

Sept. 2023 Sept. 2024

Solvencia	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES

2022 2023 Jun.24*

Ingresos Ordinarios	175.743	151.264	67.566
Ebitda	38.094	24.062	9.005
Ebitda Aj.	48.610	34.078	14.549
Margen Ebitda	21,7%	15,9%	13,3%
Margen Ebitda Aj.	27,7%	22,5%	21,5%
Endeudamiento Total	0,5	0,5	0,4
Endeudamiento Financiero	0,3	0,3	0,3
Ebitda Aj. / Gastos Financieros	71,4	21,7	17,4
Deuda Financiera / Ebitda Aj.	1,5	2,2	2,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	1,1	1,2	1,7
FCNO / Deuda Financiera	55,6%	47,0%	15,0%

(*) 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 know-how desde accionista			■		
Calidad de la cartera			■		
Manejo de inventarios			■		

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactorio	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos				■	
Endeudamiento				■	
Coberturas				■	
Liquidez				■	

Analista: Esteban Sánchez
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) reflejan un perfil de negocios categorizado como "Satisfactorio" y a una posición financiera clasificada como "Sólida".

Volcán es una empresa productora de materiales de construcción que participa en los segmentos de materiales de yeso, de fibrocemento y de aislación, 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 representa una ventaja estratégica por la corta distancia. Sin embargo, debe adquirir algunas materias primas en el mercado, dejándola expuesta a la variación de los precios internacionales y al tipo de cambio.

En la actualidad, Volcán cuenta con cinco plantas en Chile, las que controla en su totalidad. De manera indirecta, posee tres plantas en Perú, dos en Brasil, dos en Argentina, una en Chile, una en Colombia y una en Uruguay, en asociación con la Compagnie 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 períodos, 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.

Al primer semestre de 2024, la tendencia a la baja en los ingresos operacionales registrada en 2023 se mantuvo, exhibiendo una caída del 19,7% respecto de junio de 2023, alcanzando los \$67.566 millones, lo que se encuentra asociado al deterioro de las condiciones de mercado, en particular en el sector construcción. Al respecto, según su peso relativo, la disminución se explica por una caída del 21,0%, 20,9% y 12,5% en yeso, fibrocemento y aislante, respectivamente. Lo anterior considera menores volúmenes de venta en todas las líneas de negocios de la compañía, lo que no pudo ser compensado por los mayores precios promedio de venta.

A igual periodo, el aumento en los costos unitarios de materias primas, el incremento en los costos de energía y las menores economías de escala resultaron en una disminución del 45,2% en la generación de Ebitda, la que alcanzó los \$9.005 millones (\$16.428 millones a junio de 2023), con un margen Ebitda de 13,3% (19,5% a junio de 2023).

Por otro lado, el incremento en el resultado neto de empresas relacionadas (21,0% con respecto a igual periodo de 2023) mitigó, en parte, la disminución en la generación de Ebitda, resultando en un Ebitda ajustado de \$14.549 millones (\$21.010 millones al primer semestre de 2023), con un margen Ebitda ajustado del 21,5% (25,0% a junio de 2023).

Históricamente, la compañía ha evidenciado un bajo nivel de endeudamiento, financiando parte importante de su plan estratégico mediante flujos de la operación. Lo anterior, se refleja en un nivel de endeudamiento financiero que se ha mantenido por debajo de las 0,3 veces en los últimos períodos y en las 0,2 veces al considerar la caja.

Al segundo trimestre de 2024, el stock de deuda financiera alcanzaba los \$76.340 millones, lo que incorpora pasivos por arrendamientos asociado a la IFRS 16. Sin considerar dicho efecto, la deuda financiera ajustada alcanzaba los \$74.003 millones. Esta última, estaba compuesta íntegramente por los bonos Serie A.

Respecto de los indicadores de cobertura, a junio de 2024, la disminución en la generación de Ebitda antes mencionada resultó en una cobertura de deuda financiera sobre Ebitda ajustado de 2,8 veces y en una razón de Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 17,4 veces.

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

PERSPECTIVAS: ESTABLES

ESCENARIO BASE: Considera la expectativa de Feller Rate de que la compañía mantendrá su buena capacidad de generación de flujos operacionales y una sólida posición de liquidez, que le permitan cubrir con holgura sus vencimientos, capex y dividendos.

Por otra parte, incorpora 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 y generación de flujos 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 con fecha 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 Compagnie 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, 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.

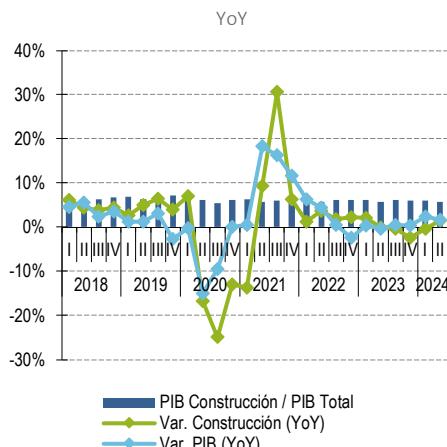
Volcán pagó al grupo Saint Gobain aproximadamente \$10.500 millones por el negocio en Argentina y cerca de \$42.000 millones por el negocio en Perú. La participación societaria de ambos negocios quedó en un 45% para Volcán y el porcentaje restante para el grupo Saint Gobain.

