



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO



Industria Cementera

Patricio Del Basto A.

patricio.delbasto@humphreys.cl

FICHA TÉCNICA

Diciembre de 2024

Consideraciones

El presente documento entrega información para empresas orientadas a la venta de cemento y registradas en la Comisión para el Mercado Financiero. La información fue obtenida de los reportes que elabora *Humphreys Advisors* y directamente de fuentes públicas, con fecha de corte septiembre de 2024.

En particular, este documento se centra en las siguientes empresas:

1. Cementos Bío Bío S.A. (Cementos Bio Bio)
2. Melón S.A. (Melón)
3. Cemento Polpaico S.A. (Polpaico)

De acuerdo con la metodología utilizada por *Humphreys*, los indicadores presentados deben ser contrastados con elementos particulares que presenta cada compañía dentro de la industria en la que participa y que, en definitiva, le dan viabilidad de largo plazo (dentro de los elementos más relevantes destacan la escala del negocio, la distribución geográfica de las ventas, la distribución de ventas por mercado sectorial, la concentración y características de los clientes, diversidad de líneas de negocio, capacidad de abastecimiento, estructuración de la deuda, resultados financieros y fortalezas de la administración).

En Chile, el sector de ventas de cementos está altamente concentrado, destacando la fuerte interdependencia entre los competidores y las barreras de entrada, debido a los costos de inversión en plantas y la tecnología necesaria para producir cemento a gran escala), compitiendo principalmente vía precio, dado que el cemento es un producto que tiene acotados grados de diferenciación. De esta manera, como principales actores resaltan Cementos Bío Bío (segmentos operacionales: "cementos", "cal" y "otros"), Polpaico (segmentos operacionales: "cementos" y "áridos") y Melón (segmentos operacionales: "cementos" y "áridos"). Características como la fuerte relación a la actividad económica (principalmente al sector de la construcción), en conjunto con la concentración de los participantes, la fuerte competencia entre ellos y la posibilidad de acceder al mercado internacional, implican un permanente desafío para los participantes.

El nivel de toneladas de cementos despachadas en 2023¹ fue de 5,2 millones, un 11,3% inferior a 2022. Cabe mencionar que, durante la última década, los participantes de la industria han tenido

¹ Última información disponible a la fecha.

que sortear periodos complejos, donde una contracción en la actividad (sobre todo de construcción), radica en una pérdida en el dinamismo de los despachos de cemento y hormigón, afectando los resultados de las empresas del rubro.

En el tercer trimestre de 2024, la industria del cemento y hormigón en Chile continuó enfrentando desafíos importantes debido a la desaceleración persistente en el sector de la construcción. Aunque la caída parece estar moderándose, el panorama sigue siendo complejo. Los permisos de edificación continúan siendo significativamente más bajos en comparación con el mismo período del año anterior, situación similar ocurre con la velocidad de ventas residenciales. Por tanto, en este contexto, se hace relevante la diversificación de los negocios que tengan las diferentes compañías.

Evolución ingresos

En el periodo de evaluación, en términos reales y anualizados, se observa que los ingresos de las empresas del sector han exhibido una tendencia a la baja, que se aceleró en 2020 a partir de los efectos de la pandemia. Al respecto, durante el tercer trimestre de 2020, Polpaico incorporó los resultados de Cementos Bicentenario tras aprobarse la fusión por incorporación de Gamma Cementos -en ese entonces matriz de Cementos Bicentenario-, razón que explicaría en septiembre la fuerte alza de sus flujos consolidados.

En 2021, las firmas presentaron una fuerte recuperación, especialmente entre junio y septiembre, a partir de una regularización de las actividades productivas otorgando mayor dinamismo a las ventas.

Desde 2021 a la fecha, Melón y Polpaico exhibieron recurrentes caídas por una menor actividad en el sector de cementos; factores como mayor nivel de tasas de interés y la disminución de la inversión en proyectos de construcción e infraestructura, han generado un entorno menos favorable, afectando directamente la demanda de cemento y ralentizando la recuperación. Por su parte, Cementos Bío Bío ha mantenido relativamente estables sus ventas desde 2021, considerando que el negocio de cal ha permitido compensar en parte las pérdidas en el dinamismo de despacho de cemento.

De esta manera, en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, en términos de escala, Cementos Bío Bío destaca como la empresa con mayor nivel de ventas alcanzando los \$ 359.661 millones, seguido por Polpaico con \$ 320.926 millones y Melón con \$ 243.960 millones.

