



Informe de Valoración

Cemento Polpaico S.A.

Noviembre 2024

1. Metodología general de valoración

Metodología general de valoración

Metodología de valoración	Descripción	Comentarios
Flujo de Caja Libre Descontado (DFC)	Valor actual de los flujos de fondos futuros descontándolos a una tasa que refleja el riesgo del negocio.	Basado en proyección a 10 años y perpetuidad. Metodología principal de valoración.
Múltiplos de transacciones comparables	Analiza valoraciones en transacciones de compañías similares.	Los mercados en los que operan presentan diferencias significativas con respecto a las perspectivas de crecimiento futuras y el riesgo. La comparación de valoración usando estas metodologías se utiliza como referencia.
Múltiplos de compañías comparables con cotización	Estima el valor de una compañía mediante la comparación de ésta con el valor de compañías similares que cotizan en bolsa.	
Fuentes adicionales de valor	Activos fijos prescindibles	Las valoración por DCF contempla el valor de activos fijos prescindibles.

2. Principales supuestos de valoración

Supuestos generales de proyección

Proyecciones	<ul style="list-style-type: none">▪ Proyección a 10 años (2025-2034).▪ Proyecciones en términos nominales en moneda local (CLP).
Crecimiento/ Participación de mercado	<ul style="list-style-type: none">▪ Se asume que en el año 2028 los mercados de cemento y hormigón recuperan los niveles previos a la caída del año 2023.▪ Desde 2029 en adelante se asume que ambos mercados crecen en base a un multiplicador de 1,1x la tasa de crecimiento real del PIB (2,6% para el año 2029 en adelante).<ul style="list-style-type: none">- Participación de mercado en cemento: se mantiene la participación de mercado.- Participación de mercado en hormigón: se mantiene la participación.
Precios	<ul style="list-style-type: none">▪ Los precios de venta se ajustan por la tasa de inflación del 3%.▪ Para Áridos se asumen incrementos de precio por encima de la inflación en 2025 y 2026.
Costo de venta	<ul style="list-style-type: none">▪ Cemento<ul style="list-style-type: none">• Costos variables en función al volumen considerando costos unitarios ajustados por inflación.• Costos fijos ajustados por inflación; para costos de mantención y servicios de terceros se asume estructura fijo/variable.▪ Hormigón<ul style="list-style-type: none">• Costos variables en función al crecimiento en volumen con costos unitarios ajustados por inflación.• Costos fijos ajustados por inflación; para otros costos de fijos de planta se considera estructura fijo/variable.▪ Áridos: Costos variables en función a la variación en volumen y la tasa de inflación. Costo fijo ajustado por inflación.

Supuestos generales de proyección

Coactiva	<ul style="list-style-type: none">▪ Ingresos<ul style="list-style-type: none">• Crecimiento en REAS en 2025 y 2026.• Crecimiento volumen interno en 2028.• Precios de servicios ajustados por inflación.▪ Costos directos<ul style="list-style-type: none">• Costos variables en función a la variación en volumen y la tasa de inflación. Costo fijo ajustado por inflación.
Costo de distribución	<ul style="list-style-type: none">▪ Para todas las unidades (Cemento, Hormigón, Áridos, Coactiva) se proyecta el costo de distribución en función al volumen (toneladas o m3) y al costo de distribución por unidad ajustado por inflación.▪ El costo de distribución se proyecta estable.
SG&A	<ul style="list-style-type: none">▪ Los gastos de administración y venta (“GAV”) se proyectan en base a una estructura fijo y variable.▪ GAV representa entre 7,5%-6% de los ingresos, estabilizándose en 6% en el largo plazo.
Impuestos	<ul style="list-style-type: none">▪ Tasa impositiva del 27%.▪ Se considera el efecto de la pérdida tributaria acumulada al 31 de diciembre de 2024.
Capex / Depreciación	<ul style="list-style-type: none">▪ Se considera el plan de Capex de la Compañía con los siguientes componentes:<ul style="list-style-type: none">▪ Capex de continuidad de negocio y mejoras.▪ Inversión EIA - Unidad de Relaves/Compensación Cerro Blanco.▪ Capex por renovación de flota.▪ Las nuevas inversiones se deprecian en un plazo de 15 años.

