



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

Analistas
Carlos García B.
Elisa Villalobos H.
Tel. 56 – 22433 52 00
carlos.garcia@humphreys.cl
elisa.villalobos@humphreys.cl

Cementos Bío Bío S.A.

Mayo 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	A-
Efectos de Comercio	Nivel 2/A-
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
Estados financieros	31 de marzo de 2015 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 444 de 25.11.2005
Línea de bonos	Nº 635 de 17.06.2010
Línea de bonos	Nº 636 de 17.06.2010
Línea de bonos	Nº 756 de 23.07.2013
Bono Serie J	Primera emisión
Bono Serie K	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 757 de 23.07.2013
Bono Serie L	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 042 de 24.02.2009

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2010	2011	2012	2013	2014	Marzo 2015
Ingresos	289.257.851	317.739.086	310.346.098	289.236.771	283.525.817	70.994.673
Costo de Ventas	-211.137.022	-229.447.005	-201.107.771	-182.466.757	-177.250.621	-43.543.584
Ganancia bruta	78.120.829	88.292.081	109.238.327	106.770.014	106.275.196	27.451.089
Gastos de adm., costos de distrib. y otros ingresos	-51.468.642	-69.356.760	-79.232.622	-79.282.076	-64.885.132	-18.903.005
Resultado operacional	26.652.187	18.935.321	30.005.705	27.487.938	41.390.064	8.548.084
Costos financieros	-12.087.030	-16.317.273	-22.097.061	-11.785.421	-10.818.014	-2.452.515
Ganancia	5.293.843	-51.373.706	-30.996.567	16.239.810	24.101.999	5.269.724
EBITDA	48.710.009	36.047.751	46.697.647	43.013.052	56.420.999	12.340.557

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2015 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2010	2011	2012	2013	2014	Marzo 2015
Activos corrientes	143.941.969	135.357.251	117.755.189	115.495.320	116.521.437	128.032.592
Activos no corrientes	439.995.805	409.708.331	384.059.850	394.915.499	392.952.543	388.988.712
Total activos	583.937.774	545.065.582	501.815.039	510.410.819	509.473.980	517.021.304
Pasivos corrientes	120.066.235	108.884.088	83.099.376	101.361.909	71.894.932	74.824.400
Pasivos no corrientes	211.587.867	227.144.335	177.612.372	168.074.301	187.279.971	187.347.709
Pasivos totales	331.654.102	336.028.423	260.711.748	269.436.210	259.174.903	262.172.109
Patrimonio	252.283.672	209.037.159	241.103.291	240.974.609	250.299.077	254.849.195
Patrimonio y pasivos, total	583.937.774	545.065.582	501.815.039	510.410.819	509.473.980	517.021.304
Deuda financiera	212.107.236	219.097.975	150.723.422	154.291.786	143.588.440	142.654.579

Opinión

Fundamento de la clasificación

Cementos Bío Bío S.A. (Cementos Bío Bío) es una empresa del sector industrial y minero con participación relevante en el mercado de cemento, cal y áridos. Hasta 2012, la compañía tenía presencia en la industria cerámica, pero estas líneas de negocio fueron enajenadas por completo.

La compañía tiene ventas físicas anuales, aproximadas, de 1,5 millones de toneladas de cementos y de 2,3 millones de metros cúbicos de hormigón; alrededor de 724.000 toneladas de cal y cerca de 3,1 millones de metros cúbicos de áridos.

Durante 2014, la compañía tuvo ingresos consolidados de US\$ 467,3 millones², un EBITDA de US\$ 93,0 millones. De esta manera, el margen EBITDA subió desde 14,9%, en 2013, a 19,9% en 2014. La deuda financiera del emisor se redujo en 6,9%, a US\$ 236,7 millones, mientras que finalizó el año con un patrimonio igual a US\$ 412,5 millones.

La clasificación de la línea de bonos de **Cementos Bío Bío** en "Categoría A-" se fundamenta por el fuerte posicionamiento de mercado y la adecuada capacidad de autoabastecimiento que presenta el emisor.

En relación al primer punto (posicionamiento de mercado), la compañía es el principal productor nacional de cementos, con una capacidad instalada de 3,3 millones de toneladas al año. Por otra parte, es también el principal productor nacional de cal, con una capacidad igual a 1,2 millones en el país.

² Tipo de cambio al 31/12/2014 igual a \$606,75/US\$.

En relación al segundo punto (capacidad de autoabastecimiento), **Cementos Bío Bío** es propietaria de yacimientos, principalmente de piedra caliza, que le permiten proveerse de las materias primas necesarias para la fabricación de cal y cemento. Así está menos expuesta que la competencia a la volatilidad del tipo de cambio, enfrentando una estructura de costos más bajos y estables.

Otro atributo que apoya y complementa la clasificación radica en que la cal, importante generador de EBITDA de la compañía con un aporte de cerca del 30%, es un insumo estratégico para la minería. El mercado de la cal presenta barreras a la entrada, debido al alto costo de transporte y a un manejo complejo que supone este material; por ende, opera con importantes márgenes.

En forma complementaria, la clasificación se ve reforzada por la cercanía de los centros de abastecimiento de materias primas a las plantas productivas y por la adecuada ubicación de estas últimas en relación con los principales centros de consumo. También se considera la fuerte participación de mercado de la compañía, su larga trayectoria en el rubro y la experiencia del equipo directivo en la industria.

Desde otra perspectiva, la clasificación de los títulos de deuda se ve restringida por la elevada sensibilidad a los ciclos económicos, ya que la actividad central de la sociedad (producción de cemento) está fuertemente ligada al sector construcción, rubro altamente vulnerable al desempeño económico del país. Sumado a lo anterior, una ralentización de la actividad económica global impacta negativamente en el desarrollo de proyectos mineros, lo que reduce el potencial crecimiento en las ventas de cal, principal demandante de este producto.

Asimismo, la clasificación de riesgo se ve contraída por la baja diferenciación del producto cemento, lo que hace que la competencia se centre en la variable precio, presionando negativamente los márgenes del negocio. Sin embargo, se reconoce que la compañía ha privilegiado la participación en aquellos proyectos más complejos que requieren de hormigones de mayor valor agregado, especificidad y grado de diferenciación.

A su vez, la industria del cemento presenta una elevada capacidad instalada, la que supera los despachos anuales realizados por el sector.

