nuevos negocios, son factores clave en la estabilidad de las ventas de la compañía.

Por último, ICR destaca que durante los últimos tres años la compañía ha exhibido crecimiento en sus ventas físicas en Perú, filial que hasta dicho periodo mantenía EBITDA negativo, y que ya a marzo de 2019 ha logrado un breakeven operacional gracias al buen desempeño en ingresos.

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 91% 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 aproximadamente un 94% de los ingresos son explicados por el sector construcción, donde la compañía comercializa sus productos ya sea mediante ventas directas a constructoras, así como también a través de ferreterías y subdistribución y clientes retail. Un porcentaje menor de las ventas se destina a clientes industriales de distintos rubros y agrícolas cuyas operaciones requieren yesos en polvo.

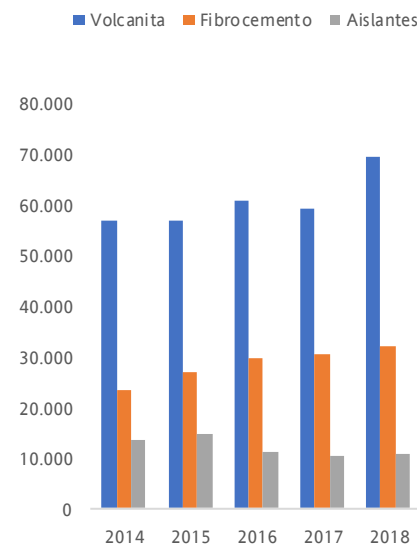
La alta concentración en el sector construcción representa un factor de riesgo importante en el negocio de la compañía, aun cuando ICR destaca que la capacidad de innovación y comercialización de productos hacia el exterior, han permitido a la compañía mitigar dichos riesgos, lo que se ve reflejado en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

Por último, respecto a la diversificación de ventas consolidadas, ICR destaca que, a mayo de 2019, Perú aportaba con cerca del 10% de los ingresos consolidados, aportando con diversificación regional, lo que se suma a un cierto porcentaje de ventas hacia el exterior, y participación en sociedades en Brasil, Colombia y Argentina, donde la compañía es accionista minoritario, y por lo tanto no consolida.

Poderosas economías de escala y flexibilidad operacional

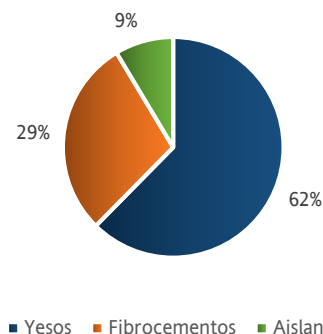
Finalmente, la clasificación de riesgo del negocio destaca que la compañía opera con altas economías de escala. Su tamaño le permite abastecer a un porcentaje relevante del mercado local en sus principales productos, para los que cuenta con cuatro plantas de producción en Chile, más la fábrica en Perú, y actualmente se encuentra ejecutando un plan de inversiones consistente en la construcción de una nueva planta de volcánita y una nueva línea de fibrocementos, 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.

Evolución de las ventas por línea de negocio (volcánita, fibrocemento y aislantes)
Crecimiento de ventas por líneas de negocios.
Cifras en millones de pesos.



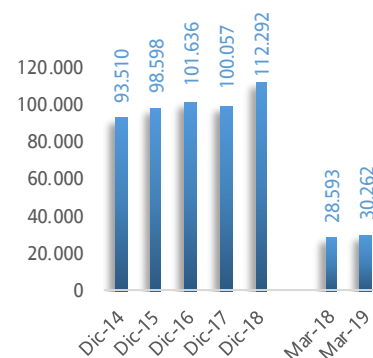
Fuente: Información financiera por segmentos, EEFF de la compañía

Moderada diversificación de ingresos
Ingresos por segmento (marzo 2019)



Fuente: Volcán

Ingresos crecientes en línea con volúmenes de ventas
Evolución ingresos ordinarios (millones de pesos)