Otras consideraciones para la valoración

Cartas de crédito	<ul style="list-style-type: none">▪ Cartas de crédito para financiamiento de inventario se consideran capital de trabajo y no deuda financiera.▪ El costo financiero de las cartas de crédito se considera como gasto operacional.
Riesgo ambiental/ Impuesto verde	<ul style="list-style-type: none">▪ No se considera un incremento en el impuesto verde sobre emisiones de CO2.▪ Se asume que se mantiene la tasa actual de USD 5 por tonelada de CO2 emitida.
Activos prescindibles	<ul style="list-style-type: none">▪ Se incorporan al valor empresa los activos prescindibles, considerando la última tasación disponible y el año proyectado para su venta. Al valor de venta de cada uno de los terrenos se le descontó el costo tributario para estimar los impuestos a pagar por cada operación.
WACC	<ul style="list-style-type: none">▪ La tasa de descuento utilizada (WACC) es del 12,75% en términos nominales en pesos chilenos (CLP).
Valor terminal	<ul style="list-style-type: none">▪ El valor terminal es calculado como perpetuidad creciente al 3% del flujo del año 2034.▪ Se asume que el Capex se iguala a la depreciación en la perpetuidad y el activo fijo neto se mantiene estable.

3. Proyecciones y valoración

Cemento – Ingresos

- Se proyecta una recuperación en el mercado a 2028.
- En adelante, se asume que el mercado crece a un multiplicador de 1,1x la tasa de crecimiento real del PIB (2,6% anual para 2029 en adelante).
- La participación de mercado de la Compañía se mantiene constante para el período de proyección.
- Se asume que los precios se ajustan a la tasa de inflación a partir del año 2026.

Cemento – Costo de venta y distribución

- Se proyectan costos de producción fijos y variables en forma separada.
- Se asumen costos de Clinker importados para los años 2026 y 2027.
- Relación Clinker importado/nacional de 40/60% al inicio de la proyección; Clinker importado creciendo hasta relación 57,5/42,5%.
- El costo de venta a nivel consolidado se estabiliza en torno al 69% de los ingresos en el largo plazo.
- Los costos de distribución se proyectan a nivel consolidado para todo el negocio de cemento.

Hormigón – Ingresos

- Se proyecta una recuperación en el mercado a 2028.
- Desde 2029 en adelante, se asume que el mercado crece a un multiplicador de 1,1x la tasa de crecimiento real del PIB (2,6%).
- La participación de mercado se mantiene para toda la proyección.
- Se proyecta un incremento en proyectos.
- Precios ajustados por la tasa de inflación a partir del año 2026.

Hormigón – Costo de venta y distribución

- Se proyectan costos de producción fijos y variables para el negocio de hormigón.
- El costo de venta asciende a 71-67% de los ingresos.
- El margen de contribución (Ingresos menos Costo de venta) se incrementa progresivamente
- El costo de distribución se proyecta estable.

Áridos

- El volumen de ingresos se proyecta de acuerdo a la variación del volumen de cemento a 2028. Posteriormente evoluciona de acuerdo a la variación del PIB esperada para cada año.
- Los precios se ajustan por encima de la tasa de inflación en 2025 y 2026 y por inflación proyectada desde 2027 en adelante.
- Se proyectan costos de producción fijos ajustados por inflación y variables en función al volumen.
- El costo de venta asciende a 66-64% de los ingresos.
- El margen de contribución se incrementa progresivamente
- El costo de distribución se proyecta estable.

Coactiva

- Ingresos proyectados de acuerdo al plan de negocio de la compañía hasta 2028.
 - Crecimiento en REAS.
 - Crecimiento por proyecto de TSR.
- Desde 2029 en adelante, el volumen se proyecta con respecto a la variación del PIB de cada año y los precios son ajustados por la tasa de inflación proyectada.
- El margen de contribución se incrementa progresivamente
- El costo de distribución se proyecta estable.

