

	Sept. 2022	Sept. 2023
Solvencia	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2021	2022	Jun.23*
Ingresos Ordinarios	165.939	175.743	84.144
Ebitda	51.622	38.094	16.428
Ebitda Aj.	57.389	48.610	21.010
Margen Ebitda	31,1%	21,7%	19,5%
Margen Ebitda Aj.	34,6%	27,7%	25,0%
Endeudamiento Total	0,5	0,5	0,5
Endeudamiento Financiero	0,3	0,3	0,3
Ebitda Aj. / Gastos Financieros	247,8	71,4	33,8
Deuda Financiera / Ebitda Aj.	1,1	1,5	1,7
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	0,0	1,2	1,2
FCNO / Deuda Financiera	60,9%	55,6%	67,7%

(\*) Cifras e indicadores anualizados donde corresponda

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Participación en industria competitiva y sensible al ciclo económico					
Buena posición de mercado en segmentos en los que participan					
Industria intensiva en inversiones					
Diversificación de productos y mercados					
Integración hacia el recurso minero					
Transferencia de tecnología y <i>know-how</i> desde accionista					
Calidad de la cartera					
Manejo de inventarios					

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Esteban Sánchez  
[esteban.sanchez@feller-rate.com](mailto:esteban.sanchez@feller-rate.com)

## FUNDAMENTOS

Las clasificaciones "AA-" asignadas a la solvencia y líneas de bonos de Compañía Industrial El Volcán S.A. (Volcán) 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 sus plantas de Puente Alto, lo que presenta una ventaja estratégica por la corta distancia. Sin embargo, debe adquirir algunas 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, de manera indirecta, con cinco plantas en Chile, las que controla en su totalidad. Junto con esto, posee dos plantas en Brasil, una en Colombia, tres en Perú y dos en Argentina, en asociación con la Compaigne de Saint-Gobain, accionista indirecto de Volcán y uno de los mayores productores de materiales de construcción a nivel mundial.

Los resultados operacionales de la compañía están influenciados por las variaciones en los precios de sus principales productos e insumos, las que guardan relación directa con los niveles de actividad, en particular del sector construcción y de *retail* (asociado a mejoramiento del hogar). Adicionalmente, en los últimos periodos los resultados de la compañía han reflejado los aumentos de capacidad, la mayor diversificación de productos y las alianzas estratégicas que ha realizado Volcán, en particular con el grupo Saint Gobain.

Durante los primeros seis meses del año 2023, Volcán presentó ingresos consolidados por \$84.144 millones, cifra un 4,3% menor que lo presentado a junio de 2022. Esto, se explica por menores volúmenes de venta en las unidades de yeso y fibrocemento, lo que no pudo ser compensado por los mayores precios promedio y por los mayores ingresos del segmento de aislante.

A igual periodo, el incremento en la estructura de costos, derivado mayoritariamente del aumento en los costos unitarios de las materias primas y el incremento en los costos de energía, resultó en presiones sobre los márgenes de la operación de las principales líneas de negocios de Volcán (yeso y fibrocemento). Así, a junio de 2023, la generación de Ebitda alcanzó los \$16.428 millones, con un margen Ebitda del 19,5%.

A su vez, el incremento en el resultado neto de empresas relacionadas (14,5% en comparación al mismo periodo del año anterior) no logró compensar la disminución en la generación de Ebitda, resultando en un Ebitda ajustado de \$21.010 millones, con un margen Ebitda ajustado del 25%.

Históricamente, la compañía ha evidenciado un bajo nivel de endeudamiento, financiando parte importante de su plan estratégico mediante flujos de la operación. Lo anterior, reflejado en un nivel de endeudamiento financiero que se ha mantenido por debajo de las 0,3 veces en los últimos periodos.

A junio de 2023, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los \$73.419 millones, incorporando los pasivos por IFRS 16. Sin considerar dicho efecto, la deuda financiera ajustada alcanzaba los \$70.866 millones. Ésta último, estaba compuesto íntegramente por los bonos Serie A y se encontraba estructurado en un 99% en el largo plazo.

Respecto de los indicadores de cobertura, a junio de 2023, la disminución en la generación de Ebitda antes mencionada resultó en una cobertura de deuda financiera

sobre Ebitda ajustado de 1,7 veces (1,3 veces a junio de 2022) y en una razón de Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 33,8 veces (209,9 veces al segundo trimestre del año anterior). No obstante, la mayor acumulación de saldos en caja permitió que la razón de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzara las 1,2 veces, manteniéndose estable respecto de lo presentado a junio de 2022.

La compañía continúa presentando una liquidez calificada como "Sólida". Ello, en atención principalmente a altos saldos en caja y una generación de flujos de la operación que, aunque muestra cierta volatilidad, evidencia altos niveles respecto de sus compromisos financieros.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Las perspectivas de la clasificación de la compañía consideran su relativamente estable capacidad de generación de flujos operacionales y una sólida posición de liquidez, que le permiten cubrir con holgura sus vencimientos, Capex y dividendos.

Por otro lado, considera que la gestión comercial y operacional de la compañía, en conjunto con la rentabilización de las inversiones recientemente realizadas, permitirán compensar, en parte, las presiones sobre la demanda de los productos de Volcán y las presiones en la estructura de costos, de tal forma de mantener, de forma estructural, índices crediticios en rangos acorde con la clasificación de riesgo actual.

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 de baja probabilidad.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Destacada posición competitiva en los segmentos en los que participa.
- Integración hacia el recurso minero, lo cual garantiza el suministro de materia prima para su principal segmento de negocios.
- Presencia en mercados con riesgo relativo mayor al de Chile, lo que, no obstante, ofrece mejores oportunidades de crecimiento.
- Industria altamente competitiva y sensible al ciclo económico.
- Mora mayor a 90 días se mantiene en rangos acotados, presentando una mejoría en los índices de cobertura.
- Disminución en los niveles de inventarios acorde con la estrategia de la compañía ante menor actividad.

#### POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

- Resultados operacionales expuestos al desempeño de la actividad económica, en particular del sector construcción.
- Mayores presiones sobre indicadores crediticios. No obstante, manteniéndose en rangos acorde a la clasificación de riesgo actual.
- Bajo nivel de endeudamiento histórico, con menores requerimientos de financiamiento para los próximos años dado el plan estratégico.
- Sólida posición de liquidez.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El accionista controlador de Compañía Industrial El Volcán es el grupo Matte, que controla el 45,42% de la propiedad a través de los vehículos societarios Forestal Peumo S.A., Inmobiliaria Choapa S.A., Inmobiliaria Ñague S.A. (en liquidación) y Agrícola e Inmobiliaria Las Agustinas S.A.

Mantienen un pacto de actuación conjunta con Inversiones B.P.B Chile Ltda, quien posee el 30,28% y es el vehículo de inversión en el país de la francesa Compagnie de Saint-Gobain.

