ICR Chile

## ACCIÓN DE RATING

4 de septiembre, 2025

Reseña anual

### RATINGS

**Cemento Polpaico S.A.**

| | |
|---|---|
| Solvencia | A |
| Bonos | A |
| Tendencia | Estable |
| Títulos accionarios | Nivel 4 |
| Estados financieros | 1Q-2025 |

*Para mayor información, ir a sección* Evolución de ratings

### METODOLOGÍAS

Metodología general de clasificación de empresas

Metodología de clasificación de productos industriales

Metodología de títulos accionarios

### CONTACTOS

**Francisco Loyola** **+56 2 2896 8200**
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

**Maricela Plaza** **+56 2 2896 8200**
Directora Senior de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

# Cemento Polpaico S.A.

## Reseña anual con cambio de clasificación

**ICR mejora desde categoría A-/Positiva hasta categoría A/Estable, la solvencia y bonos de Cemento Polpaico S.A.,** sustentado en el performance operacional más favorable en el último tiempo y esperado por ICR para los próximos 12-18 meses, lo que incidiría en la profundización de la mejora de sus indicadores crediticios que, además, fueron positivamente influidos con los fondos del aumento de capital aprobado por hasta $80.000 millones percibidos en su gran mayoría durante el 2Q-25.

Precisamente, en junio de 2025 asignamos una tendencia Positiva a la clasificación de Polpaico que si bien capturó el aumento de capital como herramienta financiera de desapalancamiento, también contempló que un fortalecimiento operacional en los rangos proyectados por ICR podría incidir en una mejora de rating, variable condicionante que estimamos se cumpliría estructuralmente desde 2025 y que debería significar que la compañía tenga la capacidad de generar EBITDA del orden de $30.000 millones con un stock de deuda inferior a los $100.000 millones y, en consecuencia, retomar ratios crediticios propios de un rating en categoría A.

Aun cuando la tendencia Estable asignada a su rating da cuenta que, con la información actual, esperamos que la clasificación en categoría A se mantenga en los próximos 12-18 meses, eventuales nuevas alzas de rating podrían venir sostenidas de una generación operacional estructuralmente superior respecto a nuestras estimaciones para inducir a que mejoras en los ratios de solvencia puedan seguir ocurriendo. Estimamos que lo anterior tiene algún grado de probabilidad de ocurrir hacia el mediano plazo considerando, además, que esperamos que la deuda permanezca relativamente estable luego de completado el ciclo de gestión financiera, con desembolsos destinados a inversión controlados y con mejoras en gastos financieros dado el desapalancamiento propiciado con la capitalización.

Es relevante señalar que nuestras estimaciones consideran que el remanente del aumento de capital se ejecuta al muy corto plazo, que la política de dividendos se mantiene reducida y que eventuales nuevos giros de deuda puedan concretarse con un calendario de pagos más holgado para evitar nuevas presiones en la liquidez. La estimación de EBITDA, en tanto, está sostenida de variables orgánicas, esto es, excluyendo cualquier impacto extraordinario que pueda contribuir en un repunte *one time* en la generación de EBITDA.

Si bien la compañía participa en un sector que a nivel macro todavía permanece debilitado, el comportamiento es heterogéneo entre las distintas ramas que lo componen. Así, opinamos que mientras la construcción de vivienda privada mantenga un bajo desempeño, Polpaico apalancaría su performance en la demanda del sector de vivienda con subsidio y de infraestructura, lo que estaría reforzado, además, con una estructura de costos y gastos reenfocada a estos menores niveles de demanda.

## Perfil de la Empresa

Cemento Polpaico es una compañía con más de 80 años de trayectoria, dedicada a la fabricación y comercialización de insumos para la construcción que si bien participa en cuatro segmentos operativos interrelacionados —cemento, hormigón premezclado, áridos y gestión de residuos—, su negocio principal corresponde a la producción y comercialización de cemento, producto que juntamente con los áridos (arena y ripio) son utilizados para la fabricación de hormigones premezclados

Polpaico es controlada por la familia Hurtado Vicuña con el 77,8% de las acciones —a través de Gamma Cementos II e Inversiones Lota Green— y su directorio está compuesto por siete miembros titulares que son elegidos para ejercer su cargo cada tres años, pudiendo ser reelegidos. En Junta Extraordinaria de Accionistas de abril de este año, se aprobó la eliminación del cargo de director suplente que estaba, hasta esa fecha, vigente en los estatutos de la compañía. La última elección de directorio fue en 2024, quedando presidido por Marcos Büchi.

Dentro de los hechos relevantes del último tiempo, destaca la aprobación y materialización de un aumento de capital por hasta $80.000 millones, monto que permitió duplicar el capital pagado y que, dado el uso de los fondos, tiene una incidencia material en la trayectoria de los indicadores crediticios, en el stock de obligaciones (financieras y no financieras), en la reducción de los días de pago a proveedores y en la liquidez de Polpaico, la que se había visto muy presionada a causa de un debilitado escenario de demanda, alta carga financiera concentrada al corto plazo y que, en 2023, también estuvo incidida por la interrupción forzosa de operaciones en Mejillones.