Valoración

		Enterprise Value				
		WACC (incremento/reducción)				
		12.50%	12.63%	12.75%	12.88%	13.00%
g (%) Crecim.	2.5%	288,121	284,028	280,038	276,146	272,349
	2.8%	291,494	287,280	283,174	279,171	275,269
	3.0%	295,043	290,700	286,471	282,350	278,334
	3.3%	298,785	294,303	289,941	285,694	281,557
	3.5%	302,735	298,103	293,599	289,216	284,950

		Equity Value				
		WACC (incremento/reducción)				
		12.50%	12.63%	12.75%	12.88%	13.00%
g (%) Crecim.	2.5%	176,161	172,068	168,078	164,186	160,389
	2.8%	179,534	175,320	171,214	167,211	163,309
	3.0%	183,083	178,740	174,511	170,390	166,374
	3.3%	186,825	182,343	177,981	173,734	169,597
	3.5%	190,775	186,143	181,639	177,256	172,990

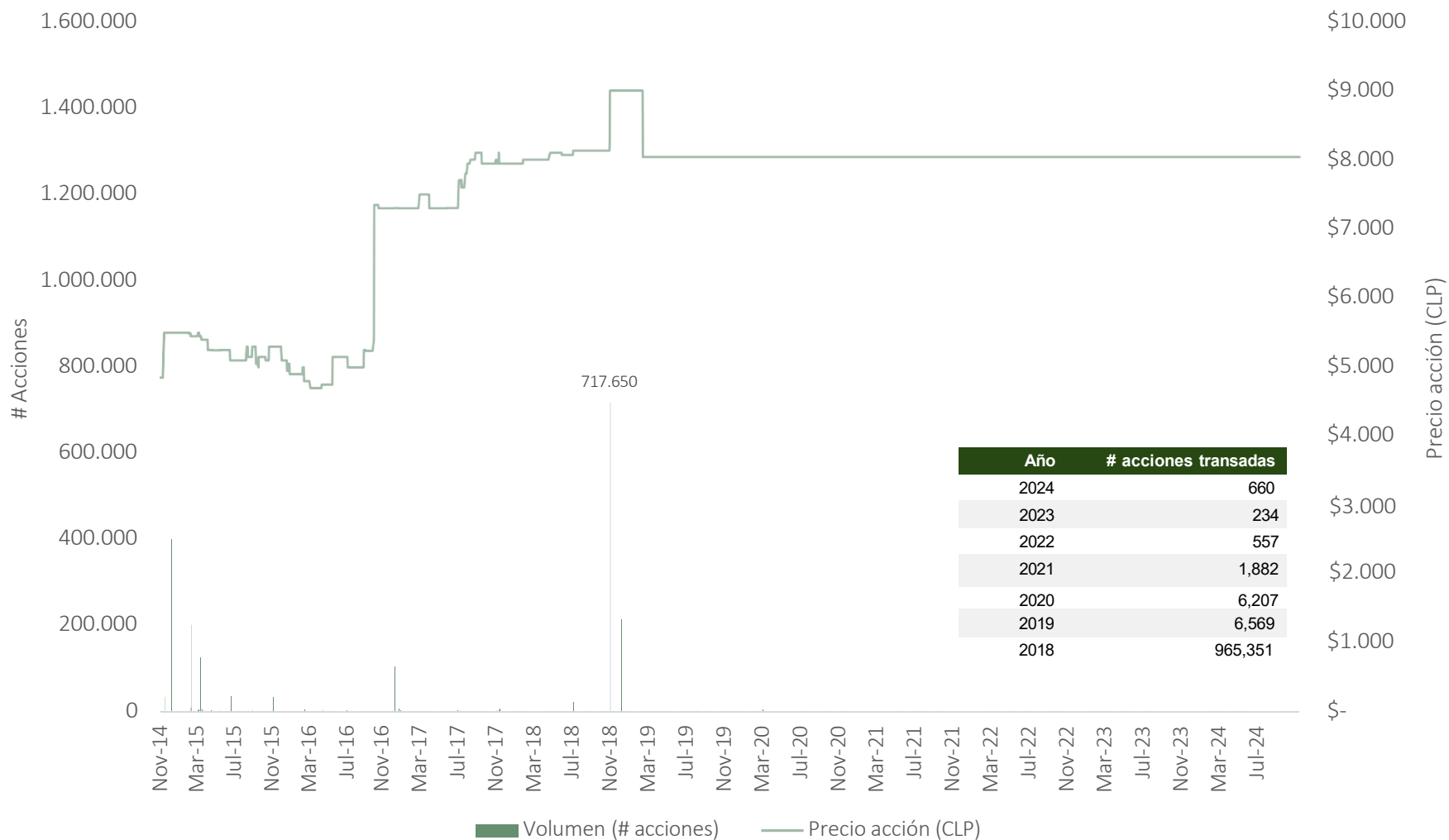
		Share Price				
		WACC (incremento/reducción)				
		12.50%	12.63%	12.75%	12.88%	13.00%
g (%) Crecim.	2.5%	6,899	6,738	6,582	6,430	6,281
	2.8%	7,031	6,866	6,705	6,548	6,395
	3.0%	7,170	7,000	6,834	6,673	6,515
	3.3%	7,316	7,141	6,970	6,804	6,642
	3.5%	7,471	7,290	7,113	6,942	6,775