## PERFIL DE NEGOCIOS

## | SATISFACTORIO

Compañía Industrial El Volcán (Volcán) fue fundada el 9 de noviembre del año 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 1948, con la construcción de su planta en Puente Alto, la compañía comenzó a comercializar Volcanita, uno de sus productos emblemáticos. Posteriormente, se expandió al negocio de materiales de aislación 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 participa en la propiedad de la compañía a través del 30,3% que controla Inversiones B.P.B Chile Ltda. Desde 1996 la compañía francesa ha generado una serie de alianzas estratégicas con Volcán y ha demostrado su soporte operacional a través de transferencia de tecnologías que le permite a Volcán acceder a su *know-how*.

Respecto de lo anterior, recientemente destaca el acuerdo firmado por ambas partes en el año 2021 para combinar parte de los activos que mantenían de forma individual en Perú y Argentina, con el objetivo de entregar soluciones constructivas a más países de Sudamérica. De esta manera, el "Negocio Perú" quedó conformado por la operación de morteros que hasta la fecha Saint Gobain realizaba de manera individual y la operación de planchas de yeso que Volcán realizaba de forma independiente. Asimismo, el "Negocio Argentina", quedó conformado por la operación de productos de yeso que hasta la fecha del acuerdo Saint Gobain realizaba de forma particular en ese país.

Volcán pagó al grupo Saint Gobain aproximadamente \$10.500 millones por el negocio en Argentina y cerca de \$42.000 millones por el negocio en Perú. La participación societaria de ambos negocios quedó en un 45% para Volcán y el porcentaje restante para el grupo Saint Gobain.

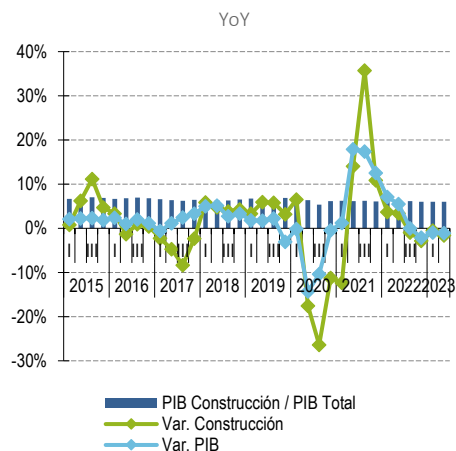
Con todo, en la actualidad la compañía participa en la industria de materiales de construcción, comercializando tanto productos de elaboración propia como importados. Tiene presencia en Chile, Perú, Argentina, Colombia y Brasil (en los últimos cuatro países a través de una participación minoritaria).

## DETERIORO EN LAS CONDICIONES DE MERCADO HA GENERADO UN AJUSTE RELEVANTE EN LA INDUSTRIA DE CONSTRUCCIÓN

Según cifras del Banco Central de Chile (BCCh), durante el año 2022 la actividad nacional registró un crecimiento del 2,4% respecto del año anterior. Al respecto, al analizar por sector, se evidenció una tendencia dispar, con un fuerte crecimiento en servicios (en particular los personales, empresariales y de transporte) y contracciones en ciertas actividades como el comercio, la minería y la industria de manufactura, las que presentaron caídas anuales del 4,2%, 4,1% y 2,5%, respectivamente.

El sector construcción, por su parte, registró un leve crecimiento (0,6% anual), lo que considera un incremento en la edificación (liderado por el componente habitacional) y contracciones en obras de ingeniería y actividades especializadas de construcción (resultado que se explica mayoritariamente por el término de la fase de construcción de proyectos eléctricos y viales durante el año). Sin embargo, al analizar el PIB trimestral

### MAYORES PRESIONES EN LA ACTIVIDAD DE CONSTRUCCIÓN EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES



Fuente: elaboración propia en base a información pública del Banco Central de Chile.

sectorial desestacionalizado, se observa una caída del 2,0%, lo que anticipaba un escenario menos favorable para el año 2023.

En línea con lo anterior, durante el segundo trimestre de 2023 el sector construcción presentó una contracción del 1,9% según cifras del BCCh (-0,6% durante el primer trimestre), con resultados disímiles para los diferentes segmentos que lo componen. De esta forma, la caída en actividades especializadas -en línea con la menor demanda por reparaciones- fue mitigada, parcialmente, por un leve aumento en edificación y obras de ingeniería.

De edificación destaca el incremento del componente habitacional, asociado a una mayor construcción de casas, mientras que el componente no habitacional presentó una disminución ante una menor edificación de establecimientos comerciales. Por su parte, el resultado de la actividad obras de ingeniería fue impulsado por el gasto de los sectores de minería y generación eléctrica.

De esta forma, la actividad de construcción acumulaba una caída del 1,2% durante el primer semestre del año en curso, respecto de igual periodo del año anterior.

En base a proyecciones realizadas por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), se estima que la inversión sectorial evidenciará un retroceso anual cercano al 5,9%, lo que vendría asociado, entre otros aspectos, a la evolución de los costos de construcción y su impacto sobre la rentabilidad de los contratos; una inflación que se mantendrá por sobre la meta estructural por un periodo de tiempo mayor al estimado inicialmente; condiciones de acceso al crédito restrictivas y su efecto sobre desistimientos de inversión; y al término del financiamiento de los fondos de emergencia transitorios COVID-19, lo que podría ser compensado, en parte, por el programa de infraestructura para el desarrollo contemplado en la Agenda Pro-Inversión de la autoridad nacional, sujeto al grado de ejecución.

Lo anterior, además, se encuentra en línea con el deterioro de los indicadores sectoriales. En particular, el Índice Mensual de Actividad de la Construcción (IMACON) acumulaba una caída (considerando los últimos 12 meses) del 8,3% a junio de 2023.

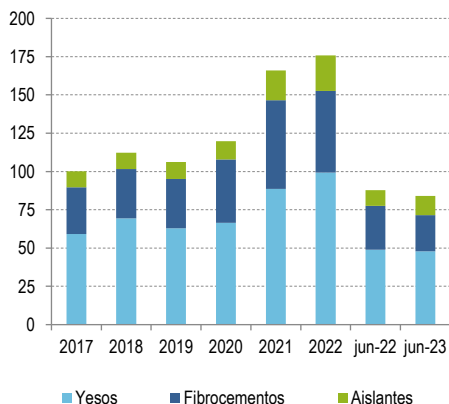
Al analizar las proyecciones de la inversión sectorial desagregada, se observa una disminución esperada del 6,2% para vivienda (-4,4% y -6,6% para vivienda pública y para vivienda privada, respectivamente) y una contracción del 5,8% en infraestructura. Esta última, explicada principalmente por una menor inversión en infraestructura productiva (-13,3%), lo que sería mitigado, parcialmente, por el avance esperado en la infraestructura pública (1,3%).