Fuente: CMF

Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

Crecimiento sostenido en generación de EBITDA y márgenes, apoyado en trayectoria de ingresos y constante foco en eficiencia

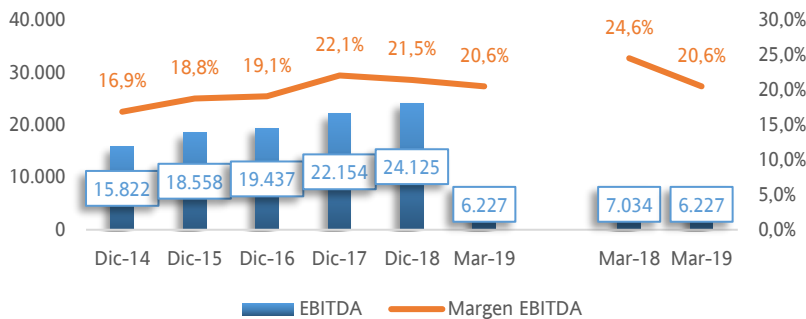
El continuo crecimiento en volúmenes de venta en Chile y Perú, ha resultado en una trayectoria creciente en los ingresos ordinarios de la compañía, con un crecimiento anual compuesto de 4,7% entre los años 2014 y 2018, que supera el crecimiento medio de los volúmenes de sus principales productos.

Asimismo, el constante foco en eficiencia, reflejado en buenas estructuras de contratos de suministro de electricidad, gas y otros insumos, así como una adecuada capacidad de traspasar alzas en costos de insumos a precios finales, han propiciado un incremento aún mayor en la generación de EBITDA¹, que presenta una tasa de crecimiento anual compuesto de 11,1% entre 2014 y 2018, con un comportamiento creciente también en el margen EBITDA.

Por otro lado, las inversiones en asociadas en Brasil, Colombia, Argentina y Solcrom S.A., permiten a la compañía percibir flujos adicionales de sociedades no controladas.

EBITDA y márgenes crecientes, en línea con ingresos y capturando eficiencias

Evolución EBITDA (millones de pesos) y margen EBITDA (%)

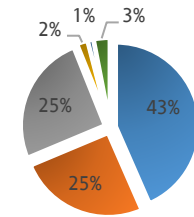


Fuente: CMF

Capacidad de financiamiento de inversiones con recursos propios resulta en flujos positivos de EBITDA ajustado por Capex recurrente

La compañía muestra una sólida generación de caja después de inversiones, lo que se ve reflejado en continuos flujos de caja superavitarios de EBITDA – Capex² recurrente, lo que da cuenta de una alta capacidad de autofinanciamiento y de generación de flujos de caja libres.

Alta concentración en sector construcción, a través de distintos canales de venta
Distribución de ventas por categoría, año 2018

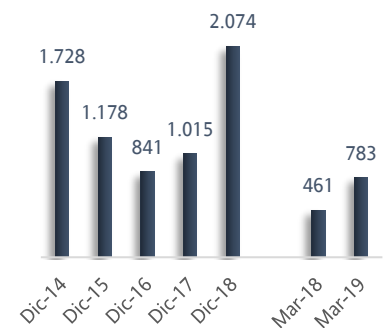


- Constructoras
- Ferretería y Sub Distribución
- Retail
- Industrial
- Agrícolas
- Otros

Fuente: Volcán

Flujos adicionales por inversiones no controladas

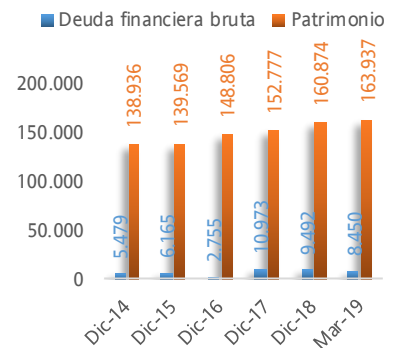
Resultado en empresas relacionadas (millones de pesos)