Durante el año 2023, la compañía inició el proceso de compra del 45% de la propiedad de Urumix (actual Saint-Gobain Productos para la Construcción S.A.), empresa uruguaya productora de morteros que le permite a la entidad oportunidades de crecimiento en Uruguay en morteros, aditivos, impermeabilizantes, selladores de lana de vidrio y soluciones para paneles de yeso, entre otros productos. Lo anterior, se materializó con fecha 3 de enero de 2024.

Por la transacción Volcán pagó aproximadamente \$2.685 millones a Inversiones Grupo Saint Gobain Ltda. Adicionalmente, realizó un aporte de capital hacia la sociedad uruguaya por \$217 millones.

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, Brasil y Uruguay (en los últimos cinco países a través de una participación minoritaria).

RELEVANTES PRESIONES EN LA ACTIVIDAD DE CONSTRUCCIÓN EN LOS ÚLTIMOS PERIODOS



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

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 2023 la actividad nacional registró un bajo crecimiento (0,2%) respecto del año anterior, con una mayor contribución al crecimiento en actividades de electricidad, gas, agua y gestiones de desechos, servicios personales y transporte, con avances anuales del 17,8%, 2,2% y 4,8%, respectivamente. A su vez, a la baja destacó principalmente el comercio, el que presentó una contracción anual del 3,5%.

Por su parte, la evolución del sector construcción reflejó el deterioro de las variables fundamentales evidenciado durante el año 2022 (menoscabo de la confianza empresarial, tasas de crédito de largo plazo elevadas, condiciones de crédito restrictivas y alzas de precios que continuaban por sobre los valores promedio históricos). En particular, el sector construcción evidenció una leve disminución en 2023 (-0,2% anual), lo que se explica principalmente por el desempeño de las actividades especializadas, en línea con la menor demanda por reparaciones. Ello, fue mitigado parcialmente por el incremento en edificación (liderado mayoritariamente por el componente habitacional y, en menor medida, por el no habitacional) y obras de ingeniería (en particular por proyectos de minería y de generación eléctrica).

La contracción en la actividad del sector construcción continuó durante el primer trimestre del año 2024, reflejando principalmente una menor actividad en los servicios especializados. No obstante, evidenciado un cambio de tendencia durante el segundo trimestre, aunque con resultados disímiles entre sus componentes.

En efecto, durante el segundo trimestre de 2024 las obras de ingeniería presentaron un aumento (lideradas por proyectos mineros) mientras que las actividades especializadas y la edificación disminuyeron. En el caso de edificación, se observó una menor actividad tanto en el componente habitacional como en el no habitacional, con una mayor contribución a la baja en el caso del primero, mientras que las actividades especializadas disminuyeron en línea con una menor demanda desde la edificación.

Con todo, durante el primer semestre de 2024 la actividad de construcción acumuló un avance del 0,6% respecto de los primeros seis meses del año anterior. A su vez, en términos desestacionalizados, durante los dos primeros trimestres de 2024 presentó un avance del 1,2% y del 0,7% respecto del cuarto trimestre de 2023 y primer trimestre de 2024, respectivamente.

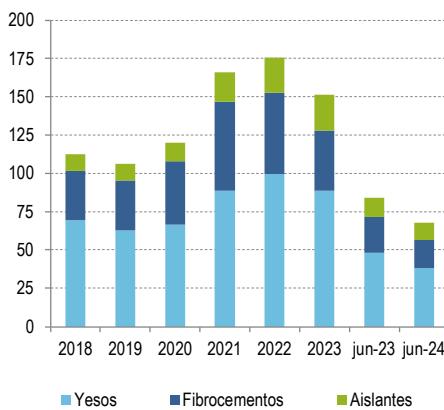
Para el año 2024, en base a estimaciones publicadas en junio de 2024 por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), la inversión sectorial registraría una caída entre el 0,7% y 1,7% (levemente mejor que el rango entre 0,8% y 1,8% del informe anterior), mostrando cierta similitud en términos de disminución con respecto a lo presentado en el año anterior, la cual estaría influenciada por una mayor inversión esperada del sector público en vivienda e infraestructura.

Adicionalmente, considera una caída en la contracción de la inversión privada (productiva y de vivienda) por sobre períodos anteriores debido al escenario desafiante en la industria a pesar de la moderación de la incertidumbre y menores tasas de interés de política monetaria y su potencial efecto sobre las tasas hipotecarias.

Al analizar la estimación desagregada, se observa una disminución esperada del 3,2% para vivienda (con una contracción del 6,4% para vivienda privada y un crecimiento del 9% para vivienda pública) y una nula caída en infraestructura, la cual estaría potenciada por la parte pública (aumento del 3,3%) que permitiría compensar la baja esperada en la parte productiva (disminución del 4,1%).

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.

Por otro lado, para el año 2025 se espera que la inversión sectorial aumente entre un 3% y un 5%, lo que estaría impulsado por el efecto de las bases de comparación, y la mayor inversión vía concesiones de obras públicas e infraestructura productiva del sector privado, lo que llevaría a la inversión agregada por sobre su nivel de tendencia.

En el caso particular de Compañía Industrial El Volcán, 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 la evolución de los principales factores que inciden en el sector y su implicancia tanto para el perfil de negocios como para la posición financiera de la compañía.