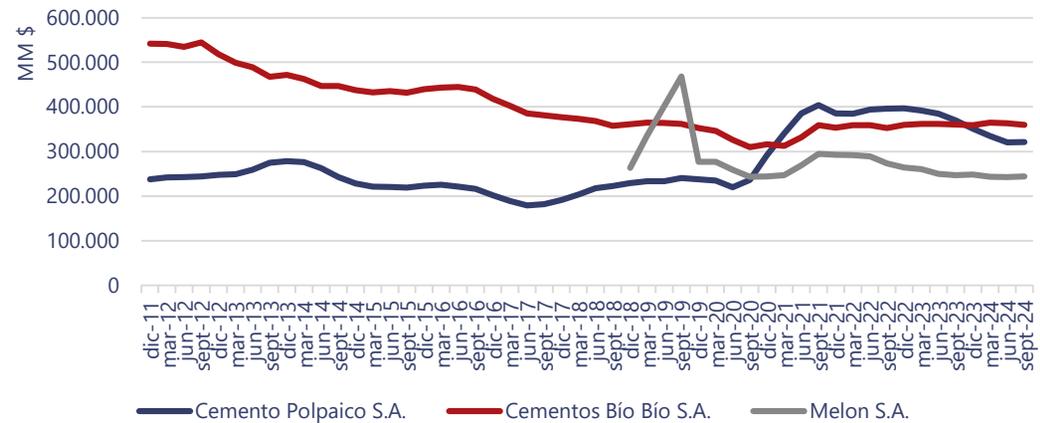


Ilustración 1: Ingresos anualizados ajustados por inflación

Evolución rentabilidad

El margen EBITDA de las empresas del sector ha exhibido valores bastante dispares en los últimos años. El mayor margen lo obtuvo Cementos Bío Bío en los últimos años, con un 22,1% en lo más reciente, en relación con el 5,2% de Polpaico y el 4,3% de Melón. Asimismo, el margen más estable es el de Cementos Bío Bío, que obtuvo un coeficiente de variación en torno a 23% desde 2019 a la fecha (en relación con el 40% de Melón y 66% de Polpaico, en el mismo periodo). Lo anterior se explica, en parte, por la configuración del negocio de la sociedad, ya que gran parte de su EBITDA lo genera el segmento “cal”, que es un insumo estratégico para la minería y que presenta márgenes más estables (el coeficiente de variación del margen EBITDA de cal es de 12%, en tanto cementos alcanza 29% desde 2019 a la fecha).

Cabe mencionar que Cementos Bío Bío ha incrementado su margen EBITDA en los últimos dos años, producto del mejor desempeño en su negocio de cal y mejoras operativas para el control de costos y gastos. Por su parte, Melón exhibió cierta recuperación en 2023 por concepto de planes de optimización de costos y gastos, pero dicha recuperación se revirtió en los siguientes periodos.

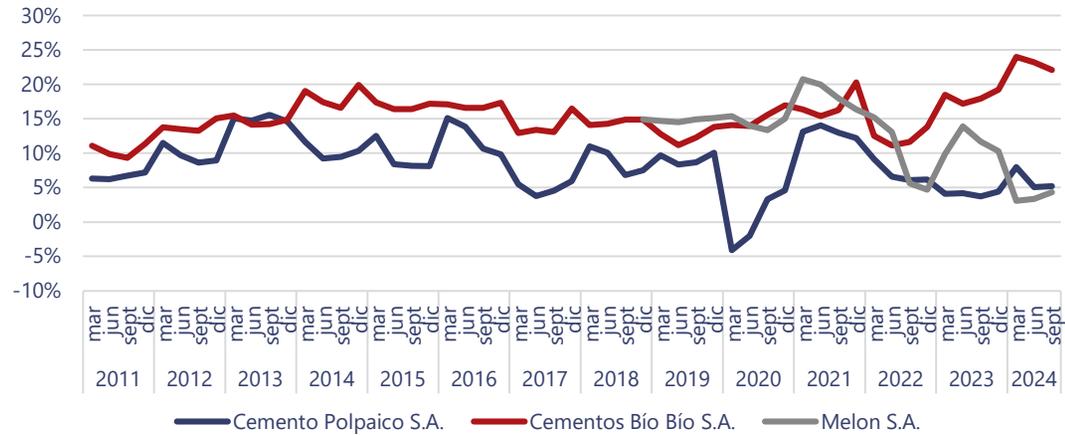


Ilustración 2: Margen EBITDA acumulado

Al analizar la rentabilidad sobre activo, Cementos Bío Bío se mantuvo como líder, tanto en cuantía (mayor valor) como en estabilidad (menor coeficiente de variación). En 2020, si bien se observa una caída a nivel general, las bajas de Melón y Cemento Polpaico fueron abruptas, replicándose dicho comportamiento durante finales de 2022 – inicios de 2023, con caídas a nivel industria que fueron similares e incluso más profundas que lo exhibido en la pandemia.