Otro factor de riesgo que comprende esta clasificación radica en que los precios de venta del cemento y, por ende, sus márgenes, están altamente influenciados por los precios de *commodities* como la energía, combustibles, fletes y el precio internacional del *clíker*, principal materia prima con que se obtiene el cemento. **Cementos Bío Bío** fabrica su propio *clíker*, por lo que hace uso de un fuerte consumo de combustible, incorporando los costos de la energía en el mercado local. En tanto, parte de sus competidores importan el insumo directamente desde mercados excedentarios como China.

A su vez, no se desconoce como riesgo la entrada de nuevos competidores en el mercado de la cal, puesto que este sector opera con pocos actores y elevados márgenes. Además, cerca del 30% de las ventas de cemento experimentan una elevada dependencia a clientes que se transforman en los principales distribuidores del producto, algunos de ellos con fuerte posición negociadora.

Las acciones de la compañía se clasifican en Primera Clase Nivel 4, puesto que la presencia de estos instrumentos a mayo de 2015 es de 9,0%.

La perspectiva de la clasificación se califica "Estable", por cuanto en el mediano plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

A futuro, la clasificación de solvencia de **Cementos Bío Bío** podría verse favorecida en caso de producirse una mejora en la capacidad de generación de flujos respecto a su endeudamiento financiero.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Fuerte posicionamiento de mercado.
- Capacidad de autoabastecimiento.

Fortalezas complementarias

- Ventajas en el negocio de la cal.
- Amplia cobertura geográfica.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado apoyo y experiencia del equipo directivo.

Riesgos considerados

- Elevada sensibilidad a los ciclos económicos (riesgo recurrente que afecta también, en paralelo, a toda la industria).
- Baja diferenciación de productos (riesgo moderado y que afecta más a las empresas menos eficientes).
- Incentivos a la entrada de nuevos competidores en el mercado de la cal (riesgo acotado).
- Dependencia a clientes y distribuidores (riesgo medio).
- Volatilidad de los precios de los *commodities* (riesgo recurrente, pero de bajo impacto y administrable).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2014

Durante 2014 los ingresos totales de **Cementos Bío Bío** disminuyeron un 2,0%, llegando a \$ 283.526 millones (\$289.237 millones en 2013).

Por un lado, el segmento cementos –que agrupa al cemento, hormigón y cal– tuvo un incremento en las ventas de 1,0%, respecto de 2013, pese a los menores volúmenes de despacho para el cemento y el hormigón, los que se vieron compensados con incrementos en los precios de ambos productos. Por otro lado, los ingresos provenientes del segmento otros (que agrupa las operaciones de árido, morteros, operaciones mineras, las operaciones propias de la matriz y efectos del descontinuado segmento cerámico, que representan en conjunto un 5,2% de los ingresos totales a diciembre de 2014) cayeron un 24,9%.

La compañía experimentó importantes disminuciones en los costos de venta, distribución y en los gastos de administración. El primero de ellos, cayó un 2,9%, mientras que los gastos de administración y costos de distribución disminuyeron un 2,3% y 4,8% respectivamente, lo anterior, pese a un incremento de los costos de energía eléctrica.

De esta manera, el margen bruto llegó a un 37,5%, mientras que en 2013 era de 36,9%.

La ganancia operacional, por su parte, llegó a \$41.390 millones, muy superior a la obtenida en 2013 igual a \$27.488 millones; este incremento se debe a la disminución de costos y gastos señalados anteriormente. Por otra parte, la compañía tuvo un fuerte incremento de la cuenta otros ingresos. De esta manera, el EBITDA de la compañía creció un 31,2% a \$56.421 millones, donde el margen EBITDA aumento a un 19,9% (al cierre de 2013 era de 14,9%).

La deuda financiera fue de \$143.588 millones, un 6,9% inferior al monto registrado en 2013. Así, el ratio deuda financiera sobre EBITDA finalizó 2014 en 2,5 veces, cociente que en 2013 era de 3,6 veces.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A (títulos de deuda de largo plazo)

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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Nivel 2 (títulos de deuda de corto plazo)

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)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Fuerte posicionamiento de mercado: Dentro del mercado de la cal, el emisor es el principal productor nacional con una capacidad igual a 1,2³ millones de toneladas por año, siendo el principal proveedor de este insumo con una participación de mercado igual a 56%. Por otra parte, en el sector de cementos y hormigón, **Cementos Bío Bío** presenta una amplia cobertura nacional con una participación de mercado igual a 28,0% y 24,6%, respectivamente, siendo el fabricante de cemento con la mayor capacidad de producción a nivel local. De esta manera, la capacidad instalada de producción es de cerca de 3,3 millones de toneladas por año. Esta elevada infraestructura, en cada uno de los mercados en que está presente, le permite a la compañía crecer sin tener que enfrentar fuertes montos de inversión.

Capacidad de autoabastecimiento: La compañía es capaz de auto proveerse de las principales materias primas requeridas para la producción de cal y cemento. Así está menos expuesta, que la competencia, a la volatilidad del tipo de cambio y del flete naviero, enfrentando una estructura de costos más bajas y estable. También está menos expuesta a situaciones que afecten a las importaciones (por ejemplo, paros potuarios)

La compañía posee yacimientos propios de piedra caliza, puzolana y yeso. En cuanto a las minas de piedra caliza, el emisor declara contar con reservas para más de 100 años. De esta manera, al disponer de yacimientos propios, la empresa es capaz de entregar al mercado productos de un estándar de calidad homogéneo y conocido.

Ventajas en negocio de la cal: La cal es un insumo estratégico para los procesos productivos de la minería, siendo su uso principal el de actuar como agente regulador del pH en las plantas concentradoras de cobre. Así, la compañía presenta contratos de larga data con las principales mineras del país, que, de acuerdo a los datos proporcionado por el emisor, abastece a más del 95% de la demanda minera del norte del país.

³ La capacidad instalada referida corresponde solamente a las plantas nacionales, ubicadas en Antofagasta y Copiapó. **Cementos Bío Bío** posee una planta en San Juan, Argentina, que posee una capacidad de producción de 66.000 toneladas al año.

A su vez, la demanda de cal por parte de las mineras se ve favorecida a medida que las leyes de cobre –porcentaje de mineral que se extrae por cada tonelada de material de roca procesado– experimentan caídas, puesto que se requiere un mayor tratamiento para mantener la producción de cobre. Además, y complementando lo señalado anteriormente, **Cementos Bío Bío** en el mercado nacional de la cal no presenta una fuerte competencia. Por un lado, el mercado tiene barreras a la entrada, producto de las características corrosivas de la cal, las que dificultan su acopio y manejo, además presenta altos costos de transporte que supone el envío de cal que no es producida localmente. Por otro lado, aquellas empresas que producen localmente este insumo tienen yacimientos con una capacidad de producción bastante más baja que la de **Cementos Bío Bío**. A su vez, los yacimientos pertenecientes a la competencia se encuentran en la zona centro-sur del país, distante de los principales centros mineros del norte que demandan este insumo, lo que no permitiría responder con agilidad a la demanda de las compañías mineras del norte del país, por parte de otras empresas.