## Industria de construcción en Chile

### Contexto de demanda del sector construcción se mantendría desafiante durante 2025, aunque con comportamiento heterogéneo entre las distintas ramas que lo componen

La industria nacional de construcción y desarrollo inmobiliario ha estado expuesta a una serie de factores de riesgo que han implicado una fluctuación significativa en sus niveles de actividad, y si bien existe heterogeneidad en el dinamismo de las diversas ramas sectoriales, en el agregado la recuperación ha demorado en suceder. Tópicos como las limitaciones al acceso a financiamiento, mayores costos de construcción, mayores plazos para la obtención de permisos y postergaciones de decisiones de inversión explican la persistencia de niveles de actividad bajo el histórico durante los últimos tres años.

Según datos de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) presentados en su informe MACh 68, la inversión en construcción se contrajo 0,3% en 2024, completando un nuevo año de descenso, ya que en 2023 también se había reportado una baja anual de 0,3%. Las cifras de inversión de la CChC reflejan las diferencias de actividad dentro del mismo sector, ya que, si bien se observó un crecimiento en la inversión en infraestructura pública y vivienda social/con subsidio, hubo menor inversión en infraestructura productiva y vivienda privada.

Para el segmento específico de la vivienda privada, de acuerdo con información de Infoinmobiliario, el nivel mensual de promesas en la Región Metropolitana promedió aproximadamente UF 7,9 millones en 2024, muy similar al promedio de UF 7,5 millones en 2023, lo que se mantiene alejado del nivel medio en torno a UF 10 millones que se observó en el trienio 2017 – 2019. De este modo, la demanda inmobiliaria no ligada a la vivienda social o con subsidio completó otro período de bajas ventas, considerando que los potenciales compradores aún enfrentan altas restricciones crediticias para el acceso a financiamiento.

| ACCIONISTAS | |
|---|---|
| Gamma Cementos II SPA* | 45,72% |
| Inversiones Lota Green SpA* | 32,05% |
| Empresa Minera Paragsha S.A.C | 12,95% |
| Banchile Corredores de Bolsa S.A. | 3,50% |
| Inversiones Megeve Dos SpA | 2,95% |
| Consorcio Corredores de Bolsa S.A. | 1,16% |
| MBI Arbitrage Fondo de Inversión | 0,69% |
| MBI Corredores de Bolsa S.A. | 0,34% |
| Disa S.A. | 0,21% |
| Larraín Vial Corredora de Bolsa | 0,18% |
| Nevasa S.A. Corredores de Bolsa | 0,05% |
| Cemento Polpaico S.A. derecho a retiro | 0,04% |

Fuente: CMF a junio 2025.
*Sociedades vinculadas al controlador.

| DIRECTORIO | |
|---|---|
| Marcos Büchi B. | Presidente |
| Felipe Silva M. | Vicepresidente |
| José Tomás Edwards A. | Director |
| Sebastián Ríos R. | Director |
| Ornella Bono F. | Director |
| Juan Carlos Hurtado C. | Director |
| José Picasso S. | Director |

Fuente: CMF.

**ÁREAS DE NEGOCIO DE POLPAICO**

**Cemento:** División centrada en la producción y comercialización de cemento a granel y ensacados bajo las marcas Polpaico y BSA, destinado al mercado nacional y, en su mayoría, para la industria de la construcción.

**Hormigón:** División que abarca la producción, comercialización y distribución de hormigón premezclado, con una variedad de productos que bordea los 3.500 tipos de hormigón bajo las marcas Polpaico y BSA.

**Áridos:** Explotación de pozos y canteras desde donde se extrae material para la elaboración de grava, gravilla, fino y arena que son utilizados, principalmente, para la producción de hormigón en plantas propias y también comercializados a terceros para la ejecución de distintos proyectos.

**Gestión de residuos:** Gestión integrada de residuos peligrosos y no peligrosos, para servicios de segregación en patio de clientes, transporte y recuperación de materiales, además de valorización energética. A través de Coactiva, se reciben residuos industriales generados por diversas industrias y se valoriza vidrio, plástico, metal, electrodomésticos y cartón. Con la RCA obtenida en 2023, el espectro de acción de esta compañía se incrementa, al permitir recibir y gestionar otros tipos de residuos.

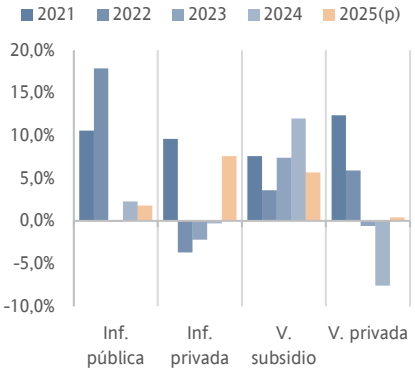
Fuente: La compañía.

Un escenario diferente se estima para la inversión productiva privada, ya que el impulso asociado a la minería ha favorecido a las empresas de ingeniería y construcción con exposición a dicha rama económica, y ha mitigado los riesgos procedentes principalmente del segmento habitacional. Así, la CChC proyecta que en 2025 la inversión en construcción se incremente 4,0% derivada de tasas de crecimiento de 5,0% en infraestructura (+7,6% productiva y +1,8% pública) y 2,0% en vivienda (+0,4% vivienda privada y +5,7% pública), donde algunas palancas de crecimiento serían proyectos privados de gran escala en los sectores de minería y energía, así como obras públicas concesionadas.