Fuente: CMF

Compañía financiada principalmente con capital propio

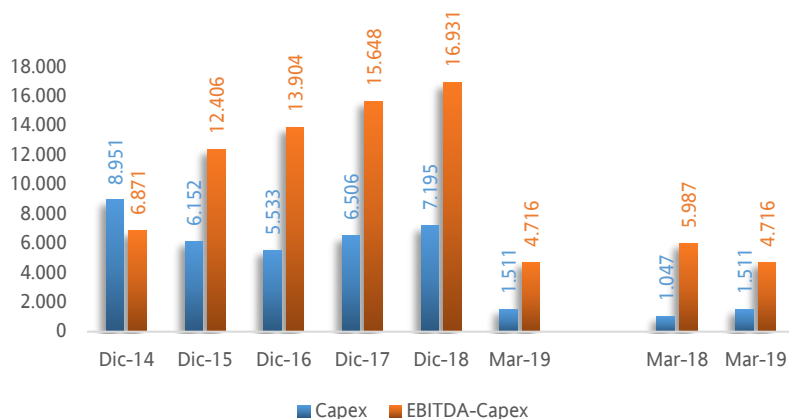
Evolución de patrimonio y deuda financiera, (millones de pesos)



Fuente: CMF

Flujos superavitarios de EBITDA-Capex como consecuencia de bajos requerimientos de inversión

Evolución de EBITDA – Capex (millones de pesos)



Fuente: CMF

Capacidad de autofinanciamiento se refleja en una muy baja proporción de deuda financiera respecto a capital propio

Como resultado de una alta capacidad de autofinanciamiento de costos y gastos de inversión recurrente, la compañía ha operado históricamente con un muy bajo uso de deuda financiera. En efecto, a marzo de 2019, la compañía mantenía un stock de \$8.450 millones en obligaciones financieras, mientras que el patrimonio alcanzaba \$163.937 millones, resultando en un endeudamiento financiero³ de solo 0,05 veces, y que ha presentado una trayectoria similar en el tiempo. En tanto, el endeudamiento total⁴ también se ha ubicado históricamente en niveles bajos, alcanzando 0,23 veces a marzo de 2019. La diferencia entre ambos indicadores se explica principalmente por deuda con proveedores, dada la variedad de insumos que requiere la compañía en sus procesos productivos.

Sólida posición de liquidez, con altas reservas de caja y activos financieros

Volcán mantiene una fuerte posición de liquidez, con un indicador de liquidez corriente⁵ que promedia 3,07 veces en los últimos cinco años, manteniendo elevados saldos de caja durante todo el período analizado.

Adicionalmente, la compañía mantiene inversiones en activos financieros (principalmente bonos corporativos), valorizados en \$15.641 millones a marzo de 2019, por lo que sus saldos de caja y activos líquidos, alcanzaban \$28.713 millones a la misma fecha, superando con creces su stock de obligaciones financieras.

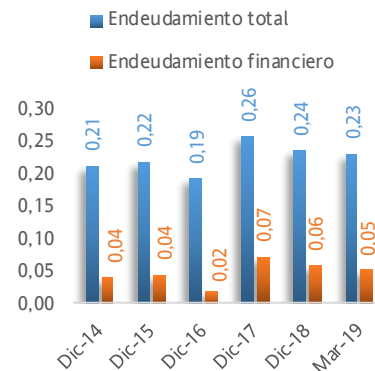
Muy altos niveles de cobertura de gastos financieros, reflejan una muy buena capacidad de pago

Dado que la compañía mantiene más caja y activos financieros que obligaciones financieras, tanto su indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA como el de cobertura de gastos financieros netos son negativos, dado que los ingresos por intereses provenientes de las inversiones financieras, son mayores que los gastos asociados a sus obligaciones.

Si se consideran solo los gastos financieros brutos, la relación entre EBITDA y gastos financieros supera las 50 veces a marzo de 2019, lo que refleja una muy buena capacidad de servicio de sus obligaciones.