Por esta baja competencia, se reconoce que esta línea de negocios opera con importantes márgenes (a diferencia del mercado de cemento y hormigón) y explica una parte importante de los flujos del emisor (sobre el 30% del EBITDA de la compañía lo aporta el negocio de la cal).

Amplia cobertura geográfica: Dada la importancia relativa del flete en el costo del producto y la alta variabilidad de los consumos de cal de las faenas mineras, se destaca la cercanía de los centros de abastecimiento de materias primas a las plantas productivas. Por un lado, la compañía cuenta con cuatro plantas de fabricación de cemento ubicadas en Antofagasta, San Antonio, Curicó y Talcahuano. Por otro lado, en el caso de la cal, las plantas de Antofagasta y Copiapó, se ubican cercanas a las faenas mineras del norte del país

Amplia experiencia de los equipos directivos: La empresa, como sus directivos, acumulan una experiencia de 58 años en el mercado de la construcción y la minería, en los cuales han enfrentado diferentes coyunturas, además han mostrado eficiencia para enfrentar diversos escenarios económicos y capacidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado.

Factores de riesgo

Elevada sensibilidad a los ciclos económicos: La actividad central de la sociedad, producción de cemento, está fuertemente ligada al sector construcción, rubro altamente sensible a los ciclos recesivos; es así como en 2009 el Producto Interno Bruto (PIB) cayó 1,0% interanual, mientras que el rubro construcción lo hizo en 5,3%. A raíz de esto, los despachos de cementos y

hormigón del emisor se redujeron en 14,5% y 17,7%, respectivamente, y, finalmente, los ingresos totales de la compañía disminuyeron un 25,1%.

De la misma manera el PIB sector minero, sector de importancia en los ingresos generados por el emisor en el negocio de la cal, se redujo un 3,7% en 2008 y un 1,0% en 2009, así los despachos de cal se contrajeron un 4,7% y un 6,1%, respectivamente. Sumado a ello, el negocio minero presenta una alta volatilidad de los precios de venta, propio de los *commodities*. Sumado a lo anterior, una ralentización de la actividad económica global impacta negativamente en el desarrollo de proyectos mineros, lo que reduce el potencial crecimiento en las ventas de cal, principal demandante de este producto.

Baja diferenciación de producto: Los productos comercializados por la empresa, en mayor o menor medida, presentan bajo nivel de diferenciación dentro de la industria. Esta situación incentiva con mayor fuerza que la competencia se centre en la variable precio, presionando negativamente los márgenes del negocio, un tipo de competencia que se puede ver exacerbado en período que favorezcan la importación. Sin embargo, se reconoce que la compañía ha privilegiado la participación en aquellos proyectos más complejos que requieren de hormigones de mayor valor agregado, especificidad y grado de diferenciación.

Industria con elevada capacidad instalada en el mercado del cemento: El emisor está inmerso en una industria con altos niveles de competencia, donde la capacidad instalada de la industria supera con creces la demanda de cemento y hormigón. Según cifras del Instituto de Cemento y Hormigón de Chile (ICH)⁴, en 2013 se despacharon 4,7 millones de toneladas de cementos, mientras que se estima que la capacidad instalada de la industria cementera supera las 6 millones de toneladas al año. Lo anterior, restringe los márgenes con que opera la industria, siendo que, además, la compañía no está ajena a la competencia de productos importados (en particular en períodos de bajo tipo de cambio).

Márgenes influídos por precios de commodities: Los precios de venta del cemento y, por ende, sus márgenes, están altamente influenciados por los precios de *commodities* como la energía, combustibles, fletes y el precio internacional del *clíker*, principal materia prima con que se obtiene el cemento. Ello afecta la volatilidad de los flujos de caja

Cabe señalar que la compañía mantiene contratos (de alrededor de tres años) de suministro eléctrico y de combustibles con Enap y Endesa, lo que atenúa este riesgo.

Incentivos a la entrada de nuevos competidores en el mercado de la cal: Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente, los márgenes con que opera actualmente el mercado de la cal, podría incentivar la entrada de nuevos competidores a este mercado, teniendo en cuenta que

⁴ Institución creada en 1966, que reúne a las principales cementeras del país.

casi la totalidad de la demanda minera por cal, en el norte del país, es abastecido por **Cementos Bío Bío**.

Dependencia a clientes y distribuidores: Cerca del 30% de las ventas de cemento experimentan una elevada dependencia a clientes que, de esta manera, se transforman en los principales distribuidores del producto, algunos de ellos con fuerte posición negociadora.

Antecedentes generales

Historia

La empresa –en su inicios dedicada a la producción de cementos– fue fundada en 1957, inaugurando su primera planta productiva en Talcahuano en 1961, con una capacidad instalada de 119.000 toneladas de cemento. Con el transcurso de los años, mediante adquisiciones e inversiones, incrementó su capacidad productiva e incursionó en otras áreas de negocios, dentro de las que cabe mencionar el área de cerámica y de morteros. De la primera de ellas, el proceso de enajenación comenzó en 2011 con la venta de las operaciones en Chile, Ecuador, EE.UU. y Perú; y finalizó en 2012 con la venta del negocio de cerámicos presente en Venezuela. De la segunda de ellas, **Cementos Bío Bío** decide poner a la venta los activos del negocio de morteros, proceso que finalizó en diciembre de 2014.

Una de las últimas adquisiciones de la compañía fue la empresa peruana CEMPOR S.A. la cual construirá una planta de cemento en dicho país. **Cementos Bío Bío** participa con el 29,5% de la propiedad, cuyo capital se encuentra totalmente enterado.

De este modo, la sociedad está orientada principalmente a la venta de cementos, hormigón, cal y áridos. En el siguiente cuadro se presentan la capacidad instalada para las distintas líneas de negocios del emisor y que, sumado a las inversiones programadas, debieran determinar sus flujos operacionales futuros.