La inversión productiva se verá influenciada por el desplazamiento de los cronogramas de inversión en los sectores minero y energético, principalmente. En tanto, la inversión en infraestructura pública se verá afectada por el término del financiamiento FET COVID-19, lo que se estima será compensado por un fuerte incremento en la inversión en concesiones (31,9% anual) y de empresas autónomas del Estado (18,4%) anual.

En el caso particular de Compañía Industrial El Volcán, si bien durante los primeros seis meses del año en curso no ha registrado impactos relevantes en su actividad, su producción se destina en buena parte al segmento habitacional, por lo que mayores presiones sobre los niveles de inversión privada o sobre la demanda, podrían afectar los resultados de la empresa en el mediano plazo. Por lo anterior, Feller Rate continuará monitoreando los principales factores que influyen tanto en el perfil de negocios como en la posición financiera de la compañía.

### EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS POR SEGMENTO

Cifras en miles de millones de pesos



Fuente: elaboración propia en base a información pública del Banco Central de Chile.

(\*) Desde 2019 no considera Perú.

### DESTACADA POSICIÓN DE MERCADO EN LOS PRINCIPALES NEGOCIOS EN LO QUE 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. Posee cinco plantas productivas ubicadas en Chile que controla en un 100%.

Adicionalmente, a través de sus coligadas, posee el 45% de propiedad de múltiples plantas distribuidas entre Argentina, Brasil, Perú y Colombia.

A nivel nacional, la compañía es líder de mercado en los segmentos de planchas de yeso-cartón, yeso en polvo, lana de vidrio y lana mineral. A esto se suma una participación de mercado intermedia en fibrocemento.

Sin embargo, es importante notar que todos sus productos y segmentos enfrentan una fuerte competencia. Respecto de lo anterior, dentro de la industria de materiales para la construcción (la cual representa una cifra superior a los US\$ 7.000 millones) Volcán alcanza una participación de mercado cercana al 2%, según cifras informadas por la compañía.

#### — YESO

Esta línea de negocios es la más antigua de la compañía y se desarrolla principalmente en Chile y, en menor medida, en Sudamérica. Históricamente, es la que ha representado la mayor parte de los ingresos de Volcán, alcanzando los \$47.906 millones a junio de 2023, lo que equivale a un 56,9% del total consolidado.

No obstante, en línea con los menores márgenes relativos respecto del negocio de Fibrocemento, había sido la segunda línea de negocios en términos de generación de Ebitda hasta diciembre del año 2022, donde representó un 32,6% de la generación total. Al primer semestre de 2023, la relevante caída en las ventas del segmento de Fibrocemento (-17,4%) y las menores presiones relativas en los márgenes de la operación, resultaron en que la línea de Yeso representara la mayor generadora de Ebitda de la compañía, con un 41,6%.

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 Fertiyeso.

Los principales usos de los productos a base de yeso se encuentran en la industria de la construcción, en particular en la tabiquería y terminaciones de muros y cielos. Adicionalmente, se utiliza como insumo para la elaboración de cemento y de elementos sanitarios, y para la fertilización y recomposición de suelos, entre otras aplicaciones.

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 armado, el hormigón celular y el poliestireno, 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 y no habitacional), para la confección de fachadas. Los productos son elaborados por la filial Fibrocementos Volcán S.A. y están enfocados principalmente al mercado nacional, además de exportaciones a Sudamérica.



A junio de 2023, esta unidad de negocios alcanzó ingresos por \$23.611 millones, registrando una disminución del 17,4% respecto de junio de 2022 y representando un 28,1% de los ingresos consolidados (32,5% a junio del año anterior). Dicha disminución, en conjunto con las presiones sobre los márgenes de la operación del segmento, resultaron en una caída de su participación relativa sobre la generación de Ebitda, alcanzando un 35,4% a junio de 2023 (54,8% al primer semestre de 2022), siendo la segunda mayor unidad generadora de la compañía durante el periodo.

Volcán comercializa sus productos de placas de fibrocemento principalmente bajo las marcas Volcánboard, Econoboard, VolcánSiding, VolcánBacker y Durafront, entre otras.

La principal competencia que enfrenta la compañía en este segmento proviene de Pudahuel, Technoplac, Tejas de Chena, Becton y el líder de mercado, Pizarreño. Además, enfrenta una fuerte competencia de productos sustitutos como albañilería, bloques de cemento, bloques de yeso y *sidings* tanto de plástico como de madera.

### — AISLANTES

Esta línea de negocios se enfoca en materiales de aislación, para lo cual cuenta con dos productos: lana de vidrio, que se usa en aislación de construcciones habitacionales y se comercializa bajo la marca Aislanglass y lana mineral, que se usa en aislación de equipos y procesos industriales y se comercializa como Aislan.

A junio de 2023, los ingresos de este segmento fueron de \$12.627 millones, lo que representa un 15% de los ingresos totales del periodo. A su vez, representó un 23% de la generación de Ebitda total, destacando su incremento en los últimos años (6,6% a diciembre de 2019).

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 en periodos recientes ha sido 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 principal competencia que enfrenta la compañía es la de otros materiales de aislación que entregan soluciones efectivas como el poliestireno, la celulosa proyectada, la fibra de poliéster y el poliuretano inyectado, entre otros. Junto con esto, enfrenta una fuerte competencia a través de importaciones de ambos tipos de lana.

En particular, los principales competidores en lana de vidrio son R&R, Transaco y Knauf, mientras que, en lanas minerales, la compañía compete con la amplia variedad de productos importados.

### — NEGOCIOS QUE NO CONSOLIDAN

De forma adicional, Volcán cuenta con una participación minoritaria (negocios que no consolidan) en empresas que cuentan con operación en Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia. Ello, en sociedad con el grupo Saint Gobain.

Respecto de lo anterior, 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.

Además, Volcán posee el 45% de participación en Saint Gobain Placo S.A. en Argentina, Saint Gobain PPC en Perú, Placo do Brasil Ltda. y Fiberglass Colombia S.A.

Los resultados reconocidos por Volcán que corresponden a las sociedades antes mencionadas han presentado una tendencia creciente en el tiempo, pasando desde los \$3.737 millones en 2017 hasta los \$10.516 millones a diciembre de 2022. Consecuentemente con lo anterior, se ha incrementado su participación relativa dentro de la generación de Ebitda ajustado (incluye la participación en ganancia de asociadas), alcanzando un 21,7% a junio de 2023 (15,3% a igual periodo del año anterior).

## EXPOSICIÓN A LAS VARIACIONES EN LOS PRECIOS DE SUS PRINCIPALES INSUMOS Y PRODUCTOS MITIGADA, EN PARTE, POR INTEGRACIÓN VERTICAL Y GESTIÓN COMERCIAL

Dentro de los principales factores que afectan los resultados de la compañía están las variaciones a los precios de sus principales insumos. Al respecto, las variaciones en el precio del cartón, de la celulosa y de la energía, entre otras, impactan directamente en los márgenes. Ello es mitigado, en parte, por la capacidad de la compañía de traspasar parte del aumento en los costos a sus clientes.