Rango de valor por acción estimado

CLP 6.673 – 7.000

4. Consideraciones sobre la valoración

Precio de la acción y volumen transado



Comparables Latam

Company	Country	TEV	Mkt. Cap	TEV/Revenue			TEV/Gross Profit			TEV/EBITDA		
		28-nov	28-nov	2022	2023	2024E	2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
Melon S.A.	Chile	220	103	0.8x	0.9x	n.a	3.5x	2.8x	n.a	NM	115.8x	n.a
Cementos Bio Bio S.A.	Chile	500	379	0.9x	0.8x	n.a	2.8x	2.2x	n.a	14.1x	6.0x	9.7x ⁽¹⁾
Holcim (Argentina) S.A.	Argentina	813	809	2.2x	6.6x	n.a	1.0x	5.4x	n.a	8.5x	34.9x	n.a
Loma Negra Compañía Industrial Argentina	Argentina	1,513	1,333	1.8x	2.7x	2.5x	1.4x	8.0x	10.1x	6.9x	13.4x	8.7x
UNACEM Corp S.A.A.	Peru	2,128	639	1.2x	1.1x	1.4x	4.3x	4.4x	5.7x	4.4x	4.8x	5.4x
Cementos Pacasmayo S.A.A.	Peru	853	500	1.4x	1.5x	1.6x	4.6x	4.4x	4.4x	6.0x	6.3x	5.8x
Cementos Argos S.A.	Colombia	3,676	2,850	1.1x	1.1x	3.1x	5.9x	5.1x	14.0x	6.3x	5.7x	14.1x
CEMEX, S.A.B. de C.V.	Mexico	14,879	7,852	0.9x	1.1x	0.9x	3.0x	3.3x	2.6x	6.3x	5.8x	4.5x
GCC, S.A.B. de C.V.	Mexico	2,390	2,748	1.7x	2.6x	1.8x	5.4x	7.1x	4.6x	5.4x	7.8x	4.9x
Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.	Mexico	2,771	3,159	2.9x	3.0x	2.6x	4.9x	4.5x	4.1x	7.1x	7.0x	5.9x
Average		2,974	2,037	1.5x	2.2x	2.0x	3.7x	4.7x	6.5x	7.2x	20.8x	7.4x
Median		1,821	1,071	1.3x	1.3x	1.8x	3.9x	4.5x	4.6x	6.3x	6.7x	5.8x
Min		220	103	0.8x	0.8x	0.9x	1.0x	2.2x	2.6x	4.4x	4.8x	4.5x
Max		14,879	7,852	2.9x	6.6x	3.1x	5.9x	8.0x	14.0x	14.1x	115.8x	14.1x

- La valoración en bolsa de comparables latinoamericanas se ubica en un promedio de 7,4x EBITDA; rango de 6,7x a 8,1x.