Líneas de negocio	Capacidad instalada de producción
Cementos	3.250 Mton / años
Cal	1.266 Mton / años
Caliza	3.940 Mton / años

Propiedad y administración

La propiedad de **Cementos Bío Bío**, por medio de sociedades intermedias y un pacto de accionistas, es controlada por un grupo de personas naturales que poseen el 66,37% de las

acciones en circulación, donde destacan las familias Briones y Rozas con participaciones de 45,45% y 11,29%, respectivamente, ambas fundadoras de la empresa. El capital social de la sociedad controladora está constituido por 264.221.000 acciones ordinarias sin valor nominal. A marzo de 2015, los doce principales accionistas de la empresa son:

Nombre	Nº de acciones	% de Propiedad
Inversiones y Desarrollos S.A.	69.796.062	26,4%
Inversiones Alb S.A.	50.292.482	19,0%
Votorantim Cementos Chile Ltda.	44.114.951	16,7%
Inversiones La Tirana Ltda.	29.843.350	11,3%
Normex S.A.	20.000.000	7,6%
AFP Provida S.A. para fondo de pensión C	6.274.959	2,4%
Chile Market S.A. Corredores de Bolsa	4.984.577	1,9%
Inversiones Toledo S.A.	3.629.897	1,4%
AFP Provida S.A. fondo tipo A	3.309.254	1,3%
AFP Provida S.A. fondo tipo B	3.242.113	1,2%
Lengs Heitmann Helga	3.043.650	1,2%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	1.761.238	0,7%

La sociedad es dirigida por un directorio de siete miembros, empresarios y profesionales, y presidida por el señor Hernán Briones, delegando sus funciones en el gerente profesional. A continuación se presenta su estructura:

Nombre	Cargo
Hernan Briones Goich	Presidente
Alfonso Rozas Ossa	Director
Hans Walter Stein Von Unger	Director
Eduardo Novoa Castellón	Director
Ricardo De Tezanos Pinto Domínguez	Director
José Ramón Valente Vías	Director
Luiz Alberto De Castro Santos	Director

La administración de la propiedad está conformada por las siguientes personas:

Nombre	Cargo
Iñaki Otegui Mintegua	Gerente General
Germán Blümel Araya	Gerente Área Cemento
Guido Sepúlveda Navarro	Gerente Área Hormigones
Ulises Poirrier Gonzalez	Gerente Área Cal
Claudio Hurtado Sepúlveda	Gerente Áridos
Luis Marcelo De Petris Zanetta	Gerente Corporativo de Administración y Finanzas
Jorge Mancilla Muñoz	Gerente Corporativo de Recursos Humanos
Jorge Patricio Cerda Daziano	Gerente Planta Antofagasta
Eduardo Pimentel Muller	Gerente Planta Curicó
Ramiro Cartes Monroy	Gerente Planta Talcahuano

Segmento Cementos

Este segmento se dedica a producir, comercializar y proveer cemento, hormigón y cal a clientes del sector construcción y minero a lo largo del país, constituyéndose en el principal generador de flujo para el emisor. A diciembre de 2014, aportó el 94,8% de los ingresos del emisor (91,9% en 2013).

Además, **Cementos Bío Bío** cuenta con yacimientos propios de caliza, principal materia prima utilizada en la fabricación de cemento y cal, lo que supone una ventaja estratégica sobre los demás participantes de este mercado.

De esta manera, la compañía posee una integración vertical con la extracción y producción de las materias primas, como es el caso de la caliza y el yeso, necesarias para la fabricación de cemento y cal.

De acuerdo con lo informado por el emisor, la compañía cuenta con yacimientos de caliza con reservas para 100 años.

Cemento

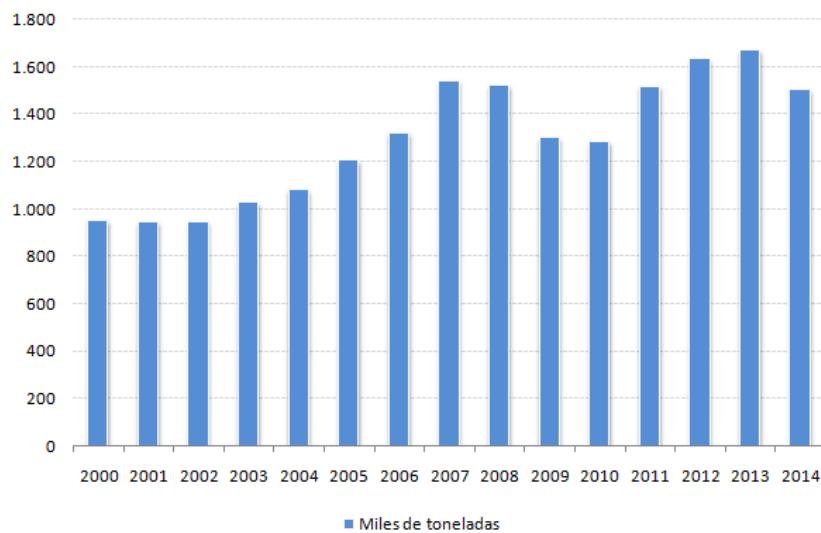
La empresa cuenta con cuatro plantas de cemento ubicadas en Antofagasta, Curicó, San Antonio y Talcahuano, con una capacidad de producción total instalada de 3,25 millones de toneladas de cemento al año, que abastecen a todo el mercado nacional.

Capacidad instalada de producción de cemento (Miles de toneladas/año)	
Planta	Capacidad
Antofagasta	500
San Antonio	300
Curicó	1.700
Talcahuano	750
Total	3.250

Durante 2014, la compañía despachó 1,5 millones de toneladas de cemento, tal como se muestra en la Ilustración 1. Durante el año pasado, **Cementos Bío Bío** presentó una participación de mercado igual a 28%. De esta manera, los despachos del sector totalizaron 5,3 millones de toneladas.

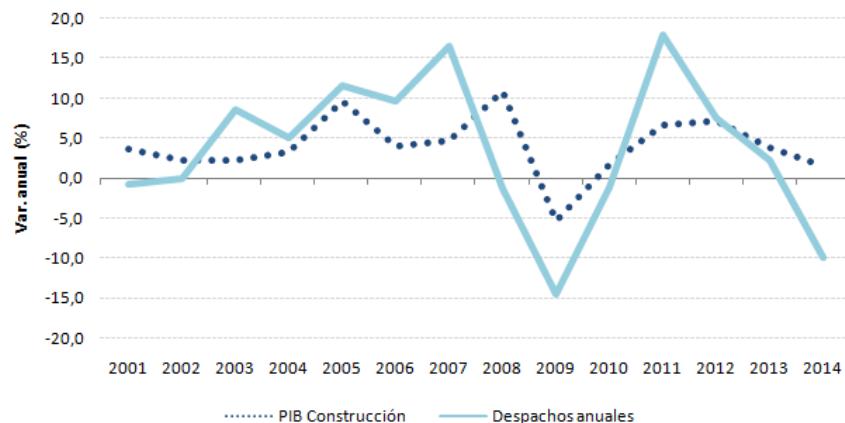
Ilustración 1

Evolución de los despachos de cementos
(Miles de toneladas. 2000-2014)



Como se ha mencionado anteriormente, esta actividad está altamente influenciada por el ciclo económico por el que atraviese el país donde una menor actividad en el sector de la construcción impacta la demanda por productos de la compañía; tal como se presenta en la Ilustración 2 que compara la variación anual de los despachos de cementos de la compañía, frente al desempeño del Producto Interno Bruto (PIB) de la construcción.