Muy bajos niveles de endeudamiento

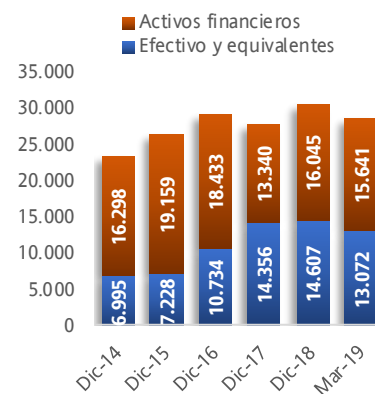
Evolución de endeudamiento total y financiero (veces)



Fuente: CMF

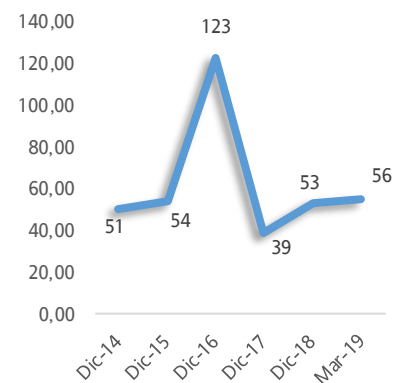
Efectivo y activos financieros líquidos de la compañía se mantienen en torno a los \$30.000 millones

Evolución activos financieros y efectivo (MM\$)



Fuente: CMF

Cobertura de intereses en niveles muy altos
EBITDA sobre gastos financieros (veces)



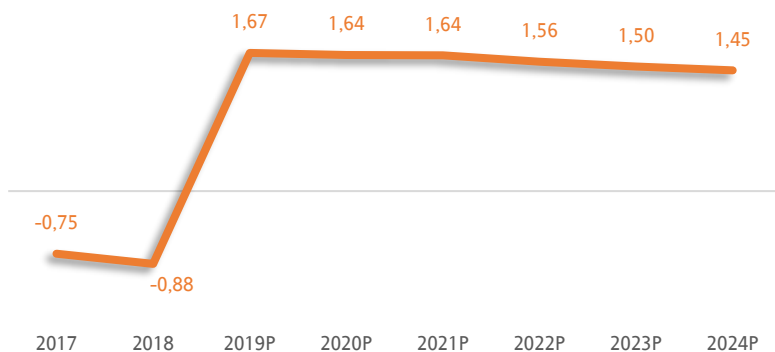
Fuente: CMF

Plan de expansión implica un debilitamiento en indicadores crediticios

Si bien, los indicadores de endeudamiento y cobertura de obligaciones dan cuenta de una muy sólida situación financiera, la clasificación asignada toma en consideración el actual plan de inversiones de la compañía, consistente en la construcción de una planta de volcanita y una línea de fibrocementos, que en conjunto podrían implicar aproximadamente UF 2,2 millones en necesidades de financiamiento, y de acuerdo al plan financiero indicado por la compañía, la emisión de bonos es una potencial fuente de recursos para llevar a cabo esta expansión.

Plan de inversiones debilitaría indicadores, pero continuarían en niveles sólidos

Deuda financiera neta sobre EBITDA real y proyectada (veces)



Fuente: Volcán, estimaciones ICR

Respecto a lo anterior, y considerando los niveles de EBITDA que proyecta la compañía en base al desempeño del negocio y a estas nuevas inversiones (que permitirían generar crecimiento y reemplazar parte de la capacidad instalada preexistente), ICR estima que los indicadores de deuda financiera neta⁶ sobre EBITDA podrían llegar a niveles peak en torno a 1,67 veces⁷, mientras que la cobertura de gastos financieros netos⁸ podría alcanzar unas 18 veces. Aun cuando esto podría representar un cambio en la estructura financiera de la compañía por algunos años, el comportamiento de estos indicadores continuaría en niveles considerados como “superiores”.

Instrumentos clasificados

Línea de bonos

La compañía se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos (a diez y treinta años) por un monto máximo de UF 2,5 millones cada una. Los instrumentos no incorporan constitución de garantías, y permiten efectuar rescate anticipado.