Pese al crecimiento esperado para el sector construcción, se debe tener en cuenta que la base de comparación es poco exigente y que el rubro inmobiliario presenta una mayor sensibilidad a la coyuntura política y económica respecto de infraestructura, por lo que el crecimiento de ventas de cemento y hormigón en esta etapa de prologando debilitamiento estaría mayormente correlacionado con los proyectos de infraestructura privada y de vivienda con subsidio que puedan ejecutarse al corto y mediano plazo, más que con una reactivación de la construcción de viviendas privadas que corresponde al rubro que permanece rezagado, sin expectativas que ello se reverse significativamente al corto plazo.

**Industria: Alza de la inversión en vivienda con subsidio ha evitado que debilitamiento del sector construcción sea aún mayor**

Evolución de la variación de la inversión por subsector (%)




Fuente: Informe Mach 68, CChC

## Clasificación de riesgo del negocio: A+

### Pese a las debilitadas condiciones del sector de construcción y de desarrollo inmobiliario, experiencia de Polpaico favorece su posicionamiento en la industria

La amplia trayectoria de Polpaico da cuenta que en los innumerables vaivenes de demanda que ha experimentado el sector de construcción en sus más de 80 años de existencia, la compañía ha tenido la capacidad de afrontar crisis, readaptarse y continuar siendo uno de los principales referentes de la industria, la que se caracteriza por altos niveles de competitividad, tanto en el negocio de Cemento como de Hormigón.

Polpaico, junto con Melón y Cementos Bío Bío, es una las principales productoras de cemento en Chile, mientras que en el negocio de áridos compite con un *pool* relevante de incumbentes. Pese a que la contracción agregada de la actividad del sector de construcción ha incidido negativamente en la demanda por insumos y, en consecuencia, en los resultados operacionales de las empresas productoras de insumos para la construcción, consideramos que este panorama sectorial no ha incidido en el reconocimiento de marca de Polpaico ni en su posicionamiento de mercado, por lo que en esta evaluación ratificamos los pilares del negocio relacionados a ***Ambiente competitivo y Participación de Mercado*** junto con todos los elementos que lo conforman. Cualquier factor que pueda modificar nuestra opinión al respecto, será evaluado y comunicado al mercado oportunamente.

### Gestión de Polpaico sobre los ítems de costos más relevantes, ha evitado que el debilitamiento de márgenes frente al escenario contractivo de demanda sea aún mayor

Los últimos años, el debilitamiento de la industria de construcción ha puesto de manifiesto la capacidad de los incumbentes para continuar siendo rentables en un ciclo sectorial contractivo, cuyo repunte ha tardado en hacerse notorio. Bajo este contexto, Polpaico no estuvo inmune y presentó una contracción relevante de sus márgenes los últimos años, debilitando su posición financiera y afectando negativamente la clasificación de riesgo asignada por ICR (junio de 2023 y noviembre 2023).

**MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE POLPAICO**

| Factor | AA | A | BBB | BB | B |
|---|---|---|---|---|---|
| Ambiente competitivo | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| Eficiencia en costos | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| Participación de mercado | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| Diversificación | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| Escala/Tamaño Relativo | | | | | |

Fuente: Metodología de productos industriales, ICR.

Como mitigantes al debilitado escenario sectorial, en los años precedentes Polpaico puso en marcha una reestructuración societaria y operacional que incluyó el cierre permanente de algunas de sus plantas y el cierre momentáneo de Quilicura hasta la normalización de la demanda del sector, junto con iniciativas de eficiencia asociadas a logística, energía, producción y recursos humanos cuyos impactos positivos comenzaron a reflejarse en la situación financiera de la compañía de 2024 y al 1Q-25, lo que esperamos se profundice hacia los trimestres siguientes.

Precisamente, a raíz de los resultados que presentan los planes de acción de la compañía para hacer frente a la debilidad del mercado es que en esta evaluación ratificamos el pilar del negocio relacionado a ***Eficiencia en costos***. En este sentido, el margen bruto logró sostenerse por encima del 30% y el EBITDA alcanzó cerca de $30.000 millones al 1Q-25 (UDM), con un margen EBITDA de 9,0% que se aproxima significativamente al 10% que mantenía esta compañía prepandemia (2019) y con una generación de EBITDA que representa una cifra récord para Polpaico, dando cuenta que aun cuando el sector continúa debilitado, el rendimiento operacional se ha fortalecido respecto a nuestras evaluaciones previas mediante variables que deberían ser persistentes en el tiempo.

### Pese a la alta diversificación del *pool* de productos y de clientes de Polpaico, la alta exposición al sector de la construcción genera volatilidades en sus rentabilidades

La mayor proporción de los ingresos de la compañía proviene del segmento Cemento que, si bien suministra diversos tipos de productos, como Cemento Portland, Cemento Portland Puzolánico, Cemento Puzolánico y Cemento con Agregado tipo A, diferenciados principalmente por sus características fisicoquímicas, su alta correlación con la industria de construcción evita que esta diversificación mitigue del todo los riesgos característicos del sector. Lo mismo ocurre con su negocio de hormigón que, pese a fabricar más de 3.500 variedades, el rendimiento del segmento también está ligado a la actividad de la construcción en Chile.