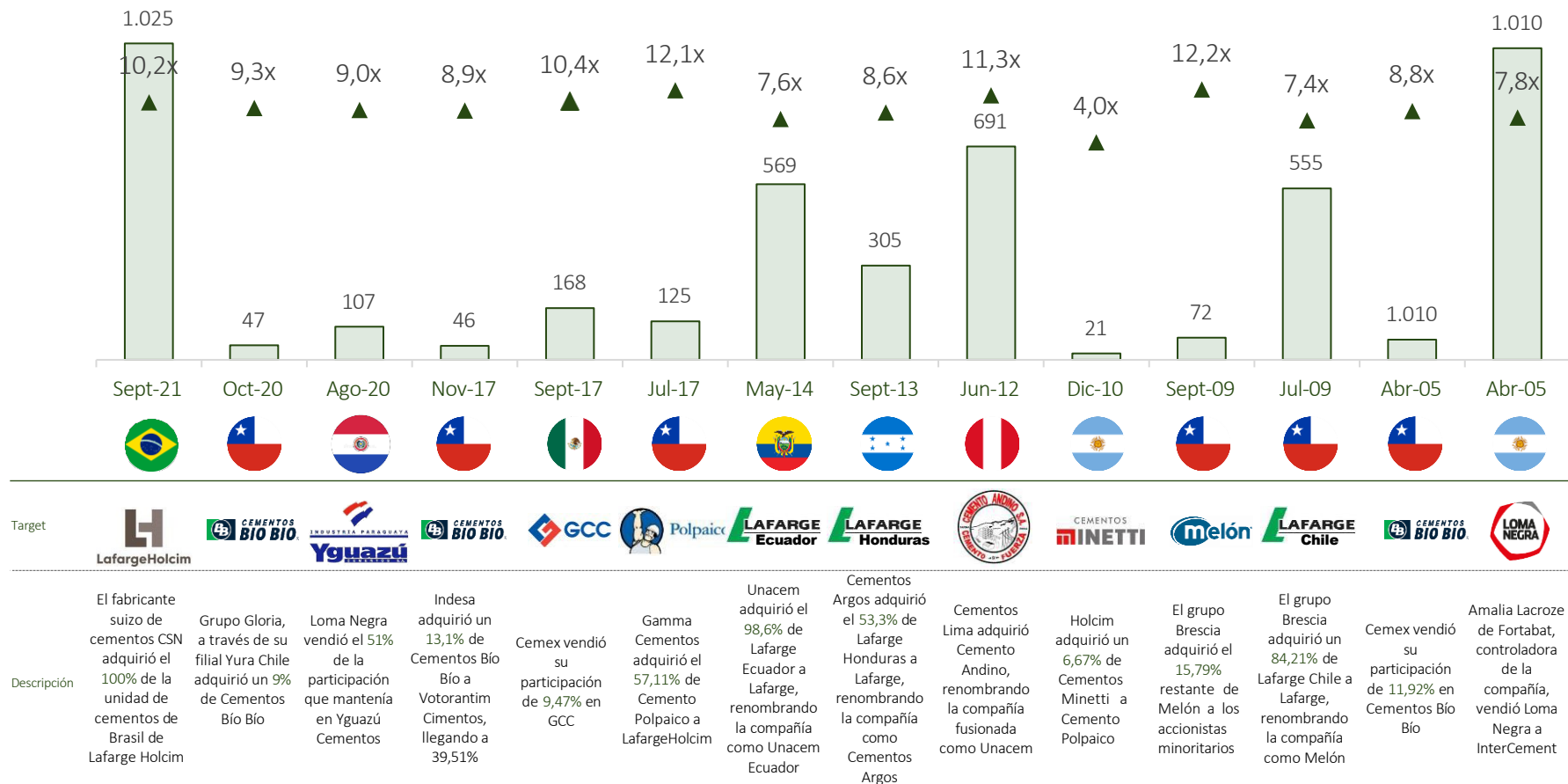
Comparables Global (ex-Latam)