Ilustración 2
Variación anual de los despachos de cemento y el PIB de la construcción
 (%. 2001-2014)

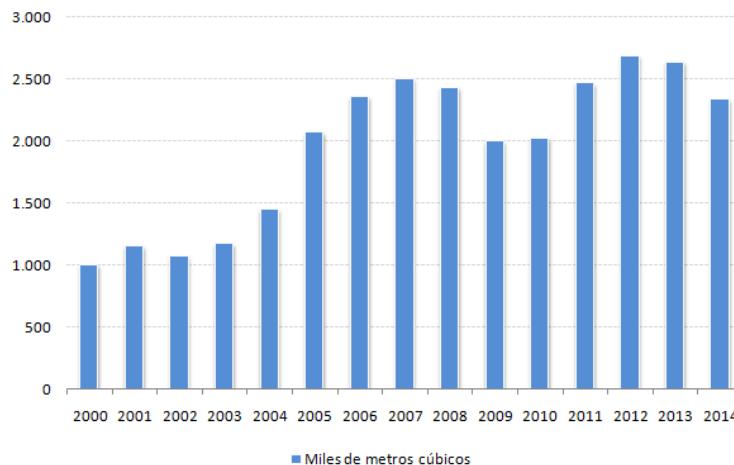


Hormigón

La compañía –a través de sus filiales Ready Mix S.A. y Tecnomix S.A.– está presente en este segmento del mercado desde hace más de 50 años, produciendo y comercializando hormigón premezclado. Dadas las características del hormigón, la diversidad geográfica del país, y los altos costos asociados a su transporte, la compañía cuenta con cuatro plantas de cementos y más de 40 centros de producción y despacho a nivel nacional.

Durante 2014, la compañía despachó 2,3 millones de metros cúbicos de hormigón, un 11,4% inferior a 2013 producto de la baja actividad en el sector construcción, tal como se muestra en la Ilustración 3. De esta forma, la compañía alcanzó una participación de mercado igual a 24,6%.

Ilustración 3
Evolución de los despachos de hormigón
(Miles de metros cúbicos. 2000-2014)



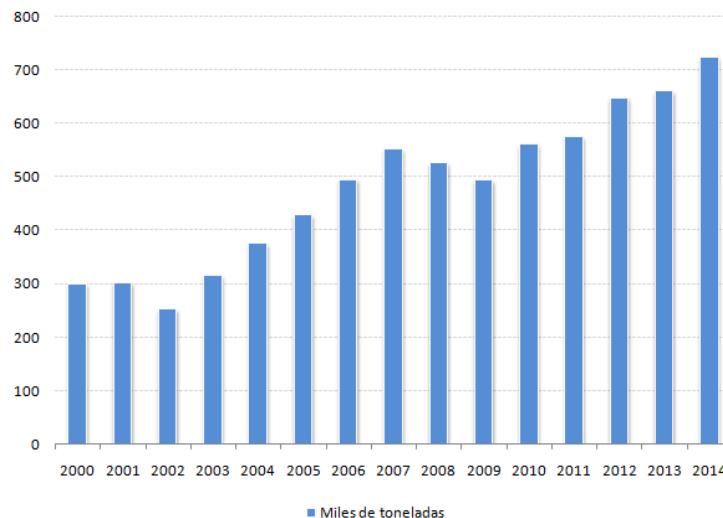
Cal

La cal es un reactivo estratégico para el sector minero, que se utiliza en diversos procesos vinculados a la extracción de cobre, plata, oro, litio y yodo, siendo el uso mayoritario en las concentradoras de cobre. La compañía lleva a cabo este negocio a través de su filial Bío Bío Cales, la cual abastece el 95% de las necesidades de este insumo demandado por las mineras de la zona norte, lo que equivale al 56% de las necesidades del país. Entre sus clientes se cuentan a Escondida, Collahuasi y Codelco.

Cabe señalar que la propiedad de esta filial le pertenece en un 67% a **Cementos Bío Bío**, mientras que el resto, un 33%, al Fondo de Inversión Privado, Compass Cales. Este fondo ingresó a la sociedad en octubre de 2012 tras el pago de \$49.656 millones. Estos fondos fueron destinados al pago de las deudas del emisor.

Este acuerdo contempla el derecho del fondo de inversión de forzar al directorio de la filial a abrirse a bolsa, mientras que **Cementos Bío Bío** tiene la opción de comprar la totalidad de las acciones suscritas por el fondo hasta el 31 de marzo de 2016.

Ilustración 4
Evolución de los despachos de cal
 (Miles de toneladas. 2001-2014)



La compañía ingresó a este mercado a comienzo de la década de 1990, junto al inicio de las operaciones de Minera Escondida. En la actualidad cuenta con dos plantas en Chile, ubicadas en Antofagasta y Copiapó, más una tercera planta en la provincia de San Juan, en Argentina, cercanas a los mayores centros de consumo, con una capacidad instalada de 1,3 millones de toneladas anuales. La empresa se abastece a través de yacimientos propios de caliza, del El Way en la Región de Antofagasta, el Jilguero en la Región de Atacama y Jáchal en Argentina.

Capacidad instalada de producción de cal (Mton/año)

Planta	Capacidad
Antofagasta	650
Copiapó	550
San Juan, Argentina	66
Total	1.266

De acuerdo con estimaciones de **Humphreys**, considerando la capacidad instalada de la compañía y la volatilidad propia de las variables que influyen en los márgenes, esta línea de negocios debiera representar, aproximadamente, entre el 30% y el 35% del EBITDA del emisor.

Otros segmentos

Cementos Bío Bío incursiona en negocios que involucran la extracción, producción y comercialización caliza, morteros predosificados y áridos, además de otras sociedades. En estas líneas de negocios, la empresa cuenta con cinco yacimientos de caliza, trece plantas de áridos y una planta de morteros. Además, como se mencionó anteriormente, cuenta con reservas de caliza conocidas para más de 100 años.