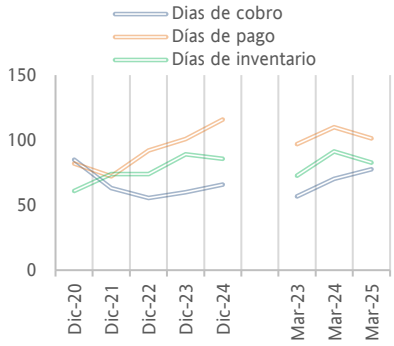
De todas formas, destacamos positivamente que la escala de la compañía permita a Polpaico cubrir todo el territorio nacional y que, en este proceso de menor actividad sectorial, la empresa se haya adaptado a las nuevas condiciones de demanda mediante la redistribución de su capacidad de producción, trasladando algunas operaciones para optimizar su oferta, sin que ello haya debilitado su posición competitiva y su capacidad de respuesta a los clientes.

También ponderamos de manera positiva que la compañía esté concentrada en su estrategia de negocios de largo plazo, conceptualizando que si bien las volatilidades características de la industria forman parte de los riesgos inherentes, la estructura de la compañía debe tener la agilidad suficiente para adaptarse tanto a los vaivenes del sector como a las nuevas exigencias del mercado en términos de innovación, del uso de tecnología y de eficiencia de los recursos naturales, aspectos que, para el caso de Polpaico, están definidos como prioritarios en su hoja de ruta 2030.

Con la información actual, no contamos con antecedentes que puedan indicar un debilitamiento de los pilares del negocio relacionados a la ***Diversificación*** de esta compañía, por lo que ratificamos su clasificación en esta oportunidad junto con las variables relacionadas a ***Tamaño Relativo/Masa Crítica.*** Si bien el plan de negocios al 2030 podría contribuir tanto en escala como en diversificación de las fuentes generadoras de EBITDA, consideramos que los beneficios de dicha hoja de ruta deberían ser paulatinos, por lo que, de avanzar positivamente en su meta propuesta, eventuales mejoras en estos pilares del negocio podrían ocurrir, pero con mayor probabilidad hacia el largo plazo.

**Normalización de los días de pago a proveedores al 1Q-25, luego de varios ejercicios con pagos postergados**

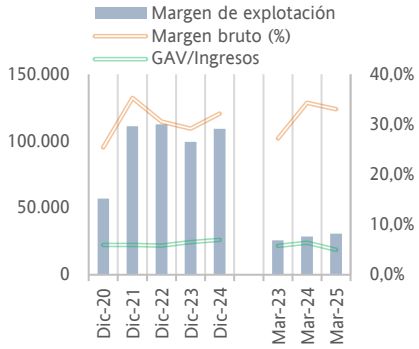
Evolución días de cobro de cuentas por cobrar, días de pago de las cuentas por pagar y de permanencia de inventario (N° de días)




Fuente: Elab. Propia con info. de EEFF

**Gestión sobre costos y gastos incidió en que margen bruto creciera en 2024 y que al 1Q-25 permanezca sobre el 30%**

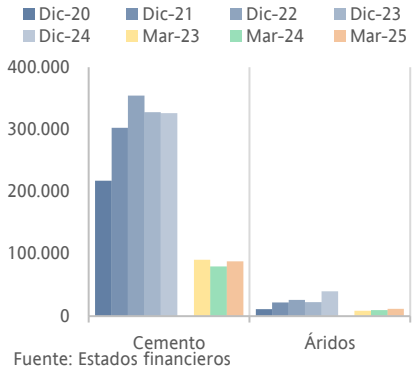
Evolución de margen de explotación (MM$), margen bruto (%) y eficiencia (%)




Fuente: Elab. Propia con info. de EEFF

**Alzas de precios incidieron en el crecimiento de ingresos de ambos segmentos de negocio al 1Q-25**

Evolución de ingresos por segmento (MM$). *Excluye ajustes de consolidación.*




Fuente: Estados financieros

*Nota: Negocio de Cemento también incluye la fabricación, comercialización y distribución de hormigón premezclado y el co-procesamiento de residuos a través de Coactiva.*

## Evaluación de la fortaleza financiera: Débil

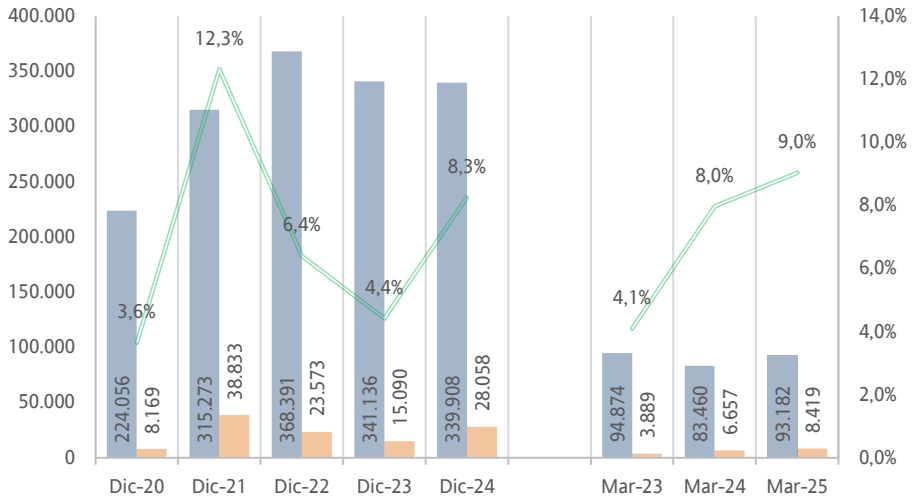
### Repunte de las rentabilidades de Polpaico debería profundizarse en los próximos trimestres, apalancado tanto de la mejora operacional como de la menor carga financiera tras el uso de los fondos del aumento de capital

Polpaico finalizó el 1Q-25 con una utilidad del ejercicio de $414 millones, lo que si bien es un monto acotado para la escala de esta compañía, representa un cambio muy significativo respecto a la pérdida del mismo trimestre del año anterior por $1.200 millones, dando cuenta de la mejora operacional de la empresa, del resultado $2.139 millones menos negativo por diferencias de cambio y del retroceso en los costos financieros netos (-13,8%) que esperamos se profundice hacia los trimestres siguientes conforme se captura en los Estados Financieros las amortizaciones de deuda con los fondos del aumento de capital.