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, Fibrocemento y Aislantes. Para su producción, 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, Chile, Perú, Colombia y Uruguay.

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 ha alcanzado una participación de mercado cercana al 2% en los últimos años, 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, ha sido la principal generadora de ingresos para Volcán, representando un 58,2% promedio entre los años 2014 y 2023.

A junio de 2024, dicha línea de negocios registró ingresos por \$37.852 millones, equivalentes a un 56% de los ingresos consolidados.

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. Durante 2023, la relevante caída en las ventas del segmento de Fibrocemento (-25,9%) y la mejoría en los márgenes de la operación del negocio de Yeso, resultaron en que esta última fuera la mayor generadora de Ebitda de la compañía, con un 47,8%.

A junio de 2024, la situación antes descrita tendió a normalizarse, dadas las presiones sobre los márgenes de la línea de Yeso, resultando en que su participación relativa dentro de la generación total de Ebitda disminuyera hasta un 37,1% (41,6% al primer semestre del año anterior).

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.

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 y, en menor medida, a exportaciones a Sudamérica.

En el periodo evaluado, esta unidad de negocios ha sido la segunda mayor generadora de ingresos de Volcán, representando entre un 25% y un 35% de los ingresos consolidados al cierre de cada año. Sin embargo, dados sus mayores márgenes relativos, se mantuvo como la mayor generadora de Ebitda hasta el año 2022.

A junio de 2024, esta unidad de negocios alcanzó ingresos por \$18.670 millones, registrando una disminución del 20,9% respecto de junio de 2023 y representando un 27,6% de los ingresos consolidados (28,1% a junio del año anterior). Dicha disminución, en conjunto con la mantención de las presiones sobre los márgenes de la operación del segmento resultaron en que mantuviera su posición relativa dentro de la generación de Ebitda de la compañía, alcanzando un 36,2% del total (35,4% a junio de 2023).

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.

Lo anterior, enfocado al mercado nacional y, en menor medida, a exportaciones dentro de Sudamérica.

Entre los años 2014 y 2023, esta línea de negocios representó entre un 9% y 16% de los ingresos totales y entre un 6,5% y un 24% de la generación de Ebitda consolidada de Volcán. A junio de 2024, los ingresos de este segmento fueron de \$11.044 millones, lo que explicó un 16,3% de los ingresos totales del período. A su vez, representó un 26,7% 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 períodos 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 expandido, EIFS, la celulosa proyectada, la fibra de poliéster y el poliuterano 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 compite 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, Colombia y, recientemente, en Uruguay. Ello, en sociedad con el grupo 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. en Brasil, Fiberglass Colombia S.A. en Colombia y Saint-Gobain Productos para la Construcción S.A. en Uruguay.

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 \$10.016 millones a diciembre de 2023. 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 37,8% a junio de 2024 (21,7% 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 al Productor (IPP) elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), se observa que el Índice de Precios al Productor Industria Manufacturera (IPPMa) registró, a junio de 2024, un aumento del 7,2% respecto del mismo mes del año anterior, acumulando un avance del 3,8% durante los primeros seis meses del año en curso.

Ello, incorpora un aumento en 21 de las 45 clases que componen la canasta del IPPMa. Al considerar únicamente la división de fabricación de otros productos minerales no metálicos, se observa, a igual fecha, un aumento del 7,8% respecto del mismo mes del año anterior, acumulando un incremento del 5,4% 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 constante estrategia de diversificación y de orientación a ofrecer un mejor servicio a sus clientes, ofreciendo al mercado nuevas alternativas y potenciando su posición de mercado.

PRESENCIA INTERNACIONAL EN MERCADOS CON MAYOR RIESGO RELATIVO A CHILE

La participación minoritaria en las operaciones en Brasil, Colombia, Perú, Argentina y Uruguay le entrega un mayor grado de diversificación a Volcán, no obstante, expone sus resultados de última línea a países con un riesgo soberano mayor.

En Brasil (clasificado en BB/Estables en escala internacional), Volcán cuenta con una participación en dos plantas productoras de planchas de cartón-yeso, a través de su coligada Placo do Brasil. Su socio, y el accionista controlador, es BPB Plc, filial de la Compagnie de Saint-Gobain.

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

En Argentina (clasificado CCC/Estables 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.

Finalmente, en Uruguay (clasificado BBB+/Estables en escala global), posee una participación del 45% en Saint-Gobain Productos para la Construcción S.A., la que posee instalaciones para la producción de morteros.

A pesar de que son economías de mayor riesgo relativo a Chile (clasificado en A/Negativas), estos mercados presentan oportunidades de crecimiento y de diversificación de negocios para Volcán debido a que presentan una menor penetración de mercado.

PRINCIPALES INDICADORES DE LA CARTERA DE CUENTAS POR COBRAR

Cifras trimestrales anualizadas cuando corresponda

	2021	2022	2023	Jun. 24
Mora mayor a 90 días (%)	0,7%	1,7%	0,2%	0,2%
Cobertura mora mayor a 90 días (vc)	0,7	0,3	1,6	1,6
Cartera bruta / Ingresos totales (%)	15,4%	13,8%	12,1%	0,0%
Cartera mora mayor a 90 días / Ingresos totales (%)	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%

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

CANALES DE DISTRIBUCIÓN CONCENTRADOS EN GRANDES RETAILERS

Los principales canales de distribución de Volcán son las distribuidoras de materiales para la construcción, las tiendas de mejoramiento del hogar (el segmento *retail*) y la subdistribución, entre otros. Gracias a la variedad de canales, la compañía logra atender a todo el territorio nacional y también exportar a otros países, entre los cuales destacan como principales destinos Perú, Ecuador, Argentina y Uruguay. No obstante, estas últimas representan un porcentaje menor de los ingresos consolidados de la compañía.

