

Informe Security: CMPC

Martín García-Huidobro (mgarciahuidobro@security.cl)

Junio 2017

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$1640

Precio de Mercado: \$1628

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE CMPC

	2015	2016	2017E	2018E
Precio/Utilidad	-	-	24,9	24,5
Bolsa/Libro	0,73	0,63	0,76	0,75
EV/EBITDA	6,7	3,8	6,7	6,5

EV= Pat. Bursátil + Deuda Neta + Interés Minoritario

VALORIZACIÓN CMPC (Millones de dólares)

Caja y equivalentes	697
Inv. En Emp. Rel.	0,4
Valor Presente Flujo de Caja	9.688
Valor Económico de Activos	10.385
Valor de Deuda Financiera	-4.254
Interés Minoritario	3
Valor del Patrimonio	6.134
Dividend Yield	0,6%
Número de Acciones*	2.500
Precio de Mercado**	1.620
Precio Objetivo 12-18 Meses	1.644

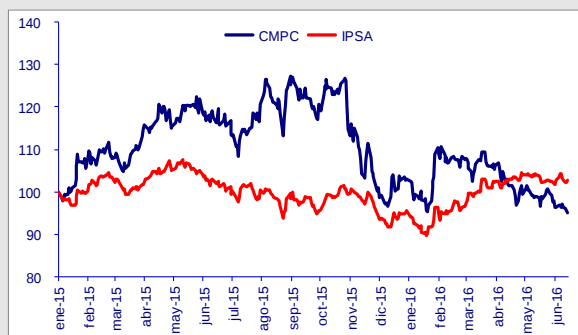
* En millones de Acciones

** Valor acción en pesos

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de Dólares)

	2014	2015	2016	2017E	2018E
Ingreso por ventas	4.837	4.841	4.866	5.275	5.383
Costos Operacionales	-3.827	-3.806	-4.009	-4.233	-4.303
Result. operacional	533	675	359	659	674
EBITDA	986	1.099	966	1.162	1.183
Utilidad neta	138	-8	-17	250	259

EVOLUCIÓN CMPC V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de CMPC, estimando un precio objetivo de \$1640 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación Neutral.

Prevedemos que el crecimiento de la demanda global por fibra corta sea de 3,8% por los próximos 3 años, cuyo tamaño en 2016 alcanzó las 32,5 millones de toneladas. Mientras, la demanda de fibra larga en 2016 alcanzó 25 millones, y estimamos registre un alza de 1,9% entre 2017 y 2019. China sería quien lidere el incremento para ambas fibras. En el caso de la oferta, si bien no se esperan cambios importantes en la fibra larga, en el caso de la fibra corta se estima el ingreso de importantes proyectos en los próximos dos años, lo que generaría una sobreoferta momentánea que presionaría los precios en el corto plazo pero que se normalizaría hacia 2019.

Tras la fluctuación que en general se ha observado en las monedas latinoamericanas en los últimos meses, esperamos una estabilización, lo cual, en parte afectaría los resultados de la compañía respecto al buen resultado operacional registrado en 2015 principalmente por favorecerse de la depreciación del real.

Por su parte, se espera que la demanda mundial por papeles sea liderada por cartulina y *packaging*. Estos productos son influenciados por variables macro como la actividad industrial, consumo a nivel mundial, el alza en unidades de embalaje y la creciente demanda de alimentos para llevar y de bienes de consumo, principalmente en mercados emergentes. En tanto, continuaríamos viendo ingresos constantes en *Tissue* producto de una demanda resiliente y del traspaso de las variaciones de las monedas locales a los precios de sus productos.

Creemos que los principales riesgos a nuestra recomendación incluyen un dinamismo distinto a lo estimado en la región, especialmente en Brasil con la situación política en la que se encuentra. Adicionalmente, resalta la alta concentración de producción de celulosa entre la planta de Santa Fe y Guaíba (79% del total), en donde esta línea de negocio representa el 63% del Ebitda consolidado.

VALORIZACIÓN CMPC

La valorización económica de CMPC se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$1640 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación Neutral.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos por Venta	4.841	4.866	5.275	5.383
Crecimiento (%)	0,1%	0,5%	8,4%	2,0%
Costos Operacionales	3.806	4.009	4.616	4.708
Resultado Operacional	1.035	857	659	674
Crecimiento (%)	26,7%	-46,8%	-23,1%	2,3%
Margen Operacional	21,4%	17,6%	12,5%	12,5%
EBITDA	1.099	966	1.162	1.183
Crecimiento (%)	11,4%	-12,1%	20,3%	1,8%
Margen Ebitda	22,7%	19,9%	22,0%	22,0%
Utilidad Neta	-7,7	-17,3	250,2	258,6
Margen Neto	-0,2%	-0,4%	4,7%	4,8%