En términos operacionales, Polpaico finalizó el 1Q-25 con un EBITDA[1] de $8.419 millones, lo que representa un aumento de 26,5% respecto al 1Q-24 y la mayor cifra de los últimos cuatro trimestres comparables, lo que está sostenido de los aumentos de precio concretados en los últimos meses dado que si se ve la trayectoria de los volúmenes, se tiene que los despachos de cemento bajaron 0,9% y que los de hormigón aumentaron sólo 4,3% al 1Q-25, pero cuya trayectoria debería revertirse los próximos trimestres teniendo en cuenta la baja base de comparación que representa el año 2024 en términos de volúmenes y que parte de la debilidad del sector construcción de vivienda privada está siendo mitigada con la mayor actividad del sector de construcción de vivienda con subsidio y de infraestructura privada ligada a la minería, energía e infraestructura.

**Luego de dos años de débil desempeño, márgenes de Polpaico repuntaron significativamente en 2024 y en lo que va de 2025, muy apalancado del impacto de los planes de eficiencia**

Evolución de ingresos (MM$), EBITDA (MM$) y margen EBITDA (%)

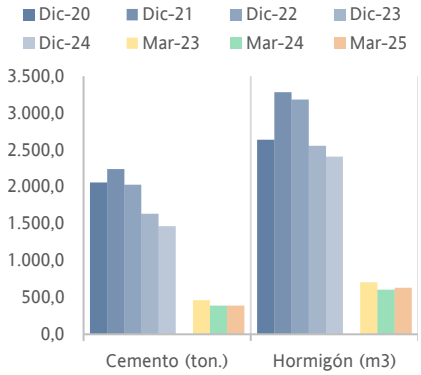



Fuente: Estados financieros y Análisis Razonado

Un efecto positivo también para esta compañía han sido las gestiones de costos y gastos, con las cuales se logró que, al 1Q-25, el costo de venta aumentara en una menor proporción absoluta que los ingresos, y que el gasto de administración tuviera un retroceso de 12,7%. Teniendo en cuenta que gran parte de los planes de eficiencia ejecutados los trimestres previos son estructurales, vale decir, que contribuyen en la conformación de una estructura mayormente alineada a la realidad sectorial actual, esperamos que estas palancas contribuyan en la profundización de la mejora operacional y en aumentos en sus niveles de rentabilidad en los trimestres siguientes.

**Al 1Q-25, los volúmenes de venta continuaron ubicados bajo la trayectoria, pese al crecimiento en Hormigón**

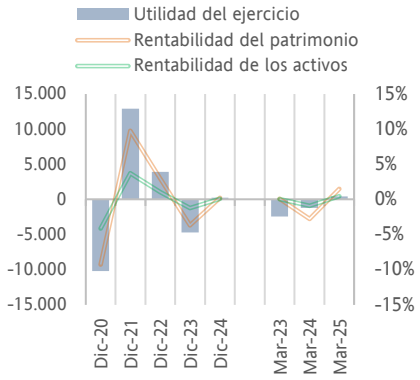
Evolución volúmenes de venta (cemento en miles de ton. y hormigón en m³)




Fuente: Análisis Razonado

**Pese a que mejora de rentabilidades fue incipiente al 1Q-25, se espera que se profundice los trimestres siguientes**

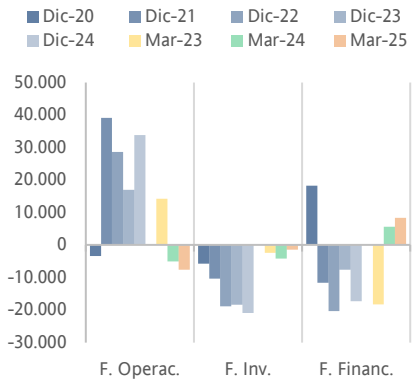
Evolución resultado del ejercicio (MM$) y rentabilidades (%)




Fuente: Elab. Propia con infol de EEFF

**Pagos a proveedores incidió en la generación de un flujo operacional negativo al 1Q-25, trimestre con bajo nivel de inversiones**

Evolución Estado de Flujo de Efectivo (MM$)




Fuente: Estados financieros

En relación con los principales movimientos de caja del 1Q-25, el flujo de caja de Polpaico estuvo caracterizado por un flujo operacional $2.554 millones más deficitario, pese a la mayor generación de EBITDA del trimestre, lo que estuvo explicado por los mayores pagos a proveedores concretados con créditos puente en el intertanto que se percibían los flujos de capital inyectados en el período preferente.

Con lo anterior, el flujo neto de financiamiento percibió $2.664 millones adicionales a los del 1Q-24, influido del giro significativo de préstamos que además de destinarse a pagar proveedores, cubrieron algunos vencimientos de deuda y de intereses, en un contexto en el cual el Capex se mantuvo muy contraído (-67%).