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).

Al respecto, en los últimos años la compañía ha presentado menores niveles de cuentas por cobrar y una mejoría en los indicadores de morosidad. En efecto, la cartera bruta alcanzó los \$18.361 millones y \$16.861 millones a diciembre de 2023 y junio de 2024, respectivamente.

En consideración a la calidad de la cartera, la compañía ha mantenido acotados niveles de morosidad. En particular, la mora total se ha mantenido entre los \$2.100 millones y los \$5.700 millones en los últimos cuatro años calendario, aunque manteniendo una tendencia a la baja desde el año 2022, alcanzando los \$3.457 millones a junio de 2024, equivalentes a un 20,5% de la cartera bruta. Consecuentemente con lo anterior, el índice de días de cobro pasó desde 69,8 en 2020 hasta los 43,6 a diciembre de 2023 (44,9 a junio de 2024).

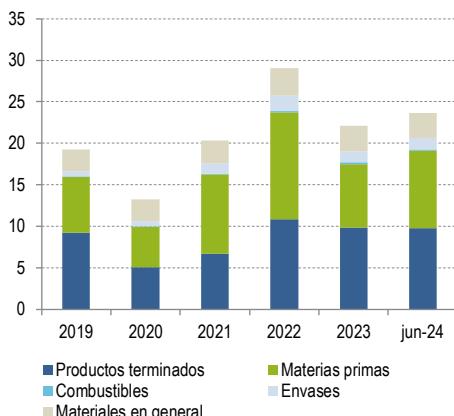
A su vez, a igual fecha, la compañía ha sostenido bajos niveles de mora mayor a 90 días, la que se ha ubicado entre los \$31 millones y los \$584 millones entre 2020 y 2023 (\$31 millones a junio de 2024). De esta forma, la incidencia de la mora mayor a 90 días en relación con los ingresos de los últimos 12 meses se ha ubicado por debajo del 2%, alcanzando su menor valor en los últimos períodos evaluados (0,02% a diciembre de 2023 y junio de 2024).

Junto con lo anterior, la compañía presenta una política de provisiones que le permite cubrir con holgura la mora mayor a 90 días, cubriendola en 1,6 veces al cierre de 2023 y a junio del año en curso.

Cabe destacar que, la entidad mantiene seguros de crédito que cubren el 90% de las cuentas por sobrar 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.

EVOLUCIÓN DEL INVENTARIO*

Cifras en miles de millones de pesos



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

*Excluye el ítem de repuestos.

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 2024, alcanzaban los \$330 millones, representando un 0,2% de los ingresos operacionales anualizados.

INCREMENTO EN EL ÍNDICE DE DÍAS DE INVENTARIO, ANTE EL MENOR NIVEL DE ACTIVIDAD

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 la demanda de sus clientes.

Tras los efectos de la pandemia, que habían derivado en una disminución anual del 24,5% en el stock de inventario hasta alcanzar los \$18.034 millones, la compañía recuperó la tendencia creciente en los períodos posteriores, manteniendo inventarios por un valor que ha rondado los \$35.000 millones (\$34.362 millones a junio de 2024).

Respecto del índice de días de inventario, tras mantenerse en torno a los 105 días entre 2020 y 2023, aumentó hasta los 132,2 días a junio de 2024, ante una disminución en las ventas. No obstante, al excluir el ítem de repuestos se observa una variación menor, con un índice que, tras promediar los 77,2 días entre 2020 y 2023, alcanzó los 88,9 días a junio de 2024.

Al primer semestre de 2024, el stock de inventario estaba compuesto principalmente por repuestos (32,7%), productos terminados (27,9%), materias primas (26,9%) y, en menor medida, por materiales en general, combustibles y envases. A su vez, sin incluir el ítem de repuestos estaba compuesto por productos terminados (41,5%), materias primas (40%), materiales en general (12,1%), envases (5,8%) y combustibles (0,7%).

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 \$6.000 millones para los próximos años.



Fuente: Cámara Chilena de la Construcción en base a estadísticas del INE.

Sin embargo, 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 enfrenta 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, entre otros factores, 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 15,6% y 28,1%, respectivamente, se ha observado una continua disminución posteriormente, con una caída acumulada del 19,5% y del 19,1% a diciembre de 2022 y diciembre de 2023, respectivamente.

Durante los primeros siete meses del año en curso, si bien el índice continúa evidenciando una tendencia a la baja, en el margen la caída es menor a lo presentado a igual periodo del año anterior. En particular, a julio de 2024, el índice acumulaba una caída del 6,4% (-22% a julio de 2023).

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

Las soluciones constructivas y productos de construcción sostenible de la compañía buscan crear edificaciones y desarrollar proyectos de infraestructura que minimicen su impacto en el medio ambiente y, al mismo tiempo, que tengan un carácter social y económico viable en el largo plazo.