A la vez, al ser *commodities* transados en mercados internacionales, los precios de las materias primas de Volcán están, en gran parte, indexadas al dólar (más de un 50% del total), por lo que se encuentra expuesta al riesgo del tipo de cambio.

Revisando por segmento, en la línea de yeso uno de los principales insumos necesarios es el mineral de yeso, para 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.

En el negocio de aislantes, dentro de los principales insumos se encuentran el vidrio molido o *cullet* y borax, cuyos precios están determinados por la situación internacional al ser *commodities*; y la electricidad, debido a la gran cantidad de energía que necesitan las maquinas usadas en la producción.

Respecto de lo anterior, tomando como base el Índice de Precios de Productor (IPP) elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), se observa que el Índice de Precios de Productor Industria Manufacturera (IPPMan) registró, a junio de 2023, una disminución del 2,0% respecto del mismo mes del año anterior, acumulando una contracción del 6,0% durante los primeros seis meses del año en curso.

Ello, incorpora una disminución en 16 de las 47 clases que componen la canasta del IPPMan. No obstante, al considerar únicamente la división de fabricación de otros productos minerales no metálicos, se observa, a igual fecha, un aumento del 9,3% respecto del mismo mes del año anterior, acumulando un incremento del 2,0% en los primeros seis meses del año en curso.

Por otra parte, los resultados de la compañía se encuentran expuestos a las variaciones en los precios de sus principales productos, los cuales pueden cambiar en función de la demanda y de la aparición de nuevos competidores y de nuevos artículos o soluciones constructivas (de fabricación local o importada). Para mitigar el posible impacto de una mayor competencia o la aparición de nuevos productos, Volcán ha implementado una

### PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA DE CUENTAS POR COBRAR

Cifras trimestrales anualizadas cuando corresponda

	2020	2021	2022	Jun. 23
Mora mayor a 90 días (%)	2,5%	0,7%	1,7%	0,3%
Cobertura mora mayor a 90 días (vc)	0,8	0,7	0,3	2,4
Cartera bruta / Ingresos totales (%)	19,8%	15,4%	13,4%	11,7%
Cartera mora mayor a 90 días / Ingresos totales (%)	0,5%	0,1%	0,2%	0,0%

Fuente: elaboración propia en base a información recibida de la compañía.

constante estrategia de diversificación, ofreciendo al mercado nuevas alternativas y potenciando su posición de mercado.

### PRESENCIA INTERNACIONAL EN MERCADOS CON MAYOR RIESGO RELATIVO A CHILE

Junto con las cuatro plantas que controla, Volcán posee una participación minoritaria en dos plantas en Brasil, una en Colombia, tres en Perú y dos en Argentina.

En Brasil (clasificado en BB-/Positivas 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. Su socio, y el accionista controlador, es BPB Plc, filial de la Compagnie de Saint-Gobain.

En Colombia (clasificado en BB+/Estables en escala internacional), poseen una participación del 45% en Fiberglass Colombia, que compraron en conjunto con Saint Gobain, quien posee el 55% restante. Fiberglass posee una planta de lana de vidrio, comercializando sus productos en el mercado colombiano y exportando a América Central.

En Perú (clasificado BBB/Negativas en escala global), través de SG PPC Perú cuenta con tres plantas productivas enfocadas en la confección de planchas yeso-cartón, morteros y aditivos, entre otros.

Finalmente, en Argentina (clasificado CCC-/Negativas en escala global), a través de Saint Gobain Placo S.A., cuenta con instalaciones para la producción yeso en polvo y para la fabricación de planchas de yeso-cartón.

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 Argentina, Bolivia y Ecuador.

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 cinco centros de distribución en regiones, ubicados en La Serena, Valparaíso, Concepción y Puerto Montt.

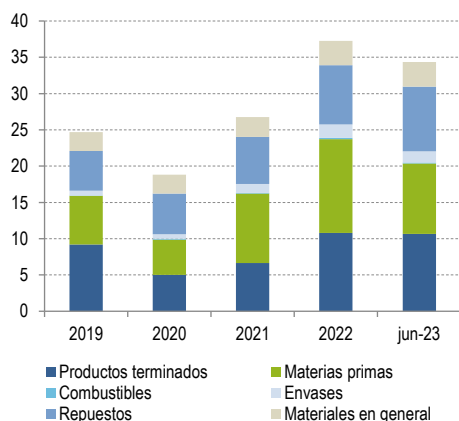
### SATISFACTORIA CALIDAD DE CARTERA, CON MORA MAYOR A 90 DÍAS QUE SE HA MANTENIDO EN RANGOS BAJOS

La compañía cuenta con una política de gestión de cartera que incorpora un período de cobro a clientes de aproximadamente 45 días, lo que considera la solvencia de los deudores y la política de incobrables en función de las pérdidas crediticias esperadas (NIIF 9).



### EVOLUCIÓN DEL INVENTARIO

Cifras en miles de millones de pesos



Fuente: elaboración propia en base a información recibida de la compañía.

Respecto de las cuentas por cobrar a clientes, éstas habían presentado una tendencia al alza en los últimos años, alcanzando los \$25.485 millones a diciembre de 2021 (\$21.640 millones en 2018), en línea con el aumento en la actividad que había presentado la entidad, lo cual se ha traducido en un constante crecimiento de sus ingresos.

No obstante, en los últimos años ha presentado menores niveles de cuentas por cobrar y una mejoría en los indicadores de morosidad. En efecto, a junio de 2023, la cartera bruta alcanzaba los \$20.084 millones, disminuyendo un 14,9% respecto de diciembre de 2022 (\$23.604 millones).

En consideración a la calidad de la cartera, a junio de 2023 Volcán presentaba una caída en la mora total, la que alcanzaba los \$3.190 millones (\$4.083 millones al cierre de 2022), representando un 15,9% de la cartera bruta total (17,3% a diciembre del año anterior). Ello, se encuentra en línea con la disminución del índice de días de cobro, hasta alcanzar los 41,8 a junio de 2023 (48 a diciembre de 2022).

A su vez, a igual fecha, la compañía mantenía bajos niveles de mora mayor a 90 días, la que alcanzaba los \$56 millones, representando un 0,3% de la cartera bruta total (1,7% a diciembre de 2022). Así, la incidencia de la mora mayor a 90 días en relación con los ingresos de los últimos 12 meses se situó en un 0,05%, cifra que se encuentra por debajo de lo presentado en los últimos periodos evaluados.

Lo anterior, permitió una mejora en los indicadores de cobertura. En particular, a junio de 2023 la entidad mantenía provisiones que cubrían en 2,4 veces la mora mayor a 90 días.

Cabe destacar que, la entidad mantiene seguros de crédito que cubren el 90% de las cuentas por cobrar siniestradas, lo que disminuye el riesgo de su cartera. Asimismo, destaca que la compañía mitiga su riesgo de crédito mediante la revisión y evaluación permanente de la capacidad de pago de sus clientes, que se administra a través de un comité de crédito.