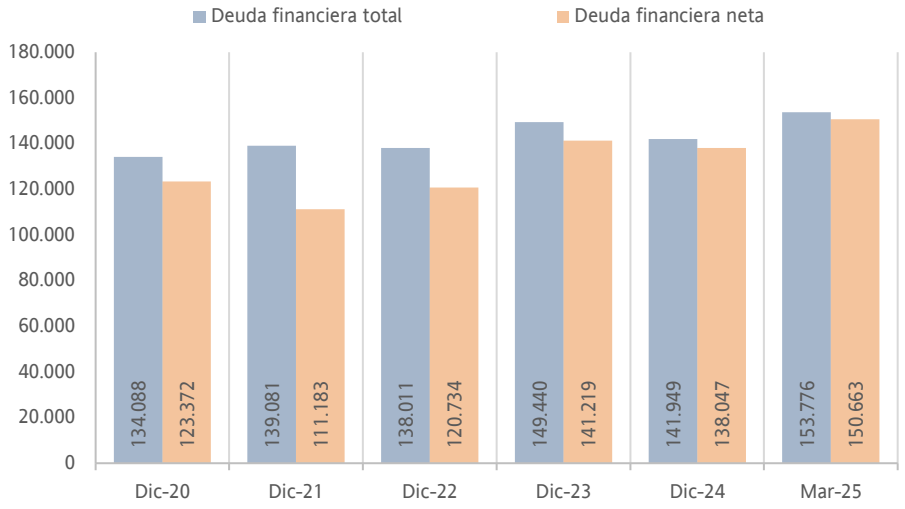
**Indicadores de deuda de Polpaico si bien dan cuenta de niveles todavía categorizados por ICR como "Débil" respecto al riesgo de su negocio, hemos incrementado la probabilidad de migrar su fortaleza financiera hacia "Adecuada"**

Si bien Polpaico cerró el 1Q-25 con una deuda financiera[2] 8,3% superior respecto al cierre de 2024, el alza responde a los créditos *bridge* cursados para cubrir obligaciones con proveedores y cuya amortización estaba planificada de cumplir con los fondos del aumento de capital percibidos en su gran mayoría durante el 2Q-25.

Considerando que durante el segundo trimestre de este año se concretaron gran parte de las amortizaciones comprometidas con los fondos del aumento de capital, esperamos que de los $153.776 millones que la compañía mantenía como deuda financiera al cierre del 1Q-25, una reducción de doble dígito de dicho stock alcance a ser visible en el balance de Polpaico próximamente, con impacto muy positivo en los indicadores de solvencia y de liquidez que, complementados con su performance operacional creciente, sustentan nuestra expectativa sobre que el fortalecimiento de sus ratios crediticios debería ser sostenible al mediano plazo, lo que justifica el alza de rating materializado en esta oportunidad.

**Dado el uso de los fondos del aumento de capital, una reducción significativa del stock de deuda se produciría al 2Q-25**

Evolución deuda financiera y deuda financiera neta (MM$). Incluye obligaciones con Banco Consorcio contabilizadas como cuentas relacionadas (préstamo de largo plazo y cartas de crédito de corto plazo)

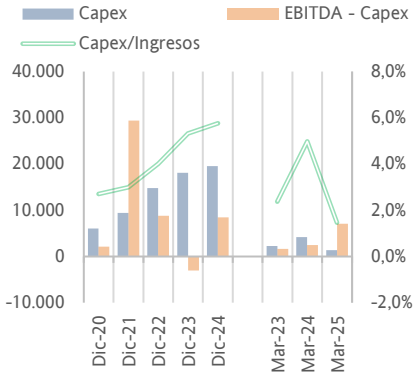



Fuente: Estados financieros

En junio de 2025, luego de finalizado el período de opción preferente del aumento de capital, asignamos una tendencia Positiva al rating de Polpaico tras concluir de nuestros análisis que la empresa tendría una mejora significativa en sus ratios de solvencia y que,

**Mejora operacional y menor nivel de inversiones influyó en que el EBITDA luego de cubrir Capex creciera al 1Q-25**

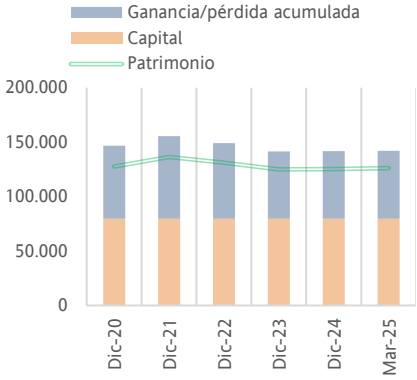
Evolución Capex (MM$), EBITDA – Capex (MM$) y Capex/Ingresos (%)




Fuente: Elab. Propia con info. de EEFF

**Estructura patrimonial quedaría conformada por un capital que prácticamente se duplicó con la inyección de recursos del 2Q-25**

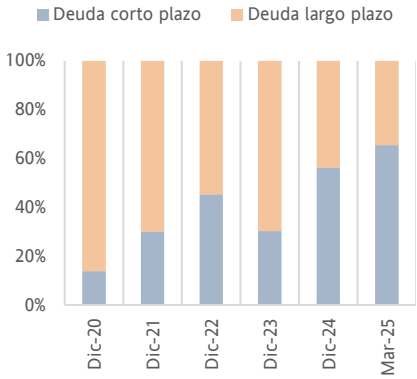
Evolución estructura patrimonial (MM$)