Capacidad instalada de producción de caliza (Mton/año)	
Planta	Capacidad
El Way	1.400
Del Fierro	850
El Refugio	120
La Perla	450
El Jilguero	1.120
Total	3.940

Capacidad instalada de producción de morteros (Mton/año) ⁵	
Planta	Capacidad
Dry Mix Mortero	190
Total	190

Evolución financiera

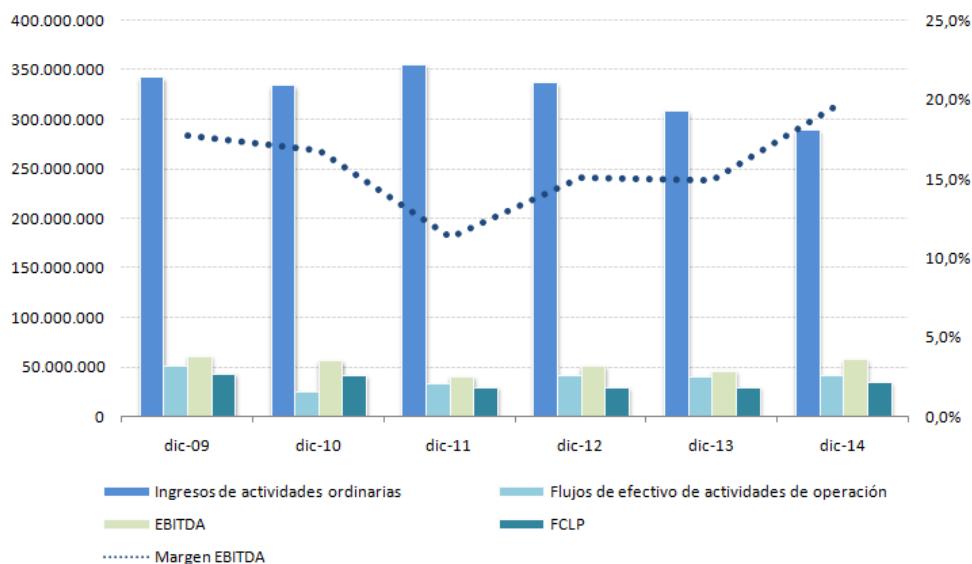
Evolución de ingresos, EBITDA y márgenes

En los últimos tres años, la compañía ha evidenciado consecutivas disminuciones en sus ingresos; si en 2011, **Cementos Bío Bío** exhibía ingresos por \$317.739 millones, en 2014 llegaron a \$283.526 millones. Lo anterior se explica, por un lado, porque en 2011 aún contemplaba los ingresos del negocio de cerámicos, cuyo proceso de enajenación comenzó en 2011 (periodo que comprende 6,5 meses del negocio de cerámica) y finalizó en 2012 con la venta del negocio de cerámicos en Venezuela. Por otro lado, y a nivel de industria, el segmento de cementos y hormigón ha estado inmerso en un ciclo de alta competencia, lo que ha afectado

⁵ A partir de diciembre de 2014, ya no se produce este producto.

el nivel de precios de estos productos. Junto con lo anterior, puntualmente para 2014, la compañía evidenció menores volúmenes de despachos para el cemento y hormigón los que fueron, parcialmente, compensados con una mejora en los niveles de precios.

Ilustración 5
Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA
 (M\$ y porcentaje. 2009-2014)

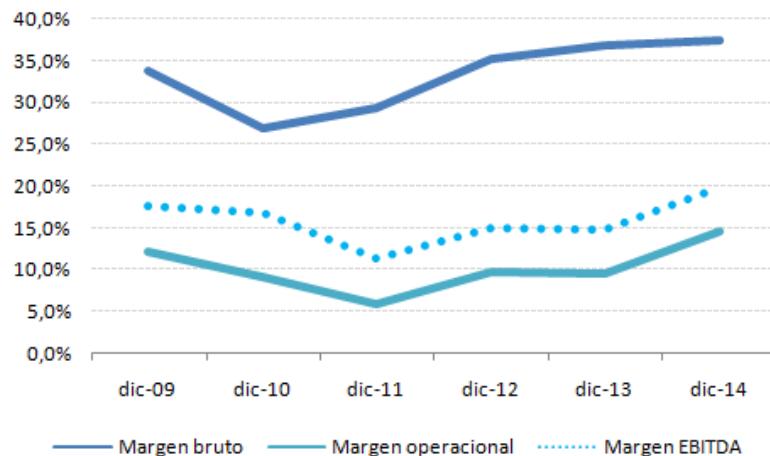


Sin embargo, tal como se presenta en la Ilustración 5, los menores niveles de ingresos evidenciados a partir de 2011, no han implicado necesariamente una disminución del EBITDA, ítem que ha exhibido un comportamiento volátil. Durante 2011, la compañía evidenció una contracción del EBITDA de 26,0% (producto del aumento de los costos de energía eléctrica y combustibles), mientras que en 2012 creció un 29,5% (producto de una mejor gestión de costos y gastos), luego en 2013 disminuyó un 7,9% y, finalmente, en 2014, creció un 31,2% (debido, principalmente, al aumento de otros ingresos). Esta volatilidad proviene principalmente de componentes no recurrentes. Con todo lo anterior y frente a las volatilidades en la generación de flujos que ha presentado en el pasado la compañía, y en opinión de **Humphreys**, el EBITDA recurrente de largo plazo bajo un escenario conservador (referente a los ingresos comprendidos en la cuenta otros ingresos y la influencia de los ciclos económicos en la generación de flujos) debería fluctuar en torno a los \$45.000 millones con las actuales líneas de negocio y un ambiente altamente competitivo. Este EBITDA, en promedio en el largo plazo, significa cerca del 14% de los ingresos del emisor.

Tras la salida del negocio de cerámica, que le permite a la compañía concentrarse en su negocio tradicional, es posible evidenciar una mejora tanto en el margen bruto, que ha promediado un

37,2% de los ingresos de la compañía entre 2013 y 2014, como en el margen operacional de la compañía, y en el EBITDA generado por la empresa, tal como se muestra en la Ilustración 6.