Dicho enfoque tiene en consideración aspectos como la eficiencia energética, el uso de materiales sostenibles, la gestión del agua, la calidad ambiental interior, la optimización de recursos y la consideración de factores sociales y económicos.

Durante el año 2023, la compañía logró la certificación Sello Pro, iniciativa promovida por la Cámara Chilena de la Construcción enfocada en impulsar a las empresas a integrar y demostrar acciones concretas que redunden en beneficios tangibles para los trabajadores, las comunidades y el medio ambiente.

— AMBIENTALES

La estrategia sustentable en materia medio ambiental de la compañía se encuentra enfocada en la conservación de recursos, la reducción de la huella de carbono, prácticas respetuosas con el medio ambiente y la búsqueda de soluciones innovadoras para enfrentar los desafíos climáticos.

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.

Además, busca beneficiar a las comunidades locales, mantener el respeto por los derechos humanos e incorporar aspectos de equidad, diversidad e inclusión en su operación.

En este apartado, Volcán cuenta con certificación ISO 45001 (Norma de Seguridad y Salud Ocupacional).

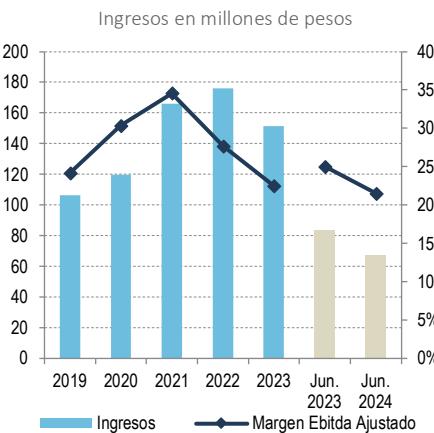
Cabe destacar que la compañía obtuvo, por segundo año consecutivo, la certificación Great Place to Work (GPTW).

— 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.

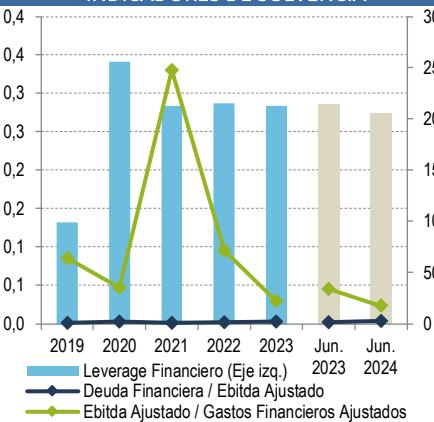
Respecto de la disponibilidad de información, la compañía publica en su página Web información para sus inversionistas, tales como memorias, estados financieros trimestrales y análisis razonados, entre otros.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES



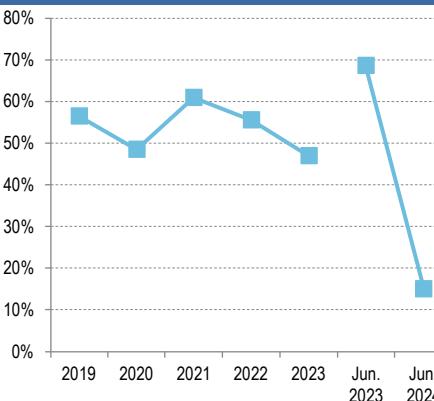
*No considera Perú desde el año 2019.

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.

POSICIÓN FINANCIERA

SÓLIDA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Presiones en los márgenes de la operación ante deterioro en las condiciones de mercado

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 períodos 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 2023, los ingresos operacionales de la compañía alcanzaron los \$151.264 millones, esto es, un 13,9% por debajo de lo presentado a diciembre de 2022 (\$175.743 millones), lo que se explica principalmente por los menores volúmenes de venta, parcialmente compensado por mayores precios promedio en la mayoría de las familias de productos, dado el incremento de los costos de insumos.

Según su peso relativo, la disminución en los ingresos se explica por menores ingresos en las unidades de fibrocemento y yeso, las que presentaron contracciones del 25,9% y 11,0%, respectivamente. Por su parte, los ingresos del segmento de aislantes se mantuvieron relativamente estables.

A igual periodo, la compañía presentó una caída anual del 4,7% en la estructura de costos de la operación. Al respecto, su menor variación respecto de lo evidenciado en los ingresos considera presiones asociadas al aumento en los costos de materias primas y los costos de energía. De esta forma, al cierre de 2023, la compañía alcanzó una generación de Ebitda de \$24.062 millones, cifra un 36,8% por debajo de lo presentado a diciembre del año anterior.

Consecuentemente con lo anterior, el margen Ebitda del periodo fue de un 15,9%, lo que se compara negativamente con el 22,7% promedio de los años 2015 y 2022.

Por su parte, la generación de Ebitda ajustado -que incorpora el resultado neto de empresas relacionadas- presentó una disminución del 29,9% respecto de diciembre de 2022, alcanzando los \$34.078 millones, con un margen Ebitda ajustado de 22,5% (27,7% a diciembre de 2022). La menor caída relativa se explica por la menor disminución en los resultados de empresas relacionadas (-4,7% anual), los que alcanzaron los \$10.016 millones (\$10.516 millones a diciembre de 2022).