Polpaico, ha exhibido una recuperación en lo más reciente, alcanzando rentabilidades cercanas a cero (debido a una mejora en resultado bruto y baja en costos de distribución), mientras que Melón mantuvo valores negativos por concepto de un resultado bruto que no ha logrado revertir, a partir de (entre otros elementos) gastos de mantenimiento programados del horno de su planta de La Calera, término de proyectos especiales en el sector minero, impuesto verde en el negocio cementero y mayor tipo de cambio. Por su parte, Cementos Bío Bío exhibió fuertes incrementos que, en 2024, responden a mejoras en los resultados netos de cemento y cal (incrementos en los niveles de ventas), resaltando las caídas en los gastos de administración y costos de distribución en términos relativos.

Cabe mencionar que las rentabilidades de los participantes de la industria se han visto afectadas por presiones en costos, gastos, precios de combustibles y de materias primas, elevada inflación (y tasas de interés) e incertidumbre política interna, todo lo cual ha afectado las decisiones de inversión de los agentes en el sector construcción (relevante para la industria) y a los niveles de actividad de la industria (volumen de venta de cemento).

Adicionalmente, el debilitamiento de la demanda por cemento muestra la importancia de la diversificación de los flujos. En el caso de Cementos Bio Bío, su presencia en el mercado de cal ha evitado la caída en la rentabilidad que han experimentado los otros participantes de la industria.

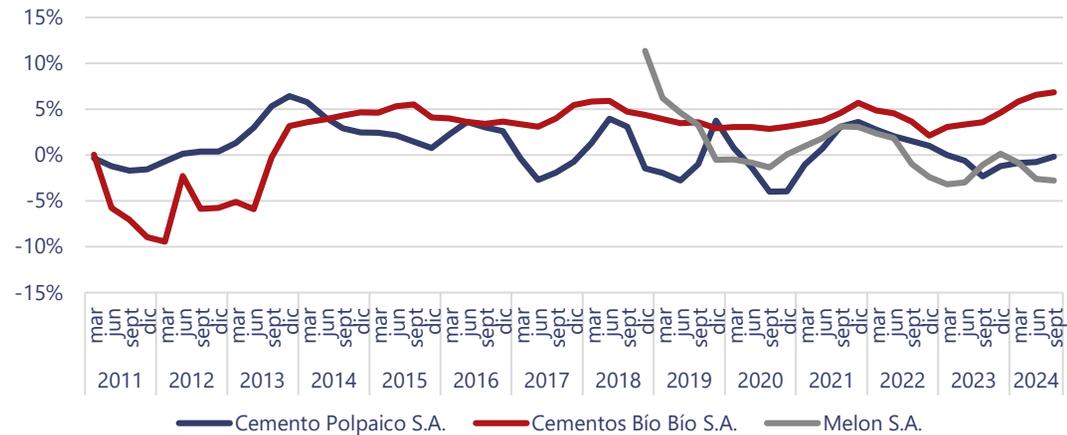


Ilustración 3: ROA anualizado

Evolución endeudamiento y liquidez

El endeudamiento relativo de Cementos Bio Bío y Melón, medido como pasivo total sobre patrimonio (*leverage*) tiende a ser bastante acotado en comparación con otras industrias. Hasta finales de 2019, Polpaico era la firma con menor endeudamiento, exhibiendo niveles inferiores a la unidad para posteriormente presentar alzas abruptas en 2020 (producto de la fusión mencionada anteriormente) y alcanzando las 2,2 veces en septiembre de 2024. Cabe mencionar que, en comparación con la industria, Polpaico ha exhibido una elevada proporción de pasivos en relación con el capital suscrito y pagado (lo que sumado a caídas en los resultados acumulados ha tenido un fuerte impacto en el *leverage*), situación que se ha agudizado en los últimos periodos por mayor nivel de cuentas por pagar a proveedores nacionales y provisiones por desmantelamiento.