Por otra parte, la compañía mantiene cuentas por cobrar a entidades relacionadas que no consolidan, correspondientes a operaciones del giro de la sociedad que no devengan intereses. Éstas, a junio de 2023, alcanzaban los \$275 millones, representando un 0,3% de los ingresos operacionales anualizados.

### DISMINUCIÓN EN LOS NIVELES DE INVENTARIOS

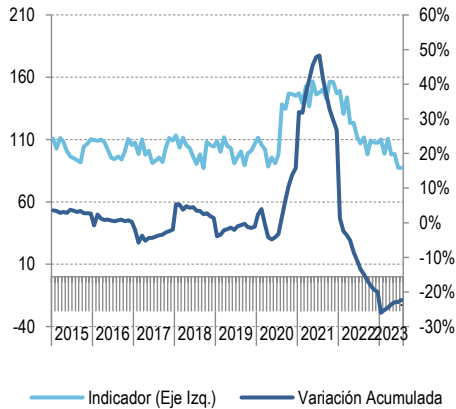
La estrategia de la entidad considera el manejo de las necesidades de capital de trabajo en relación con los niveles de actividad. De ello, parte fundamental es el manejo de los inventarios, la respectiva rotación de éste y las necesidades para suplir las demandas en el país.

Tras los efectos de la pandemia -que habían derivado en una disminución anual del 24,5% en el *stock* de inventario- la compañía recuperó la tendencia creciente, alcanzando los \$26.010 millones y los \$36.398 millones a diciembre de 2021 y diciembre de 2022, respectivamente. Ello, si bien vino acompañado de un crecimiento en las ventas, resultó en un incremento del índice de días de inventario, alcanzando los 116,2 al cierre de 2022.

A junio de 2023, en línea con la estrategia de manejo de inventario de la compañía, el *stock* alcanzó los \$33.390, registrando una disminución del 8,3% respecto de diciembre del año anterior. Con lo anterior, el índice de días de inventario alcanzó los 104,3, cifra en línea con el promedio presentado por la compañía entre los años 2014 y 2021.

A igual periodo, el *stock* de inventario estaba compuesto principalmente de productos terminados (31,4%), materias primas (28,5%) y repuestos (25,5%), y en menor medida por materiales en general, combustibles y envases.

## ÍNDICE DE VENTAS DE MATERIALES



(\*) Fuente: Cámara Chilena de la Construcción en base a estadísticas del INE.

## MENORES REQUERIMIENTOS DE INVERSIÓN PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

En los últimos años, el plan de inversiones de la compañía ha estado enfocado principalmente en el aumento de la capacidad productiva y en la generación de mayores eficiencias considerando, además, aspectos de medio ambiente y seguridad.

Dentro de los aumentos de capacidad y productividad destaca la construcción de una tercera línea de producción de planchas de Fibrocemento en Lampa, la cual permite elaborar productos más gruesos, dando así más variedad a su portafolio de productos y atendiendo nuevas necesidades del mercado. Dicha línea de producción entró en operación durante mayo del año 2022 y tuvo un costo asociado de aproximadamente US\$26 millones.

Adicionalmente, destaca la construcción de la nueva planta de Volcanita en Puente Alto. Ésta le permitió a la entidad un aumento relevante en producción y además de contar con un proceso más automatizado y eficiente en costos. Dicha planta entró en operación durante el cuarto trimestre del año 2022 y significó una inversión cercana a los US\$62 millones.

El término de las inversiones antes mencionadas le ha significado a la entidad menores requerimientos de inversión. En particular, de invertir cerca de \$42.000 millones entre los años 2021 y 2022, la entidad estima un CAPEX orgánico de aproximadamente \$8.000 millones para los próximos años.

Cabe destacar que la compañía se encuentra continuamente evaluando potenciales negocios en la región, que podrían implicar mayores necesidades de inversión.

## 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 enfrente el país. Una contracción de la economía o cambios en variables como expectativas económicas o inflación impactan de forma negativa en la demanda de materiales de construcción.

Gran parte de los productos de Volcán se destinan a construcción inmobiliaria, por lo que el desempeño del mercado inmobiliario también impacta en sus resultados, al igual que los indicadores de empleo, ya que un mayor desempleo ralentiza la venta de nuevas viviendas.

Un indicador del desempeño de la industria es el Índice de Ventas de Materiales para la construcción informado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), en el cual se puede observar cómo en términos acumulados, tras presentar un fuerte crecimiento en los años 2020 y 2021, con avances acumulados del 15,8% y 26,8%, respectivamente, se ha observado una continua disminución en los trimestres posteriores, con una caída acumulada del 20% y del 22,9% a diciembre de 2022 y junio de 2023, respectivamente.

Cabe señalar que 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.

Por otro lado, 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.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

Desde el año 2019 la compañía se encuentra trabajando en lograr un desarrollo sostenible, centrado en agua limpia y saneamiento, energía asequible y no contaminante, trabajo decente y crecimiento económico, y producción y consumo responsables.

### — AMBIENTALES

La estrategia sustentable en materia medio ambiental de la compañía se encuentra enfocada en la disminución de extracción de agua (tanto desde la red pública como desde pozos) utilizada para su producción y funcionamiento. Adicionalmente, considera la reducción de los niveles de emisiones de gases CO2 equivalentes y el uso responsable de energía.

Por otro lado, la compañía ha implementado una política de reciclaje, impactando los insumos y los residuos utilizados para la producción.

En línea con lo anterior, la compañía ha implementado un sistema integrado de gestión, contemplando la Norma Ambiental ISO 14.001 y la Norma de Eficiencia Energética ISO 50.001, las cuales han sido certificadas.

### — SOCIALES

Dentro de la responsabilidad social empresarial, Volcán ha buscado ser un aporte a la productividad en obra del país, mediante la formación y certificación de instaladores, provenientes de un amplio espectro de empresas constructoras y contratistas. En estos cursos se enseñan las mejores prácticas en construcción, a la vez que se constituyen en una excelente instancia para enseñar el uso de las últimas tecnologías disponibles aplicadas al trabajo en obra.

Junto con lo anterior, la compañía busca, de manera interna, lograr empleo pleno, productivo y decente para sus colaboradores. En este apartado, cuenta con certificación ISO 45001 (Norma de Seguridad y Salud Ocupacional).

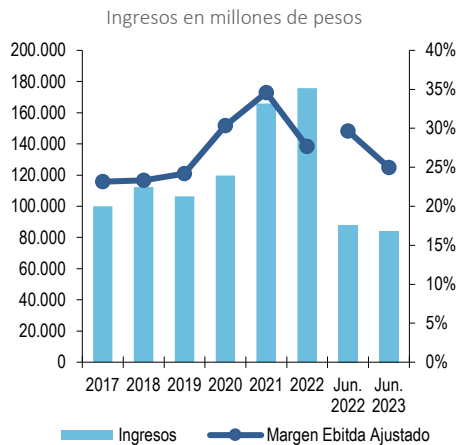
Actualmente, la compañía se encuentra implementando un nuevo plan de relacionamiento comunitario, el que se estructura en tres pilares: diálogo permanente, gestión de impactos e inversión social.

#### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

Considera como suficientes aspectos de sus gobiernos corporativos, donde la empresa es administrada por un Directorio de 7 miembros (1 de ellos independiente). Asimismo, posee un Comité de Directores que sesiona regularmente.

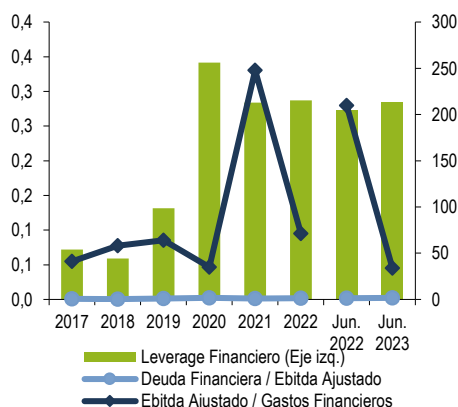
Respecto de la disponibilidad de información, la compañía publica en su página Web información para sus inversionistas, tales como memorias, estados financieros trimestrales y análisis razonados, entre otros.

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



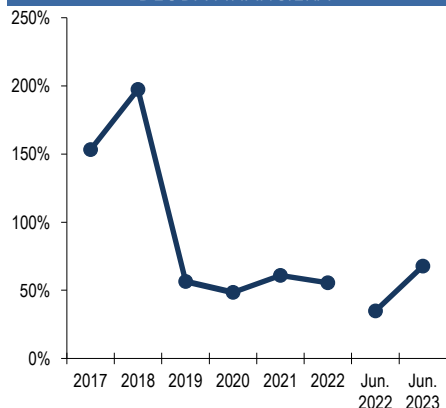
\*No considera Perú desde el año 2019.

### EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



\*Cifras a junio se presentan anualizadas.

### EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



\*Cifras a junio se presentan anualizadas.

## POSICION FINANCIERA

SÓLIDA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Mayores presiones en los márgenes operacionales en los últimos periodos

Los resultados operacionales de la compañía están influenciados por las variaciones en los precios de sus principales productos e insumos, las que guardan relación directa con los niveles de actividad nacional, en particular del sector construcción. Adicionalmente, en los últimos periodos los resultados de la compañía han reflejado los aumentos de capacidad, la mayor diversificación de productos y las alianzas estratégicas que ha realizado Volcán, en particular con el grupo Saint Gobain.

A diciembre de 2022, la compañía registró un aumento anual del 5,9% en los ingresos consolidados, alcanzando los \$175.743 millones. Esto, asociado a mayores ingresos en las unidades de yeso y aislante, las que presentaron avances anuales del 12% y 19,5%, respectivamente, lo que permitió compensar los menores ingresos del segmento de fibrocemento (-8% anual).

A igual periodo, la compañía presentó un incremento anual del 20,1% en la estructura de costos, lo que se explica principalmente por los mayores precios de las materias primas. Ello, fue parcialmente compensado por la gestión comercial de Volcán, traspasando parte del aumento a precios finales. De esta forma, al cierre de 2022, la compañía alcanzó una generación de Ebitda de \$38.094 millones lo que, si bien se encuentra un 26,2% por debajo de lo presentado a diciembre de 2021, se mantiene por sobre lo obtenido en periodos anteriores.

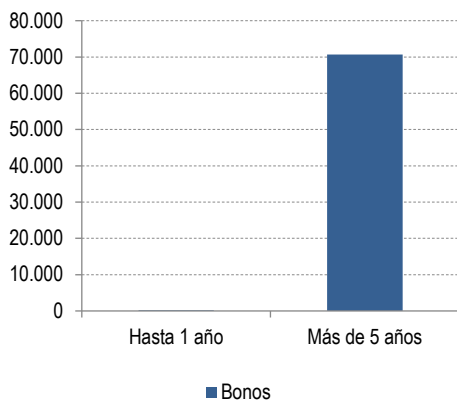
Consecuentemente con lo anterior, el margen Ebitda del periodo fue de un 21,7% (31,1% al cierre de 2021).

Por su parte, la generación de Ebitda ajustado -que incorpora el resultado neto de empresas relacionadas- presentó una disminución del 15,3% respecto de diciembre de 2021, alcanzando los \$48.610 millones, con un margen Ebitda ajustado de 27,7% (34,6% a diciembre de 2021). La menor caída relativa se explica por los mayores resultados de empresas relacionadas, los que alcanzaron los \$10.516 millones (\$5.767 millones al cierre del año anterior).

Durante los primeros seis meses del año 2023, Volcán presentó ingresos consolidados por \$84.144 millones, cifra un 4,3% menor que lo presentado a junio de 2022. Esto, se explica por menores volúmenes de venta en las unidades de yeso y fibrocemento, lo que no pudo ser compensado por los mayores precios promedio y por los mayores ingresos del segmento de aislante. Al respecto, mientras los segmentos de yeso y fibrocemento presentaron disminuciones del 2,1% y 17,4%, respectivamente, en el negocio de aislante se observó un aumento del 21,8%.

A igual periodo, el incremento en la estructura de costos, derivado mayoritariamente del aumento en los costos unitarios de las materias primas y el incremento en los costos de energía, resultó en presiones sobre los márgenes de la operación de las principales líneas de negocios de Volcán (yeso y fibrocemento). Así, a junio de 2023, la generación de Ebitda alcanzó los \$16.428 millones (\$22.064 millones a junio de 2022), con un margen Ebitda del 19,5% (25,1% a junio de 2022).

### PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA FINANCIERA ESTRUCTURADO EN EL LARGO PLAZO



### PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a junio de 2023, por \$22.288 millones.
- Flujo de fondos consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

### PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado principalmente a mantención.
- Dividendos según política de reparto.

A junio de 2023, el incremento en el resultado neto de empresas relacionadas (14,5% con respecto a igual periodo del año anterior) no pudo compensar la disminución en la generación de Ebitda, resultando en un Ebitda ajustado de \$21.010 millones (\$26.067 millones al primer semestre de 2022) con un margen Ebitda ajustado del 25% (29,7% a junio del año anterior).

Respecto de la generación de flujos de la compañía, ésta ha evidenciado cierto grado de volatilidad atribuible a la dependencia del desempeño de la industria de la construcción y del ciclo económico. No obstante, se ha mantenido en valores positivos para todo el periodo evaluado, con un relevante crecimiento en los últimos años analizados. Así, la capacidad de pago de la entidad (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) sobre deuda financiera) se ha mantenido sobre un 45% (67,7% a junio de 2023), pese al mayor nivel de deuda.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Indicadores de cobertura influenciados por el mayor nivel de deuda financiera, manteniéndose en rangos acorde con la clasificación de riesgo actual

Históricamente, la compañía ha evidenciado un bajo nivel de endeudamiento, financiando parte importante de su plan estratégico mediante flujos de la operación. Lo anterior, reflejado en un nivel de endeudamiento financiero que se ha mantenido por debajo de las 0,3 veces en los últimos periodos.