Ilustración 6
Evolución del margen bruto, operacional y EBITDA
(Porcentaje. 2009-2014)

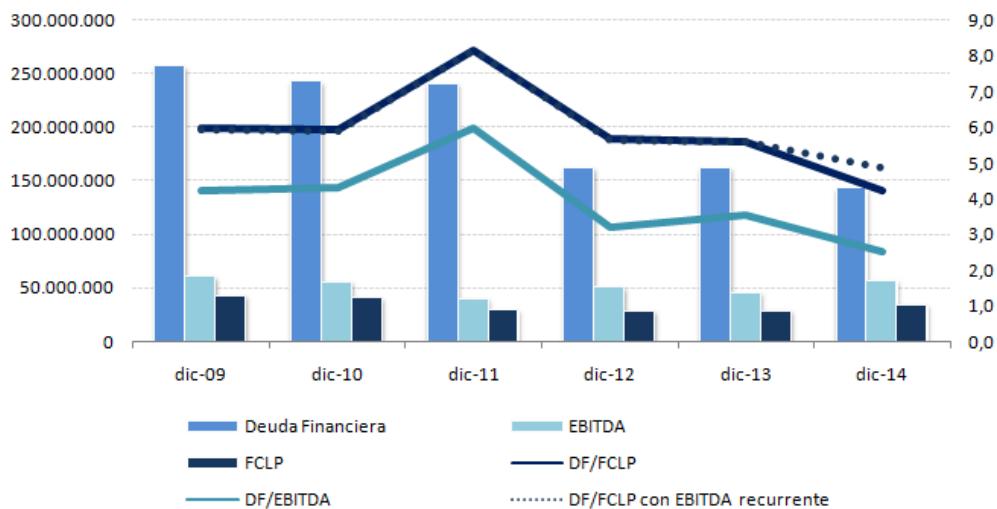


Evolución del endeudamiento financiero y la liquidez

Al 31 de diciembre de 2014 la deuda financiera total de **Cementos Bío Bío** alcanzaba a \$143.588 millones; equivalentes a 2,5 veces el EBITDA del emisor y 4,2 veces el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁶. Tal como se mencionó anteriormente, debido a la volatilidad que ha mostrado el EBITDA de la compañía, se ha estimado que el margen EBITDA de largo plazo del emisor debería converger a un 14% de los ingresos. De esta manera, se asume este margen EBITDA a objeto de calcular el indicador “FCLP con EBITDA recurrente”, con lo cual la relación deuda financiera sobre FCLP (recurrente) se eleva a 4,9 veces, tal como se muestra en la Ilustración 7.

⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

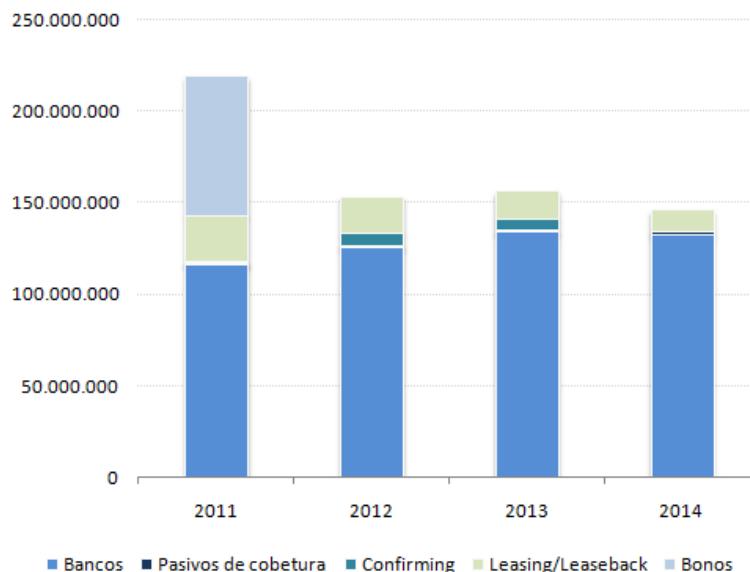
Ilustración 7
Evolución del margen bruto, operacional y EBITDA
 (M\$. 2009-2014)



Cabe señalar, que en el período 2009-2014 la compañía ha disminuido sustancialmente sus niveles de deuda, desde \$219.392 millones en 2009, a \$150.000 millones en 2014, lo que representa una disminución de 34,6%. La caída más relevante de la deuda financiera se registra en 2012, año en que la deuda financiera disminuye a \$150.723 millones, representando ese nivel de endeudamiento 3,2 veces el EBITDA de la compañía a esa fecha y 5,7 veces el FCLP. Cabe señalar que en el ejercicio inmediatamente anterior (2011) las obligaciones financieras de **Cementos Bío Bío** totalizaban a \$219.098 millones, equivalentes a 6,1 veces el EBITDA del emisor a 2011 y 8,2 veces el FCLP, como se muestra en la Ilustración 7.

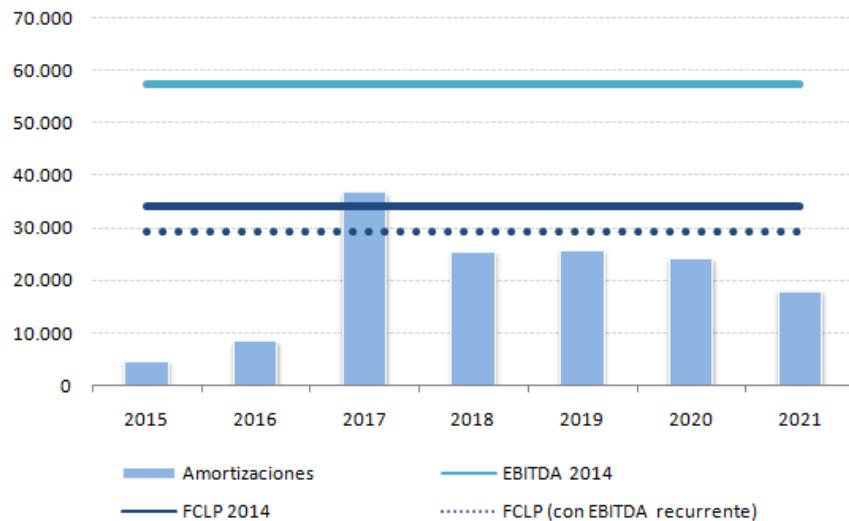
Para la restructuración de la deuda la compañía suscribió, por un lado, un crédito sindicado que le otorgó a **Cementos Bío Bío** una línea comprometida por hasta \$180 mil millones destinados a refinanciar deudas bancarias de corto plazo y públicas por un plazo de siete años, incluyendo dos años de gracia para las amortizaciones de capital. Por otro lado, tras la incorporación del Fondo de Inversión Compass Cales como accionista con el 33% de la filial Bío Bío Cales, que implicó ingresos por \$49.656 millones, los cuales, en conjunto con una porción de la línea de crédito sindicada, permitió a la compañía rescatar las series de bonos E, H e I que tenía hasta ese momento vigente.