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

	2015	2016	2017E	2018E	2018E
Result. Operacional	675	359	659	674	626
Depreciación & Amort.	374	438	368	373	378
Inversión Bruta	-723	-441	-480	-470	-470
Δ+ Capital de Trabajo	-127	77	-169	-37	-45
Ajustes Activos Biológicos	50	169	135	136	138
Flujo Operacional	73	503	323	476	442

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Dólares)

Caja y equivalentes	697
Inv. En Emp. Rel.	0,4
Valor Presente Flujo de Caja	9.688
Valor Económico de Activos	10.385
Valor de Deuda Financiera	-4.254
Interés Minoritario	3
Valor del Patrimonio	6.134
Dividend Yield	0,6%
Número de Acciones*	2.500
Precio de Mercado**	1.620
Precio Objetivo 12-18 Meses	1.644

* En millones de Acciones

** Valor acción en pesos

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Precio/Utilidad	-	-78,9	9,3	9,1	10,8
Bolsa/Libro	0,48	0,43	0,48	0,47	0,47
EV/EBITDA	6,7	7,3	6,5	6,4	6,6

EV= Pat. Bursátil + Deuda Neta + Interés Minoritario

Fuente: Departamento de Estudios Security y reportes de la compañía.

Cuadro 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

		Tasa de Descuento (WACC)				
		7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	1,0%	1.555	1.370	1.208	1.067	943
	2,0%	1.826	1.592	1.393	1.223	1.074
	3,0%	2.212	1.900	1.643	1.427	1.245
	4,0%	2.803	2.352	1.997	1.711	1.474
	5,0%	3.826	3.085	2.542	2.127	1.801

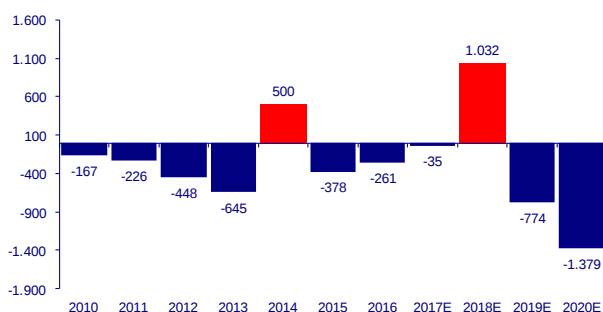
Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Recuperación de los Commodities y Sobreoferta presionarían Precios de Celulosas: En 2016 la demanda por celulosa terminó con un aumento de 3,9% (2,2 millones de ton.), mientras que la oferta lo hizo en 2,35 millones de toneladas. China se convirtió en el mayor participante del mercado, representando aproximadamente 1/3 de la demanda mundial (19,5 millones), aumentando 13,6%, unas 2,3 millones de toneladas frente al año anterior. El país se vio impulsado con el estímulo económico que hizo el gobierno y el resurgimiento del consumo de los hogares como motor de crecimiento del consumo interno. Además, la oferta de papel y cajas se redujo debido a plantas contaminantes y cierre de fábricas que operaban en centros urbanos.

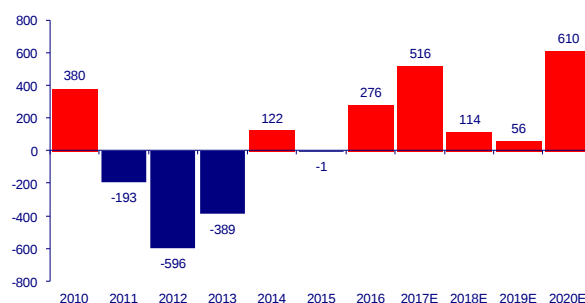
Estimamos que el aumento de la demanda global por celulosa para el 2017 se encontraría en torno a 1,5 millones de toneladas (2,7% de expansión con respecto al 2016), y hacia el 2018 la demanda podría aumentar hasta 2,6%. En términos desagregados, proyectamos una ampliación de la demanda por fibra corta (BHKP) en 3,8% para los próximos 3 años. Sin embargo, la capacidad instalada para el mismo periodo crecería 4,7%, generando una sobreoferta que presionaría los precios (Gráfico 1). Por otro lado, la demanda por fibra larga (BSKP) se elevaría 1,9% para los próximos 3 años, mientras que la capacidad para el mismo periodo llegaría a 2,9% (Gráfico 2). En consecuencia, la sobreoferta en celulosa para el año 2018 podría ser 1,03 millones de toneladas.