Company	Country	TEV	Mkt. Cap	TEV/Revenue			TEV/Gross Profit			TEV/EBITDA		
		28-nov	28-nov	2022	2023	2024E	2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
CRH plc	Ireland	83,018	69,198	1.0x	1.6x	2.3x	3.1x	4.6x	6.6x	5.8x	9.3x	12.1x
Holcim AG	Switzerland	70,000	56,769	1.6x	1.8x	2.3x	3.8x	4.4x	5.4x	6.9x	8.8x	9.1x
Sika AG	Switzerland	48,027	41,453	3.6x	4.7x	3.6x	7.1x	8.5x	6.7x	19.0x	28.3x	18.7x
Martin Marietta Materials, Inc.	United States	40,654	36,402	4.6x	5.6x	6.1x	18.5x	17.3x	20.6x	14.2x	16.1x	19.5x
Heidelberg Materials AG	Germany	30,726	22,435	0.9x	1.1x	1.4x	1.5x	1.7x	2.2x	4.9x	6.0x	6.6x
Breedon Group plc	United Kingdom	2,625	2,026	1.0x	1.0x	1.3x	8.5x	9.4x	12.5x	5.7x	6.1x	7.8x
Wienerberger AG	Austria	5,150	3,143	0.7x	1.0x	1.1x	1.8x	2.8x	2.9x	3.5x	5.6x	6.4x
Titan Cement International S.A.	Belgium	3,803	3,060	0.9x	1.0x	1.4x	4.7x	3.7x	5.4x	6.5x	4.9x	6.3x
Buzzi S.p.A.	Italy	7,126	7,684	0.9x	1.2x	1.6x	2.3x	2.7x	3.6x	3.8x	4.7x	5.5x
Vicat S.A.	France	3,665	1,687	0.9x	0.9x	0.9x	2.7x	2.5x	2.6x	5.6x	5.5x	4.5x
Average		29,479	24,386	1.6x	2.0x	2.2x	5.4x	5.8x	6.9x	7.6x	9.5x	9.6x
Median		18,926	15,060	1.0x	1.1x	1.5x	3.4x	4.1x	5.4x	5.7x	6.1x	7.2x
Min		2,625	1,687	0.7x	0.9x	0.9x	1.5x	1.7x	2.2x	3.5x	4.7x	4.5x
Max		83,018	69,198	4.6x	5.6x	6.1x	18.5x	17.3x	20.6x	19.0x	28.3x	19.5x

- La valoración en bolsa de comparables globales (ex-Latam) se ubica en un promedio de 9,6x EBITDA; rango de 8,6x a 10,6x.