Por su parte, Melón y Cementos Bio Bío alcanzaron valores bastante más conservadores y estables en los últimos años, siendo de 1,0 veces y 0,8 veces, respectivamente.

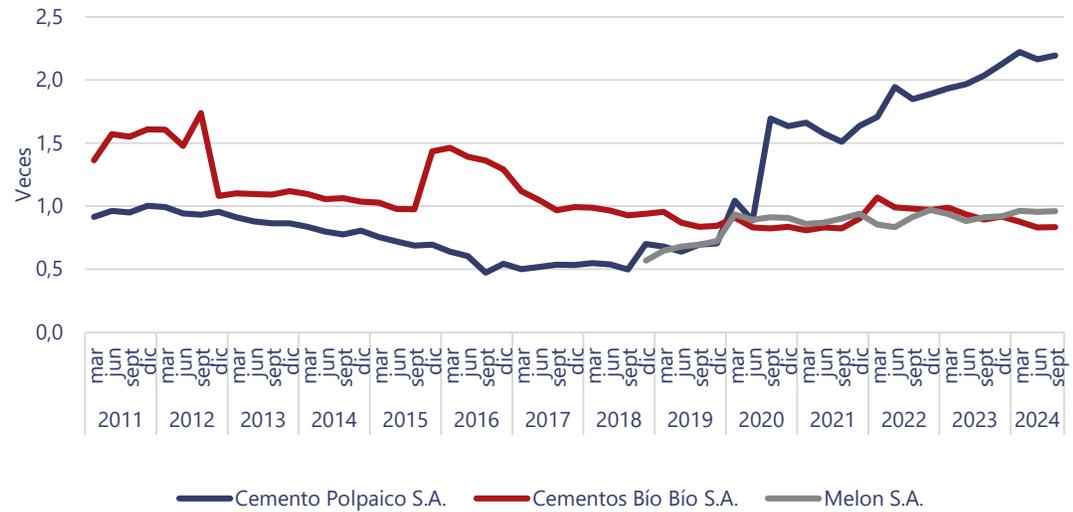


Ilustración 4: Leverage

Finalmente, la liquidez medida como razón corriente, se mantuvo por sobre la unidad en la mayor parte de los periodos, pero con una marcada tendencia a la baja. Cabe destacar que, en general, la industria redujo su nivel de efectivo en relación con periodos anteriores e incrementó los pasivos financieros corrientes. En consecuencia, en septiembre de 2024, Cementos Bío Bío, Polpaico y Melón alcanzaron indicadores de 1,5 veces, 0,7 veces y 0,7 veces, respectivamente.

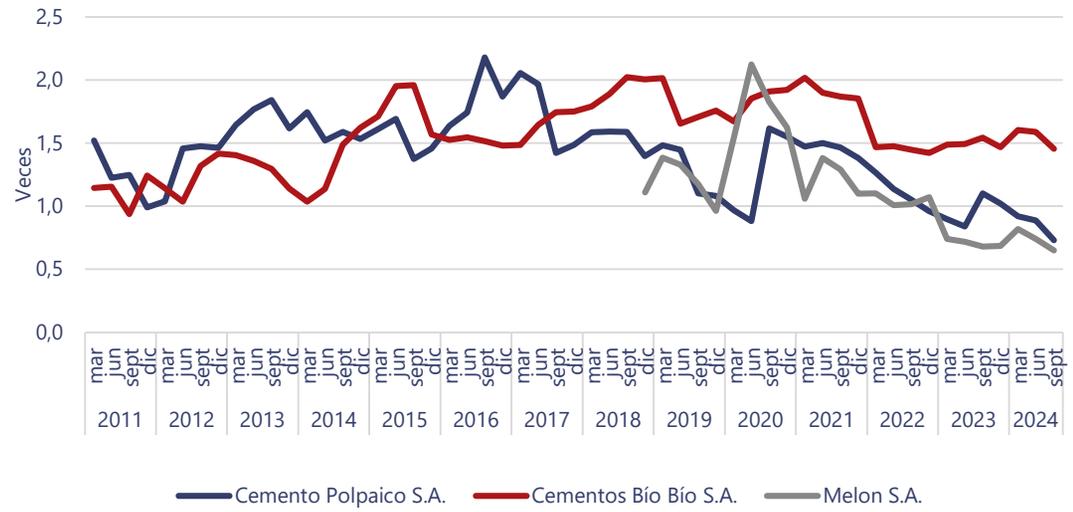


Ilustración 5: Liquidez