GRÁFICO 1: SOBRE OFERTA DE FIBRA CORTA
(Miles de Toneladas)



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: SOBREOFERTA DE FIBRE LARGA
(Miles de Toneladas)

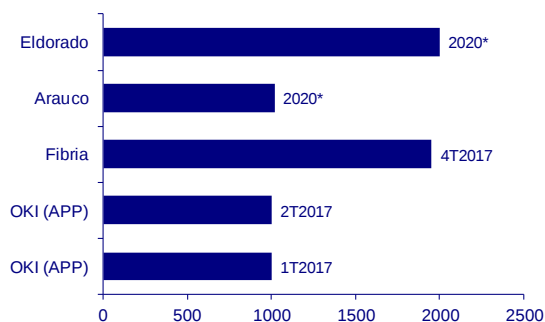


Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

Vemos que los principales factores que implicarían un desequilibrio entre oferta y demanda serían proyectos que comenzarían a operar en los próximos trimestres (Gráfico 3), los cuales se concentrarían en producción de fibra corta. El incremento generaría presiones a menores precios, provocando una curva de oferta más desafiante. Cabe recalcar que la nueva oferta proviene de empresas que se ubican en el primer tramo de la curva de costos (Gráfico 4), haciendo que aumente en el mercado producción con menor costo por tonelada.

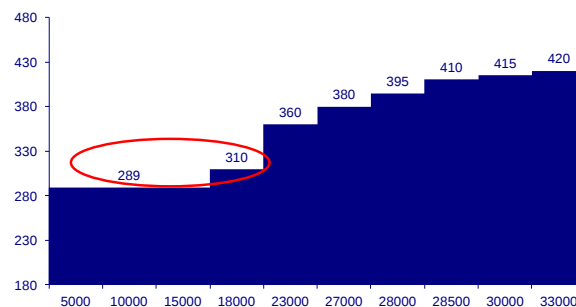
La corrección del precio de la celulosa durante 2016, fue en parte por la entrada en operación del proyecto Puma (Klabin), con 1,5 millones de toneladas, y el anticipo de la puesta en marcha de la planta de OKI (APP), con capacidad de 2 millones de toneladas, la cual es considerada una pulpa de mala calidad y al ser nueva, entraría al mercado con descuentos generando distorsiones. Además, dada la poca información disponible, diferentes fuentes dicen que OKI se integraría con sus plantas papeleras. El precio se ajustó rápidamente frente a la demanda actual, acumulando un alza de 21% en fibra corta en lo que va del año. Fibria, en tanto, que está construyendo un proyecto de 1,95 millones de toneladas de fibra corta en Brasil, el cual iniciaría operaciones a finales de este año, ha sido cauteloso en no sorprender al mercado para no inducir una caída fuerte en precios.

Para el segundo semestre de este año y para el 2018 se espera una presión en los precios de la celulosa debido al efecto de sobreoferta detallado anteriormente. El mercado estima que este impacto empezaría a equilibrarse desde el 2019. Además, para la segunda parte de este año, se sumaría una baja en la demanda de celulosa por estacionalidad ante la mantención de fábricas de papel.

GRÁFICO 3: PROYECTOS CELULOSA
(Miles de Toneladas)

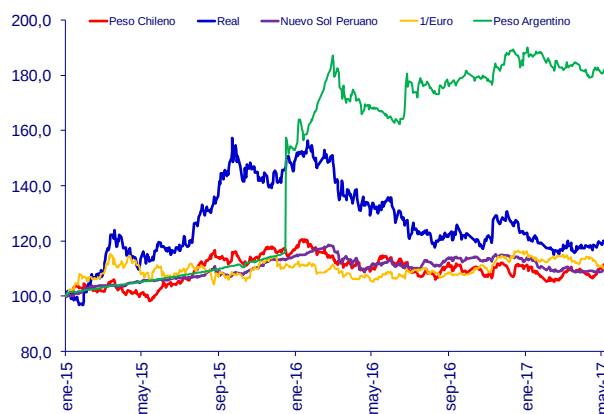
Fuente: Departamento de Estudios Security en base a reportes de empresas.

* Proyectos.

GRÁFICO 4: CURVA DE COSTOS
(USD/Tonelada)

Fuente: Dpto. de Estudios Security en base presentación de Suzano

Se Mantiene Apreciación en Monedas Emergentes: Estimamos que las monedas emergentes en la región se mantendrían apreciadas durante el 2017 con respecto al dólar (Gráfico 5). La empresa vende productos *Tissue* en el mercado doméstico en Latinoamérica, situación más expuesta a las variaciones que presenten estas divisas, ya que las ventas en esta línea de negocio se producen en moneda local, pero aproximadamente el 40% de los costos están en dólares. En Celulosa, el 40% de los costos en Chile son en moneda local, mientras que en Brasil son el 80%. Considerando que los ingresos en el segmento anterior son dolarizados, una depreciación del real impacta de manera positiva en términos de margen de producción, ya que por un dólar de venta obtengo más reales para pagar los costos. Tras las fluctuaciones que en general se ha observado en las monedas latinoamericanas en los últimos meses, esperamos una estabilización, lo cual, en parte afectaría los resultados de la compañía respecto a lo registrado en 2015.