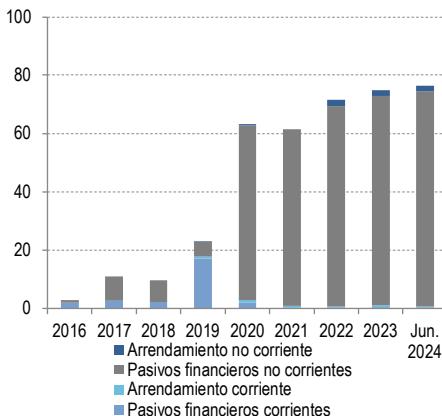
Al primer semestre de 2024, la tendencia a la baja en los ingresos operacionales de la compañía se mantuvo, presentando una caída del 19,7% respecto de junio de 2023, alcanzando los \$67.566 millones (\$84.144 millones a junio de 2023). Esto, se explica por menores volúmenes de venta en todas las líneas de negocios de la compañía, lo que no pudo ser compensado por los mayores precios promedio de venta.

Al respecto, según su peso relativo, la disminución se explica por una caída del 21,0%, 20,9% y 12,5% en yeso, fibrocemento y aislante, respectivamente.

A igual periodo, el aumento en los costos unitarios de materias primas, el incremento en los costos de energía y las menores economías de escala resultaron en una disminución del 45,2% en la generación de Ebitda, la que alcanzó los \$9.005 millones (\$16.428 millones a junio de 2023).

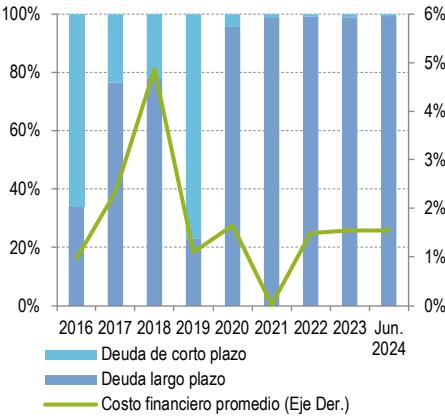
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA

Cifras en miles millones de pesos



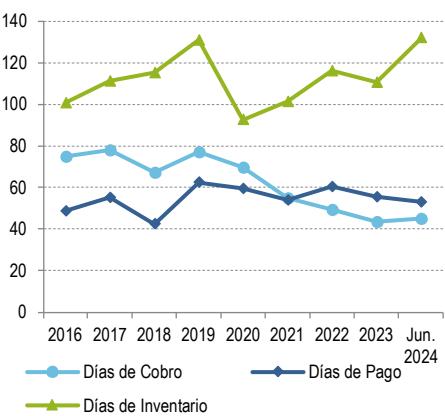
Fuente: Estados Financieros.

VENCIMIENTO FINANCIEROS CONCENTRADOS EN EL LARGO PLAZO



Fuente: Estados Financieros. *Costo financiero estimado por Feller Rate considerando gastos financieros en su totalidad.

EVOLUCIÓN DE LOS DÍAS DE COBRO, PAGO E INVENTARIO



Fuente: Estados Financieros, bajo cálculos realizados por Feller Rate.

millones a junio de 2023), con un margen Ebitda de 13,3% (19,5% al primer semestre de 2023).

A junio de 2024, el incremento en el resultado neto de empresas relacionadas (21,0% con respecto a igual periodo del año anterior) mitigó en parte la disminución en la generación de Ebitda, resultando en un Ebitda ajustado de \$14.549 millones (\$21.010 millones al primer semestre de 2023) con un margen Ebitda ajustado del 21,5% (25,0% 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, industria que evidencia una fuerte correlación al ciclo económico. No obstante, se ha mantenido en valores positivos para todo el periodo evaluado, presentando un mayor nivel en los últimos cuatro años calendario. Así, la capacidad de pago de la entidad (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) sobre deuda financiera) ha promediado un 53,0% entre los años 2020 y 2023, disminuyendo hasta un 15,0% a junio de 2024, considerando los últimos 12 meses, dadas las presiones antes comentadas.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Indicadores de cobertura 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 desde el año 2021.

Respecto de lo anterior, durante el año 2020 el stock de deuda financiera alcanzó los \$63.149 millones (\$23.052 millones en 2019), presentando un aumento anual del 173,9%. 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, con anterioridad al plan de inversiones antes comentado la compañía había presentado niveles de efectivo y equivalentes por sobre el stock de deuda financiera, lo que había resultado en una deuda financiera neta negativa hasta el año 2020. Posteriormente, la deuda financiera neta de la compañía se ha mantenido en valores positivos, moviéndose en función de los saldos en caja y de la evolución de la U.F. En particular, la deuda financiera neta de Volcán promedió los \$46.563 millones en los años 2022 y 2023, alcanzando los \$48.098 millones a junio de 2024.

Cabe destacar que la evolución de la deuda financiera neta de la compañía considera 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.

Asimismo, recientemente incorpora la adquisición del 45% de Saint-Gobain Productos para la Construcción S.A. por \$2.685 millones y un posterior aumento de capital en la misma sociedad por \$217 millones.