Múltiplos de transacciones comparables

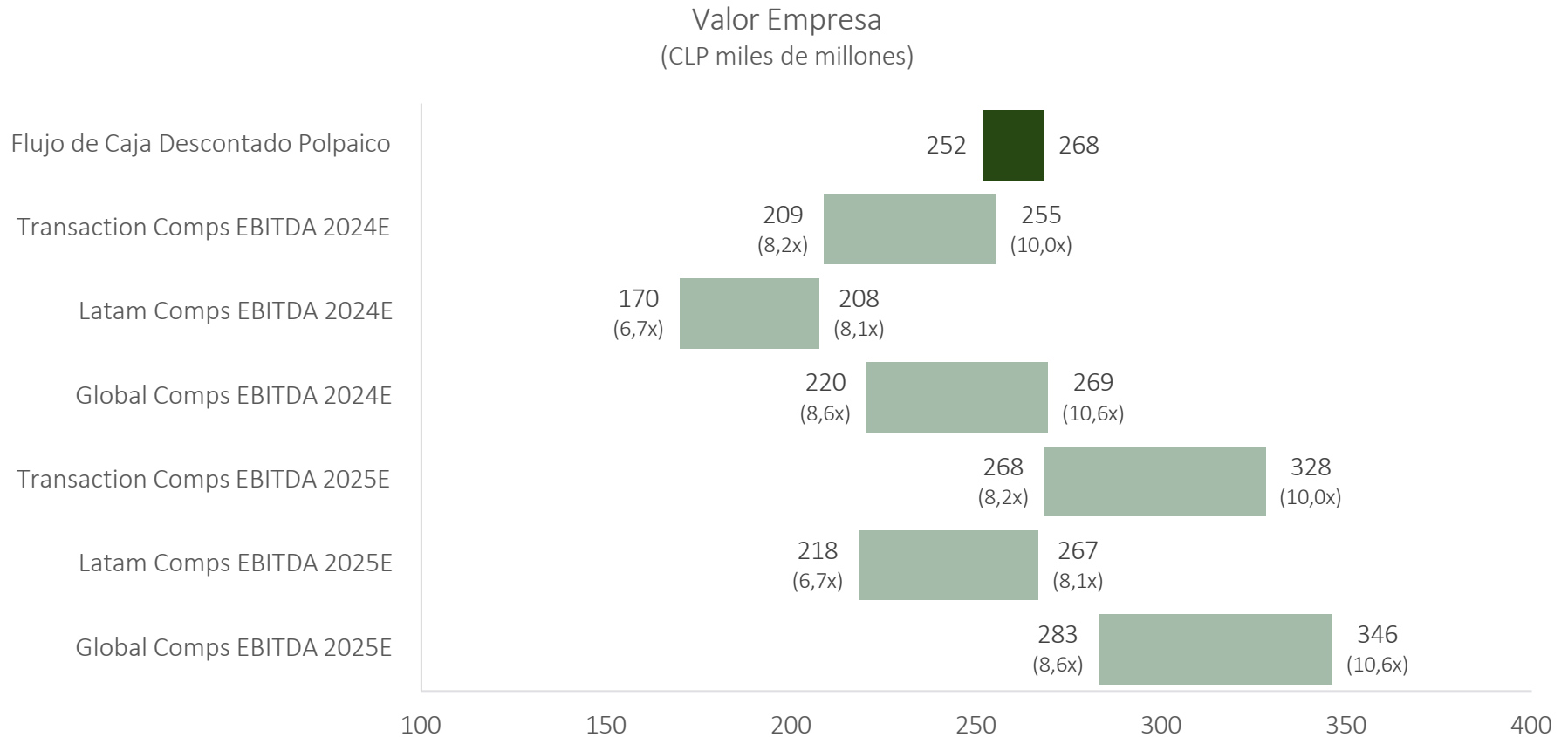
▲ Múltiplo implícito EV/EBITDA (x)



El múltiplo implícito EV/EBITDA promedio de transacciones en la región es 9,1x

Comparativo valoraciones

- En el siguiente gráfico se pueden observar los rangos de valor obtenidos para Polpaico en base al EBITDA 2024E y 2025E de acuerdo con: (i) los múltiplos de cotización de compañías comparables listadas en bolsa (rango dado por el múltiplo EV/EBITDA promedio +/- 10%), (ii) los múltiplos de transacciones de compañías comparables (rango dado por el múltiplo EV/EBITDA promedio +/- 10%) y (iii) el valor según el flujo de caja descontado (rango dado por una variación de +/- 0,25% en la tasa de descuento).



Valoración Polpaico en fusión y contexto actual

	Precio acción en fusión CLP 9.428,32	Precio acción en valoración CLP 6.673 – 7.000	Variación
Tamaño mercado cemento:	5,1 millones Tn [2020]	4,2 millones Tn [2024]	- 19,4%
Tamaño mercado Hormigón:	10 millones m3 [2020]	7,6 millones m3 [2024]	- 24,2%
Proyección PIB real de largo plazo:	3,2% [2020]	2,6% [2024]	
Tasa libre de riesgo:	1,92% [Dic-2019]	4,43% [Nov-2024]	
Tipo de cambio:	790 [Promedio 2020]	975 [Nov-2024]	+ 23,4%