El escenario base de la clasificación considera que los recursos obtenidos de las emisiones, se destinará al financiamiento del plan de inversiones de la empresa, aun cuando el objetivo específico de las emisiones quedará definido en las escrituras complementarias de las series que se coloquen con cargo a las líneas.

En opinión de ICR, 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.

PLAN DE EXPANSIÓN		
Inversión	USD Millones	UF miles
Planta Volcanita	62	1.537
Planta Fibrocementos	28	694
Total	90	2.231

Fuente: Volcán

COVENANTS FINANCIEROS*

Deuda financiera neta / EBITDA Ajustado	≤3,5x
Pasivos netos / patrimonio	≤1,5x

***DEFINICIONES**

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.

Resumen financiero Compañía Industrial El Volcán S.A.

Resumen Financiero Volcán							
Denominación	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Mar-19	
BALANCE							
Efectivo y equivalentes	Miles de pesos	6.995.042	7.228.253	10.733.916	14.356.250	14.607.139	13.071.524
Activos financieros	Miles de pesos	16.297.701	19.158.771	18.433.206	13.340.018	16.045.385	15.641.022
Total caja y activos financieros	Miles de pesos	23.292.743	26.387.024	29.167.122	27.696.268	30.652.524	28.712.546
Inventarios	Miles de pesos	15.093.732	18.673.357	18.052.601	18.884.385	22.020.346	20.856.148
Activos corrientes	Miles de pesos	45.265.440	47.496.966	57.532.494	61.715.312	60.007.245	60.969.566
Activos no corrientes	Miles de pesos	123.173.059	122.439.244	119.807.315	130.362.436	138.780.569	140.707.144
Activos totales	Miles de pesos	168.438.499	169.936.210	177.339.809	192.077.748	198.787.814	201.676.710
Pasivos corrientes	Miles de pesos	15.935.561	17.015.795	16.750.413	19.838.044	19.363.766	20.509.823
Pasivos no corrientes	Miles de pesos	13.566.778	13.351.077	11.783.165	19.462.309	18.549.978	17.229.969
Pasivos totales	Miles de pesos	29.502.339	30.366.872	28.533.578	39.300.353	37.913.744	37.739.792
Deuda financiera corriente	Miles de pesos	1.727.415	2.722.329	1.818.623	2.572.394	2.090.650	2.517.987
Deuda financiera no corriente	Miles de pesos	3.752.029	3.443.164	936.464	8.400.540	7.401.634	5.932.480
Deuda financiera bruta	Miles de pesos	5.479.444	6.165.493	2.755.087	10.972.934	9.492.284	8.450.467
Deuda financiera neta	Miles de pesos	-17.813.299	-20.221.531	-26.412.035	-16.723.334	-21.160.240	-20.262.079
Patrimonio	Miles de pesos	138.936.160	139.569.338	148.806.231	152.777.395	160.874.070	163.936.918
RESULTADOS Y FLUJOS							
Ingresos ordinarios	Miles de pesos	93.510.379	98.597.540	101.636.252	100.057.320	112.291.796	30.262.072
Costo de ventas	Miles de pesos	-61.999.654	-63.782.656	-64.430.970	-61.022.951	-68.670.651	-19.120.082
Ganancia bruta	Miles de pesos	31.510.725	34.814.884	37.205.282	39.034.369	43.621.145	11.141.990
Margen bruto	%	33,7%	35,3%	36,6%	39,0%	38,8%	36,8%
Resultado Operacional	Miles de pesos	11.302.017	13.516.586	14.270.622	16.513.735	18.985.294	5.034.758
Margen Operacional	%	12,1%	13,7%	14,0%	16,5%	16,9%	16,6%
Depreciación y Amortización	Miles de pesos	4.520.336	5.041.084	5.166.032	5.640.044	5.140.098	1.191.883
EBITDA	Miles de pesos	15.822.353	18.557.670	19.436.654	22.153.779	24.125.392	6.226.641
EBITDA 12 meses	Miles de pesos	15.822.353	18.557.670	19.436.654	22.153.779	24.125.392	23.318.408
Margen EBITDA	%	16,9%	18,8%	19,1%	22,1%	21,5%	20,6%
Capex	Miles de pesos	8.951.133	6.152.011	5.532.811	6.505.794	7.194.852	1.510.916
EBITDA-Capex	Miles de pesos	6.871.220	12.405.659	13.903.843	15.647.985	16.930.540	4.715.725
Resultado en empresas relacionadas	Miles de pesos	1.728.319	1.178.064	841.219	1.014.581	2.073.967	783.371
Ingresos Financieros	Miles de pesos	949.272	975.784	1.065.685	1.070.730	1.027.991	248.960
Gastos Financieros	Miles de pesos	310.796	342.182	157.961	563.387	451.373	111.870
Resultado Neto	Miles de pesos	12.248.423	12.235.730	13.244.914	14.379.645	16.685.785	4.537.399
Resultado Neto 12 meses	Miles de pesos	12.248.423	12.235.730	13.244.914	14.379.645	16.685.785	16.287.702
INDICADORES FINANCIEROS							
Liquidez	Veces	2,84	2,79	3,43	3,11	3,10	2,97
Endeudamiento total	Veces	0,21	0,22	0,19	0,26	0,24	0,23
Endeudamiento financiero	Veces	0,04	0,04	0,02	0,07	0,06	0,05
Endeudamiento financiero neto	Veces	-0,13	-0,14	-0,18	-0,11	-0,13	-0,12
Deuda / activo total	%	3,3%	3,6%	1,6%	5,7%	4,8%	4,2%
Cobertura de gastos financieros brutos	Veces	50,91	54,23	123,05	39,32	53,45	55,66
Deuda financiera bruta sobre EBITDA	Veces	0,35	0,33	0,14	0,50	0,39	0,36
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Veces	-1,13	-1,09	-1,36	-0,75	-0,88	-0,87