Fuente: Estados financieros

**Incluso con la capitalización, estructura de la deuda de Polpaico quedó con un alto componente de vencimientos de corto plazo**

Evolución estructura de la deuda (%)




Fuente: Elab. Propia con info. de EEFF

de venir complementada de un fortalecimiento operacional en los rangos proyectados por ICR, podría incidir en una mejora de clasificación en los próximos 12-18 meses. Particularmente, esperábamos que la empresa tuviera la capacidad de generar de manera estructural un nivel de EBITDA del orden de $30.000 millones, con un stock de deuda inferior a $100.000 millones y con una política de dividendos conservadora que permita mantener niveles de caja suficientes para sostener un ratio de DFN/EBITDA no superior a las 3,0 veces y con una cobertura de gastos financieros netos que también se aproximara a las 2,5 a 3,0 veces.

Transcurridos dos meses luego de dicha evaluación, consideramos que los gatillantes de alza de clasificación estarían cumplidos en lo que resta de ejercicio 2025, que existe una alta probabilidad que el rendimiento operativo de esta compañía se sostenga en los próximos 12-18 meses (a lo menos) y que las exigencias contempladas en sus contratos de crédito con la banca (medibles al cierre de cada año) puedan ser cumplidos en 2025, luego de sostener un *waiver* por dos ejercicios consecutivos.

Es relevante señalar que si bien ponderamos positivamente el impacto que tuvo el aumento de capital porque da cuenta de la política financiera conservadora del grupo controlador, opinamos que el repunte operacional que está presentando esta compañía es el pilar que le da robustez como empresa en marcha para el largo plazo y que evita que los recursos inyectados por los accionistas se diluyan. En consecuencia, si bien de momento asignamos una tendencia Estable al rating de Polpaico, no descartamos que hacia el mediano plazo puedan generarse mejoras de rating, conforme evolucione el rendimiento operacional de la compañía y sus métricas crediticias.

**Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación**

| Indicadores (N° de veces) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Mar-25 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Endeudamiento total[3] | 1,64 | 1,64 | 1,89 | 2,10 | 2,13 | 2,21 |
| Endeudamiento financiero[4] | 1,05 | 1,02 | 1,05 | 1,20 | 1,13 | 1,22 |
| Endeudamiento financiero neto[5] | 0,97 | 0,81 | 0,92 | 1,13 | 1,10 | 1,20 |
| Endeudamiento financiero ajustado (incluye arrendamientos)[6] | 1,15 | 1,10 | 1,17 | 1,33 | 1,26 | 1,39 |
| Cobertura de gastos financieros netos[7] | 1,51 | 5,96 | 2,76 | 1,24 | 2,07 | 2,28 |
| Deuda financiera neta sobre EBITDA[8] | 15,10 | 2,86 | 5,12 | 9,36 | 4,92 | 5,05 |
| Deuda financiera neta ajustada sobre EBITDA[9] | 16,62 | 3,14 | 5,77 | 10,50 | 5,49 | 5,78 |
| Razón circulante[10] | 1,55 | 1,38 | 0,96 | 1,02 | 0,72 | 0,70 |
| Razón ácida[11] | 1,00 | 0,91 | 0,55 | 0,55 | 0,43 | 0,44 |

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Aun cuando el aumento de capital tuvo un impacto muy significativo en la liquidez de la compañía, nuestras estimaciones sobre el servicio de la deuda concluyen que Polpaico igualmente requeriría gestión financiera sobre su calendario de pagos, considerando que una fracción material de las obligaciones tiene vencimientos de corto plazo.

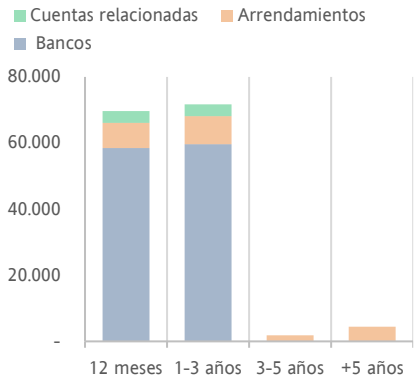
## Instrumentos clasificados

### Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N°S 1.087 y 1.088, sin series inscritas a su amparo y que, en opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión, esto es,

**Una fracción relevante de deuda que al 1Q-25 estaba contabilizada al corto plazo fue amortizada con el aumento de capital**

Perfil de amortización a marzo 2025 (MM$)




Fuente: Estados financieros

### METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

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

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

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

declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

**Principales características líneas de bonos vigentes**

| | Línea 1.087 | Línea 1.088 |
|---|---|---|
| Fecha inscripción | 20-ago-21 | 20-ago-21 |
| Plazo | 19-ago-31 | 19-ago-51 |
| Monto inscrito | UF 4.000.000 | UF 4.000.000 |
| Monto colocado vigente | - | - |
| Series vigentes | - | - |
| Garantía | No contempla | No contempla |

Fuente: Elaboración propia con información CMF a julio de 2025.

### Títulos accionarios

En mayo de 2025, iniciamos la clasificación de los títulos accionarios nemotécnico POLPAICO, asignándole un rating de categoría Primera Clase Nivel 4 que captura tanto las características del papel, como la solvencia de la compañía, esto es, categoría A/Estable.