El mayor nivel de deuda financiera neta que ha presentado la compañía ha sido mitigado, en parte, por una mayor base patrimonial, la que ha pasado desde los \$139.569 millones en 2015 hasta a los \$278.673 millones a junio de 2024. Consecuentemente con lo anterior, el endeudamiento financiero neto de la compañía, tras promediar las -0,1 veces entre 2015 y 2020, se ha mantenido en torno a las 0,2 veces desde el año 2022.

Al segundo trimestre de 2024, el stock de deuda financiera alcanzaba los \$76.340 millones, incorporando pasivos por arrendamientos asociado a la IFRS 16. Sin considerar dicho efecto, la deuda financiera ajustada alcanzaba los \$74.003 millones. Éste último, estaba compuesto íntegramente por los bonos Serie A y se encontraba estructurado en un 99,8% 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 estipulados en U.F.

Respecto de los indicadores de cobertura, a junio de 2024, la disminución en la generación de Ebitda antes mencionada resultó en una cobertura de deuda financiera sobre Ebitda ajustado de 2,8 veces (1,6 veces a junio de 2023) y en una razón de Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 17,4 veces (33,8 veces al segundo trimestre del año anterior).

Además, la mayor acumulación de saldos en caja respecto de igual periodo del año anterior permitió que la razón de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado presentara un menor incremento relativo, alcanzando las 1,7 veces desde las 1,2 veces presentadas a junio de 2023.

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 2024 la entidad se encontraba cumpliendo ambos indicadores, considerando un endeudamiento financiero de 0,33x (con tope de 1,5x) y una razón de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado de 1,62x (con máximo de 3,5x).

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".

A junio de 2024, la compañía presentaba una generación de fondos que, considerando 12 meses, alcanzaba los \$11.451 millones y recursos en caja y equivalentes por \$28.242 millones, lo que le permite cubrir con holgura los vencimientos de deuda financiera de corto plazo por \$542 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 volcánita 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.

	30 Septiembre 2020	30 Septiembre 2021	30 Septiembre 2022	29 Septiembre 2023	30 Septiembre 2024
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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	jun-23	jun-24
Ingresos Operacionales	112.292	106.285	119.802	165.939	175.743	151.264	84.144	67.566
Ebitda ⁽¹⁾	24.125	21.985	32.025	51.622	38.094	24.062	16.428	9.005
Ebitda Ajustado ⁽²⁾	26.199	25.723	36.380	57.389	48.610	34.078	21.010	14.549
Resultado Operacional	18.985	17.111	25.864	44.829	30.338	12.710	10.498	3.808
Ingresos Financieros	1.028	995	2.308	316	1.234	2.573	1.078	1.249
Gastos Financieros	-451	-402	-1.041	-232	-681	-1.567	-775	-794
Ganancia (Pérdida) Operacionales Discontinuadas		-532	-855	2.841				
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	16.686	16.710	25.321	50.836	33.288	18.987	11.803	8.273
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	19.246	13.741	31.061	37.948	39.452	36.101	27.088	3.184
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽³⁾	18.741	13.022	30.601	37.334	39.801	35.194	26.942	3.199
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁴⁾	19.246	13.741	31.061	37.948	39.452	36.101	27.088	3.184
Inversiones en Activos Fijos Netas	-7.195	-18.931	-28.406	-37.999	-28.731	-10.901	-7.596	-2.690
Inversiones en Acciones	-3.409	1.311	15.854	8.970	-45.525	-1.826	-1.826	-3.279
Flujo de Caja Libre Operacional	8.642	-3.879	18.509	8.920	-34.805	23.374	17.667	-2.786
Dividendos Pagados	-7.862	-7.288	-5.026	-18.691	-10.125	-10.060	-7.800	-4.500
Flujo de Caja Disponible	780	-11.167	13.484	-9.772	-44.930	13.314	9.867	-7.286
Movimiento en Empresas Relacionadas			0	7				
Otros Movimientos de Inversiones	1.053	1.247		5.777	-1.438	22	2.988	-2.692
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	1.833	-9.920	13.484	-3.988	-46.368	13.336	12.855	-9.977
Variación de Deudas Financieras	-1.680	13.110	39.054	-6.895	-888	-678	-890	-311
Otros Movimientos de Financiamiento	98	-64	-194	-61	17	351	-1.607	30
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	251	3.126	52.344	-10.944	-47.239	13.008	10.358	-10.259
Caja Inicial	14.356	14.607	17.733	70.077	59.132	11.893	11.893	24.902
Caja Final	14.607	17.733	70.077	59.132	11.893	24.902	22.251	14.643
Caja y Equivalentes ⁽⁵⁾	30.653	33.673	70.150	59.207	18.425	34.982	22.288	28.242
Cuentas por Cobrar Clientes	20.952	22.746	23.228	25.356	24.097	18.310	19.948	16.811
Cuentas por Cobrar Empresas Relacionadas	33	97	426	487	703	212	275	330
Inventory	22.020	23.891	18.034	26.010	36.398	31.887	33.390	34.362
Deuda Financiera ⁽⁶⁾	9.492	23.052	63.149	61.335	71.632	74.901	73.419	76.340
Activos Totales	198.788	227.044	287.535	325.161	374.658	387.156	379.121	398.705
Pasivos Totales	37.914	51.896	102.542	108.994	125.250	122.720	121.794	120.031
Patrimonio + Interés Minoritario	160.874	175.147	184.993	216.166	249.408	264.437	257.327	278.673

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

(2) Ebitda Ajustado = Ebitda + Resultado en Empresas Relacionadas.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados.