Fuente: CMF.

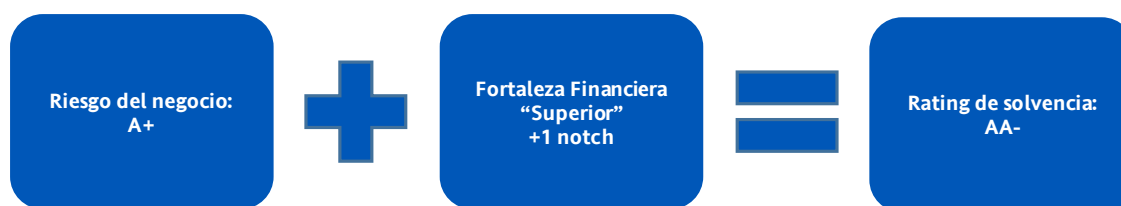
Metodología de clasificación

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.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.



Evolución de ratings

Fecha	Clasificación solvencia / bonos	Tendencia	Motivo
Sep-19	AA-	Estable	Primera Clasificación

Definición de categorías

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la que 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 “-” denota una menor protección dentro de la categoría.

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

² Capex recurrente: compras de propiedades, planta y equipos. No considera crecimiento inorgánico.

³ Endeudamiento financiero: total de pasivos financieros sobre patrimonio.

⁴ Endeudamiento total: total de pasivos sobre patrimonio.

⁵ Liquidez corriente: total de activos corrientes sobre pasivos corrientes.

⁶ Deuda financiera neta: pasivos financieros – efectivo y equivalentes al efectivo – otros activos financieros.

⁷ Estimación considera un crecimiento de EBITDA aproximadamente del 4% durante 2019, un stock de deuda financiera dentro de un rango entre los \$70.000 millones y \$75.000 millones, y una caja cuyo promedio histórico fluctúa en torno a los \$30.000 millones.

⁸ Cobertura de gastos financieros netos: EBITDA / (gastos financieros – ingresos financieros).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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.