En particular, el *floating* de los títulos accionarios es de aproximadamente 22% luego del aumento de capital en el cual los controladores aumentaron su concentración en la sociedad, y la presencia bursátil se mantuvo reducida y sin *Market Maker*.

## Evolución de ratings

**Evolución clasificaciones**

| Fecha | Clasificación solvencia | Clasificación bonos | Tendencia | Títulos accionarios | Motivo |
|---|---|---|---|---|---|
| 19-ago-21 | A+ | A+ | Estable | - | Primera clasificación |
| 31-ago-22 | A+ | A+ | Estable | - | Reseña anual |
| 13-feb-23 | A+ | A+ | Estable | - | Hecho relevante: Suspensión operaciones en Terminal Mejillones |
| 30-jun-23 | A | A | Estable | - | Cambio de clasificación |
| 29-ago-23 | A | A | Estable | - | Reseña anual |
| 21-nov-23 | A- | A- | En Observación | - | Cambio de clasificación |
| 30-ago-24 | A- | A- | En Observación | - | Reseña anual |
| 17-dic-24 | A- | A- | En Observación | - | Hecho relevante: Aprobación aumento de capital |
| 07-may-25 | A- | - | - | Primera Clase Nivel 4 | Clasificación títulos accionarios |
| 24-jun-25 | A- | A- | Positiva | - | Cambio de tendencia |
| 29-ago-25 | A | A | Estable | Primera Clase Nivel 4 | Reseña anual |

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Más información del evolutivo de rating en Cemento Polpaico S.A. - ICR Chile

## Definición de categorías

### 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.

### Primera Clase Nivel 4

Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

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

| | Dic-20 | Dic-21 | Dic-22 | Dic-23 | Dic-24 | | Mar-24 | Mar-25 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Activos totales | 336.818 | 359.775 | 378.917 | 387.489 | 391.479 | | 399.031 | 405.128 |
| Efectivo y equivalentes | 10.716 | 27.898 | 17.277 | 8.221 | 3.902 | | 4.625 | 3.113 |
| Otros activos financieros corrientes | 1.417 | 0 | 0 | 2.697 | 0 | | 0 | 0 |
| Inventarios | 37.272 | 45.432 | 58.264 | 59.585 | 48.538 | | 59.834 | 48.038 |
| Pasivos totales | 209.074 | 223.316 | 247.725 | 262.447 | 266.282 | | 275.193 | 279.054 |
| Deuda financiera total | 134.088 | 139.081 | 138.011 | 149.440 | 141.949 | | 157.867 | 153.776 |
| Deuda financiera neta | 123.372 | 111.183 | 120.734 | 141.219 | 138.047 | | 153.242 | 150.663 |
| Patrimonio | 127.745 | 136.459 | 131.191 | 125.042 | 125.197 | | 123.837 | 126.074 |
| Ingresos de explotación | 224.056 | 315.273 | 368.391 | 341.136 | 339.908 | | 83.460 | 93.182 |
| Margen bruto | 56.911 | 111.198 | 112.572 | 99.498 | 109.333 | | 28.640 | 30.795 |
| Margen bruto (%) | 25,4% | 35,3% | 30,6% | 29,2% | 32,2% | | 34,3% | 33,0% |
| Gastos financieros netos | 5.406 | 6.513 | 8.554 | 12.179 | 13.583 | | 3.549 | 3.058 |
| Resultado del ejercicio | -10.210 | 12.901 | 3.921 | -4.723 | 259 | | -1.200 | 414 |
| EBITDA | 8.169 | 38.833 | 23.573 | 15.090 | 28.058 | | 6.657 | 8.419 |
| Margen EBITDA (%) | 3,6% | 12,3% | 6,4% | 4,4% | 8,3% | | 8,0% | 9,0% |
| Flujo operacional | -3.388 | 39.119 | 28.592 | 16.945 | 33.839 | | -5.073 | -7.627 |
| Flujo de inversión | -5.769 | -10.318 | -18.885 | -18.363 | -20.882 | | -4.164 | -1.468 |
| Flujo de financiamiento | 18.205 | -11.619 | -20.327 | -7.639 | -17.275 | | 5.642 | 8.306 |

[1] Desde el 4Q-24, se produjo un cambio en la metodología de cálculo de EBITDA, de modo tal que:

a) Hasta el 3Q-24, EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración y ventas – otros gastos por función + otras ganancias (pérdidas) + depreciación y amortización.

b) Desde el 4Q-24, EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – costos de distribución – gastos de administración y ventas – gastos de mercadotecnia contenidos en otros gastos por función + depreciación y amortización.

[2] Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes + cartas de crédito con Banco Consorcio contenidas en nota 8 de los Estados Financieros + préstamo con Banco Consorcio contabilizado como cuentas por pagar a entidades relacionadas de largo plazo.

[3] Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

[4] Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

[5] Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio.

[6] Endeudamiento financiero ajustado por arrendamientos = (Deuda financiera + pasivos por arrendamientos financieros, corto y largo plazo) / Patrimonio total.

[7] Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

[8] Deuda financiera neta / EBITDA = Deuda financiera neta / EBITDA anualizado.

[9] Deuda financiera neta ajustado por arrendamientos / EBITDA = (Deuda financiera + pasivos por arrendamientos financieros, corto y largo plazo - efectivo y equivalentes) / EBITDA anualizado.

[10] Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

[11] Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

**LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRIA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

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

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

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

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

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.