(4) Flujo de Caja Operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

(5) Caja y equivalentes: incorpora la cuenta efectivo y equivalentes al efectivo y parte de los otros activos financieros corrientes, como los títulos de deuda y otros.

(6) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

*No considera Perú desde el año 2019.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	jun-23	jun-24
Margen Bruto (%)	38,8%	38,2%	41,6%	44,4%	35,9%	31,5%	33,0%	31,4%
Margen Operacional (%)	16,9%	16,1%	21,6%	27,0%	17,3%	8,4%	12,5%	5,6%
Margen Ebitda (%) (1)	21,5%	20,7%	26,7%	31,1%	21,7%	15,9%	19,5%	13,3%
Margen Ebitda Ajustado (%) (2)	23,3%	24,2%	30,4%	34,6%	27,7%	22,5%	25,0%	21,5%
Rentabilidad Patrimonial (%)	10,4%	9,5%	13,7%	23,5%	13,3%	7,2%	10,2%	5,5%
Costo/Ventas	61,2%	61,8%	58,4%	55,6%	64,1%	68,5%	67,0%	68,6%
Gav/Ventas	21,9%	22,1%	20,0%	17,4%	18,6%	23,1%	20,5%	25,8%
Días de Cobro	67,2	77,0	69,8	55,0	49,4	43,6	41,8	44,9
Días de Pago	42,5	62,6	59,6	53,9	60,4	55,5	49	53,0
Días de Inventario	115,4	131,0	92,7	101,5	116,2	110,8	104,3	132,2
Endeudamiento Total	0,2	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Endeudamiento Financiero	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Endeudamiento Financiero Neto	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Deuda Financiera / Ebitda (vc) (1)	0,4	1,0	2,0	1,2	1,9	3,1	2,3	4,6
Deuda Financiera / Ebitda Ajustado (vc) (2)	0,4	0,9	1,7	1,1	1,5	2,2	1,7	2,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) (1)	-0,9	-0,5	-0,2	0,0	1,4	1,7	1,6	2,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda Ajustado (vc) (2)	-0,8	-0,4	-0,2	0,0	1,1	1,2	1,2	1,7
Ebitda / Gastos Financieros (vc) (1)	53,4	54,7	30,8	222,9	55,9	15,4	25,2	10,5
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados (2)	58,0	64,0	34,9	247,8	71,4	21,7	33,8	17,4
FCNOA / Deuda Financiera (%)	197,4%	56,5%	48,5%	60,9%	55,6%	47,0%	68,5%	15,0%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	-88,6%	-122,6%	-437,1%	1754,0%	74,8%	88,2%	98,4%	23,8%
Liquidez Corriente (vc)	3,9	2,4	4,6	4,7	2,8	3,7	3,6	4,3

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones

(2) Ebitda Ajustado: Ebitda + Resultado en Empresas Relacionadas.

(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
Series 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 incurrir 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 incurrir 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 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

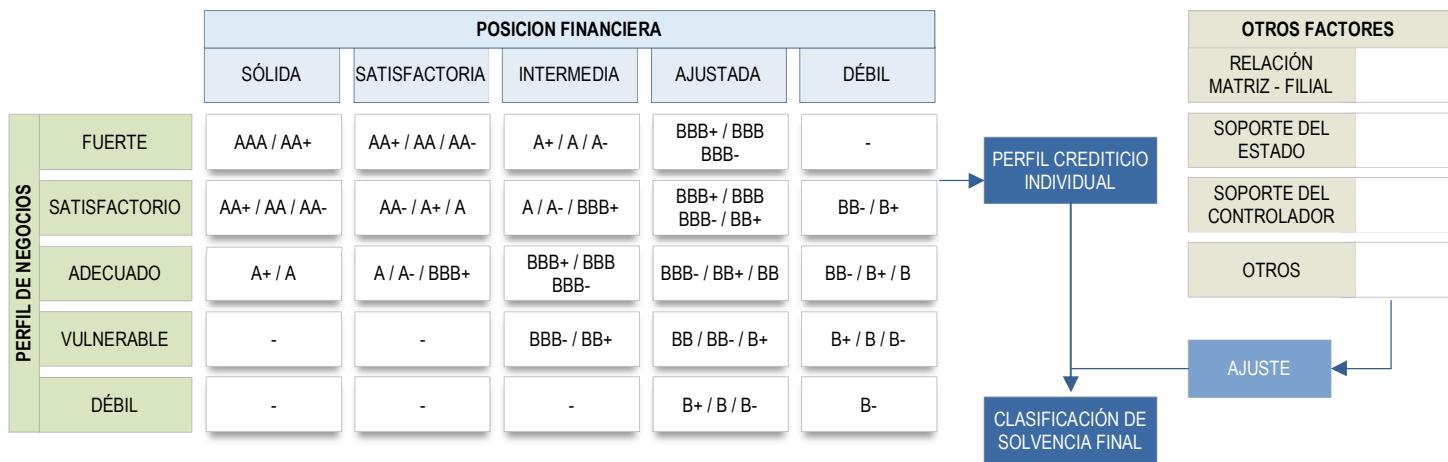
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos 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
- Felipe Pantoja - 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.