Ilustración 8
Evolución de la estructura de endeudamiento financiero
(M\$. 2011-2014)



El perfil de amortizaciones de la compañía presenta claras holguras para 2015 y 2016. Sin embargo, esta holgura se extingue en 2017, fecha en que debe enfrentar la amortización de cerca del 26% del total de su deuda financiera; principalmente esta amortización corresponde a parte del crédito sindicado que le permitió reestructurar el endeudamiento financiero a la compañía. A partir de 2018, las holguras generadas frente a los vencimientos de la compañía son más bien estrechas hasta 2020. Sin embargo, la compañía tiene planificado refinanciar el crédito sindicado y extender el plazo de vencimientos que actualmente enfrenta.

Ilustración 9
Evolución de la estructura de endeudamiento financiero
(M\$. 2015-2021)



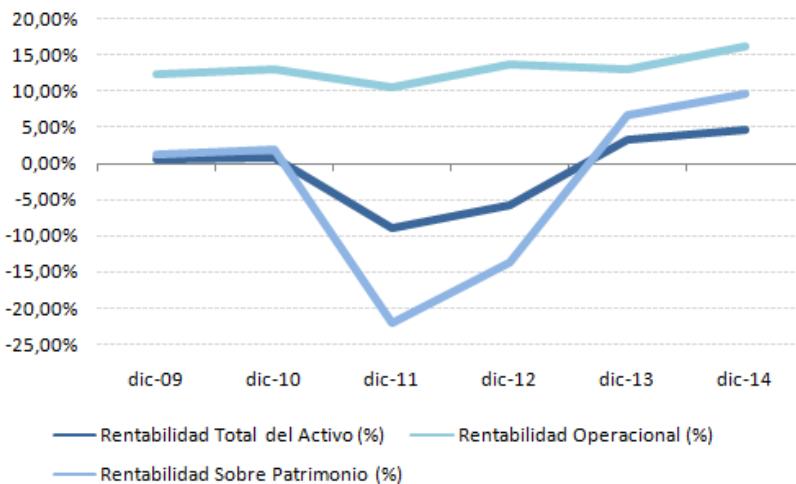
Rentabilidad

Los niveles de rentabilidad del activo y patrimonio han mostrado un comportamiento volátil en el periodo de evaluación, producto de la variabilidad que ha mostrado la utilidad de **Cementos Bío Bío**. En 2009, la compañía exhibía una rentabilidad del activo de 0,6%, mientras que en 2011 y 2012 mostró valores negativos por 9,0% y 5,9%, respectivamente, la misma que finalizó en 4,7% en diciembre de 2014. Por su parte, la rentabilidad sobre patrimonio era de 1,3% a diciembre de 2009, luego en 2011 y 2012 exhibió registros negativos de 22,1% y 13,7%, respectivamente, para finalizar 2014 en 9,7%.

Las rentabilidades negativas que ha exhibido la empresa en 2011 y 2012 se producen por las pérdidas reconocidas producto de la venta del negocio de cerámica sanitaria. En 2011 tras la enajenación, en una primera etapa, del 100% de Fanaloza en Chile, Edesa en Ecuador, Cesa en Perú y Briggs Plumbing en Estados Unidos, la compañía debió reconocer pérdidas contables por \$39.455 millones, con esto el resultado negativo de ese año llegó a \$51.374 millones. Luego, en octubre de 2012, la empresa vende su filial Vencerámica en Venezuela donde debió reconocer pérdidas, para ese ejercicio, por \$22.289 millones, obteniendo así un resultado final de \$30.997 millones.

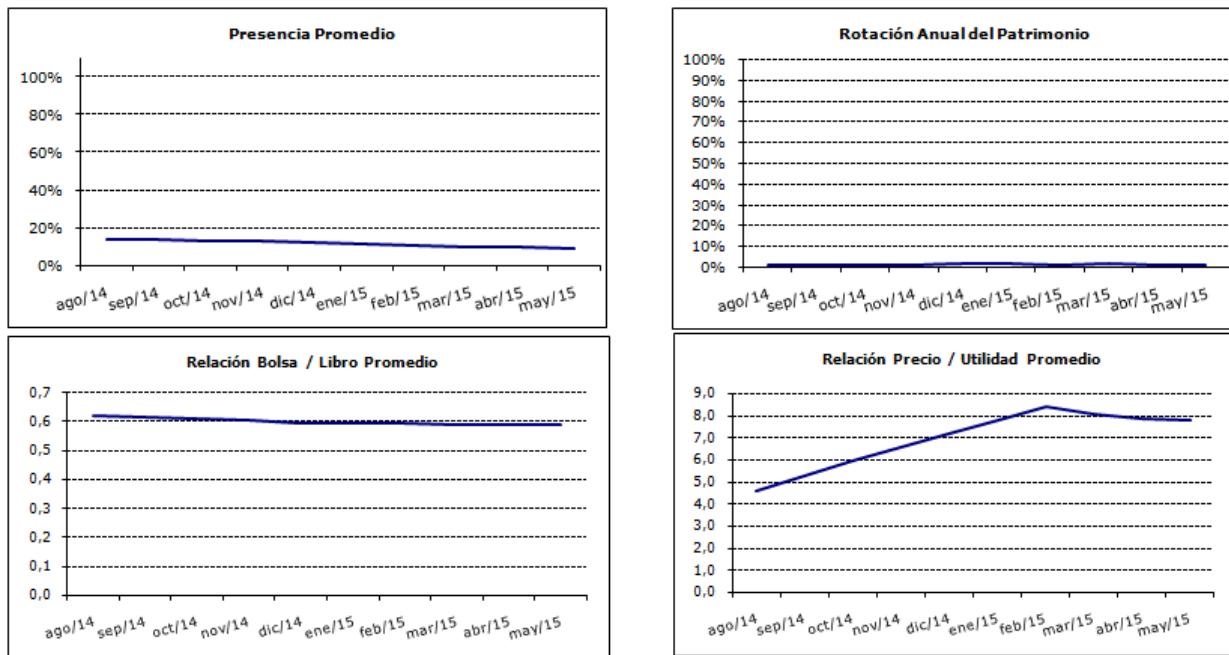
Por otra parte, la rentabilidad operacional se ha mostrado un tanto más estable en el tiempo. En 2009 obtuvo valores por 12,4%, mientras que en 2011 bajó a 10,6%, producto del incremento de los precios de la energía, mientras que 2014 finalizó con una rentabilidad igual a 16,3%.

Ilustración 10
Evolución de la estructura de endeudamiento financiero
 (M\$. 2015-2021)



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y de rotación anual del patrimonio. Además se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



"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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."