Respecto de lo anterior, durante el año 2020 el *stock* de deuda financiera alcanzó los \$63.149 millones (\$23.052 millones en 2019). Ello, asociado a que durante febrero de dicho periodo Volcán realizó la colocación de los bonos Serie A por U.F. 2,0 millones a 10 años plazo. Dicha emisión tenía por objetivo solventar la construcción de la planta de planchas de Yeso-cartón (Volcanita) en la comuna de Puente Alto y la ampliación de la planta de fibrocemento en Lampa. Además, fue utilizada para el prepago de un crédito bancario de largo plazo y para otros fines generales y corporativos.

Por otro lado, la entidad había mantenido elevados niveles de efectivo y equivalente, presentando una deuda financiera neta negativa hasta el año 2020 e incrementándose hasta los \$59.703 millones a diciembre de 2022, en función de la utilización de los saldos en caja para el plan estratégico de la compañía. Esto último, considera el uso de los fondos provenientes de la emisión para el plan de inversiones de Volcán y las adquisiciones del 45% de Saint Gobain Placo S.A. y de SG PPC Perú realizadas en el primer semestre de 2021 y 2022, respectivamente, por un monto de \$10.500 millones y \$42.000 millones, en el orden dado. Adicionalmente, incorpora el aumento de capital realizado en Placo Do Brasil Ltda.

Consecuentemente, el *leverage* financiero neto, que había presentado valores negativos hasta el año 2020, alcanzó las 0,2 veces a diciembre de 2022.

Durante los primeros seis meses de 2023, los menores requerimientos de inversión permitieron una mayor acumulación de saldos en caja, resultando en una disminución del 14,4% en la deuda financiera neta, respecto de diciembre de 2022, alcanzando los \$51.131 millones.

Al segundo trimestre de 2023, el *stock* de deuda financiera alcanzaba los \$73.419 millones, incorporando pasivos por arrendamientos asociado a la IFRS 16. Sin considerar dicho efecto, el *stock* de deuda financiera ajustada alcanzaba los \$70.866 millones. Éste último, estaba compuesto íntegramente por los bonos Serie A y se encontraba estructurado en un 99% en el largo plazo.



La compañía mantiene la totalidad de su deuda financiera ajustada a tasa fija, mitigando así el riesgo de fluctuaciones de la tasa de interés. Por otro lado, existe una exposición a la inflación, debido a que los bonos se encuentran en U.F.

Respecto de los indicadores de cobertura, a junio de 2023, la disminución en la generación de Ebitda antes mencionada resultó en una cobertura de deuda financiera sobre Ebitda ajustado de 1,7 veces (1,3 veces a junio de 2022) y en una razón de Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 33,8 veces (209,9 veces al segundo trimestre del año anterior).

No obstante, la mayor acumulación de saldos en caja permitió que la razón de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado alcanzara las 1,2 veces, manteniéndose estable respecto de lo presentado a junio de 2022.

Feller Rate estima que, pese al leve deterioro de los indicadores de cobertura asociado a las condiciones de mercado y al plan estratégico, la entidad mantendrá índices crediticios en rangos acorde con la clasificación de riesgo asignada. Ello, además incorpora las mejoras esperadas con el funcionamiento de las inversiones recientemente realizadas.

El contrato de emisión de los bonos Serie A contempla el cumplimiento de algunos índices financieros (covenants), referidos a mantener trimestralmente un nivel máximo de endeudamiento y de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado (según lo estipulado en el respectivo contrato). Respecto de lo anterior, a junio de 2023 la entidad se encontraba cumpliendo ambos indicadores, considerando un endeudamiento financiero de 0,36 veces (con tope de 1,5 veces) y una razón de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado de 0,98 veces (con máximo de 3,5 veces).

## LIQUIDEZ: SÓLIDA

La compañía se ha caracterizado por mantener una generación de flujos de la operación que, aunque muestra cierta volatilidad, evidencia altos niveles respecto de sus compromisos financieros. Adicionalmente, ha mantenido elevados niveles de efectivo y equivalente para todo el periodo evaluado, resultando en una liquidez clasificada como "Sólida".

En línea con lo anterior, a junio de 2023, la compañía presentaba una generación de fondos que, considerando 12 meses, alcanzaba los \$49.732 millones y recursos en caja y equivalentes por \$22.288 millones, lo que le permite cubrir con holgura los vencimientos de deuda financiera de corto plazo por \$711 millones (incorpora IFRS 16) y los requerimientos asociados a su plan de inversiones.

Al respecto, la calificación considera menores necesidades de inversión que las presentadas en los últimos periodos. Además, incorpora líneas de crédito disponibles con bancos de la plaza y el acceso al mercado de capitales con que cuenta la sociedad.

Históricamente, la sociedad había presentado una política de reparto de dividendos en torno al 50%. 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. En el corto plazo, se espera que la política antes mencionada se mantenga dadas las condiciones de mercado actuales.

	10 Septiembre 2019	30 Septiembre 2020	30 Septiembre 2021	30 Septiembre 2022	29 Septiembre 2023
Solvencia	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Líneas de Bonos	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-

### RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de pesos

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	jun-22	jun-23
Ingresos Operacionales	100.057	112.292	106.285	119.802	165.939	175.743	87.898	84.144
Ebitda <sup>(1)</sup>	22.154	24.125	21.985	32.025	51.622	38.094	22.064	16.428
Ebitda Ajustado <sup>(2)</sup>	23.168	26.199	25.723	36.380	57.389	48.610	26.067	21.010
Resultado Operacional	16.514	18.985	17.111	25.864	44.829	30.338	18.533	10.498
Ingresos Financieros	1.071	1.028	995	2.308	316	1.234	543	1.078
Gastos Financieros	-563	-451	-402	-1.041	-232	-681	-166	-775
Ganancia (Pérdida) Operacionales Discontinuas			-532	-855	2.841			
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	14.380	16.686	16.710	25.321	50.836	33.288	18.773	11.803
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	17.676	19.246	13.741	31.061	37.948	40.522	16.381	27.088
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	16.805	18.741	13.022	30.601	37.334	39.801	16.438	26.369
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	17.676	19.246	13.741	31.061	37.948	40.522	16.381	27.088
Inversiones en Activos Fijos Netas	-6.506	-7.195	-18.931	-28.406	-37.999	-28.731	-13.884	-7.596
Inversiones en Acciones	-14.498	-3.409	1.311	15.854	8.970	-43.505	-45.234	-1.826
Flujo de Caja Libre Operacional	-3.328	8.642	-3.879	18.509	8.920	-31.714	-42.737	17.667
Dividendos Pagados	-6.595	-7.862	-7.288	-5.026	-18.691	-10.125	-7.875	-7.800
Flujo de Caja Disponible	-9.922	780	-11.167	13.484	-9.772	-41.839	-50.612	9.867
Otros Movimientos de Inversiones	3.480	1.053	1.247		5.777	-3.458	-1.637	2.988
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-6.443	1.833	-9.920	13.484	-3.988	-45.297	-52.249	12.855
Variación de Deudas Financieras	10.081	-1.680	13.110	39.054	-6.895	-1.959	-936	-890
Otros Movimientos de Financiamiento	-16	98	-64	-194	-61	17	20	-1.607
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	3.622	251	3.126	52.344	-10.944	-47.239	-53.166	10.358
Caja Inicial	10.734	14.356	14.607	17.733	70.077	59.132	59.132	11.893
Caja Final	14.356	14.607	17.733	70.077	59.132	11.893	5.966	22.251
Caja y Equivalentes <sup>(3)</sup>	27.696	30.653	33.673	70.150	59.207	11.928	6.042	22.288
Cuentas por Cobrar Clientes	21.687	20.952	22.746	23.228	25.356	23.468	26.473	19.948
Inventario	18.884	22.020	23.891	18.034	26.010	36.398	33.571	33.390
Deuda Financiera	10.973	9.492	23.052	63.149	61.335	71.632	66.214	73.419
Activos Totales	192.078	198.788	227.044	287.535	325.161	378.737	362.267	379.121
Pasivos Totales	39.300	37.914	51.896	102.542	108.994	129.329	119.247	121.794
Patrimonio + Interés Minoritario	152.777	160.874	175.147	184.993	216.166	249.408	243.020	257.327

(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

\*No considera Perú desde el año 2019.

### PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	jun-22	jun-23
Margen Bruto (%)	39,0%	38,8%	38,2%	41,6%	44,4%	35,9%	38,6%	33,0%
Margen Operacional (%)	16,5%	16,9%	16,1%	21,6%	27,0%	17,3%	21,1%	12,5%
Margen Ebitda (%) <sup>(1)</sup>	22,1%	21,5%	20,7%	26,7%	31,1%	21,7%	25,1%	19,5%
Margen Ebitda Ajustado (%) <sup>(2)</sup>	23,2%	23,3%	24,2%	30,4%	34,6%	27,7%	29,7%	25,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	9,4%	10,4%	9,5%	13,7%	23,5%	13,3%	17,7%	10,2%
Costo/Ventas	61,0%	61,2%	61,8%	58,4%	55,6%	64,1%	61,4%	67,0%
Gav/Ventas	22,5%	21,9%	22,1%	20,0%	17,4%	18,6%	17,6%	20,5%
Días de Cobro	78,0	67,2	77,0	69,8	55,0	48,1	55,7	41,8
Días de Pago	55,2	42,5	62,6	59,6	53,9	59,5	61,8	49,5
Días de Inventario	111,4	115,4	131,0	92,7	101,5	116,2	116,7	104,3
Endeudamiento Total	0,3	0,2	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Endeudamiento Financiero	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Deuda Financiera / Ebitda (vc) <sup>(1)</sup>	0,5	0,4	1,0	2,0	1,2	1,9	1,5	2,3
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado (vc) <sup>(2)</sup>	0,5	0,4	0,9	1,7	1,1	1,5	1,3	1,7
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) <sup>(1)</sup>	-0,8	-0,9	-0,5	-0,2	0,0	1,6	1,4	1,6
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado (vc) <sup>(2)</sup>	-0,7	-0,8	-0,4	-0,2	0,0	1,2	1,2	1,2
Ebitda / Gastos Financieros (vc) <sup>(1)</sup>	39,3	53,4	54,7	30,8	222,9	55,9	180,2	25,2
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados <sup>(2)</sup>	41,1	58,0	64,0	34,9	247,8	71,4	209,9	33,8
FCNOA / Deuda Financiera (%)	153,2%	197,4%	56,5%	48,5%	60,9%	55,6%	34,9%	67,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-100,5%	-88,6%	-122,6%	-437,1%	1754,0%	66,7%	38,4%	97,3%
Liquidez Corriente (vc)	3,7	3,9	2,4	4,6	4,7	2,8	3,0	3,6

(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

\*No considera Perú desde el año 2019.

### LINEAS DE BONOS

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

## SERIES DE BONOS VIGENTES

## Serie A

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

## NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

## CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

## ACCIONES

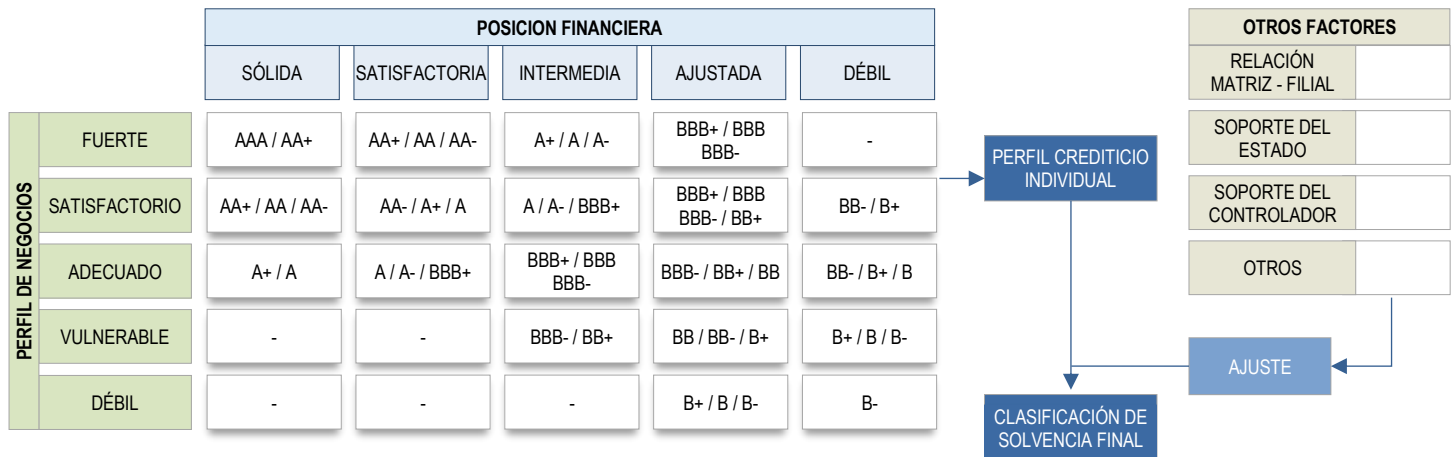
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

## DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ

- Sólida:** 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.
- Intermedia:** 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.
- Débil:** 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.



### EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Esteban Sánchez – Analista principal
- Héctor Romo – Analista secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

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.