GRÁFICO 5: TIPO DE CAMBIOS RELEVANTES
(Base 100 = Enero 2015)

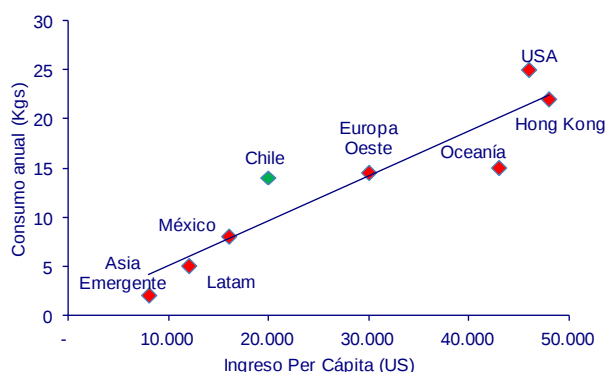
Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security

Demanda Creciente de *Tissue* y Papeles: Se espera que la demanda mundial por papeles sea liderada por cartulina y *packaging* con crecimientos anuales de largo plazo de 2,5% y 2%, respectivamente. Estos productos son influenciados por variables macro como la actividad industrial, construcción, consumo a nivel mundial, el alza en unidades de embalaje y la creciente demanda de alimentos para llevar y de bienes de consumo principalmente en mercados emergentes. Se puede ver también como aumenta la demanda por *Tissue* especialmente en China e India, debido al aumento de la población, la urbanización y el desarrollo de una nueva clase media.

Tissue se rige por el ingreso per cápita y es considerado un producto resiliente, en donde es difícil volver atrás luego de partir usándolo. En los países donde opera CMPC en América latina esperamos un incremento en el PIB de 1,6% mayor para 2017, 2,7% para 2018 y 2,8% en 2019, lo que es uno de los indicadores más relevantes del comportamiento en la demanda de este negocio. Dado los dos puntos anteriores, se espera un crecimiento para los próximos años de 2,5%. Cabe señalar que CMPC comercializa los productos de *Tissue* en el país de fabricación, por lo que sus ingresos están denominados en monedas locales, y consideramos que dada la volatilidad de las divisas en la región la empresa continuaría traspasando estas fluctuaciones a los precios del consumidor. Podemos ver en el gráfico 6 que Latinoamérica tendría espacio para aumentar el consumo per cápita, siendo Chile el que muestra mayor uso, y acercarse así a los países desarrollados los cuales consumen más del doble de papel *tissue* por año.

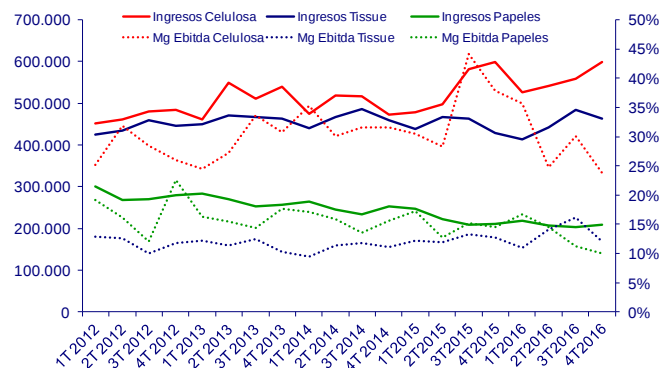
Se puede apreciar cómo el negocio de *Tissue* ha mostrando mejores resultados en los últimos años, registrando un alza de 8% en su Ebitda año contra año. Por el contrario, Papeles se ha visto perjudicado por una menor venta a terceros, haciendo que el Ebitda disminuya en 17,6% a/a (Gráfico 7). Debido a lo anterior es que CMPC se ha enfocado en reposicionar el negocio de papeles en aquellos productos que presenten una mejor demanda a futuro (cartulina y *packaging*).

GRÁFICO 6: CONSUMO ANUAL *TISSUE*
(Kg por Persona)



Fuente: CMPC y Departamento de Estudios Security.

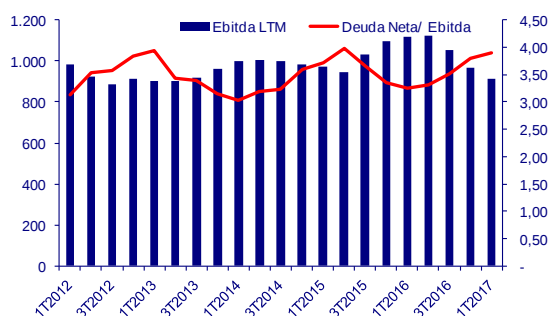
GRÁFICO 7: INGRESOS Y EBITDA POR SEGMENTO
(US\$, Margen %)



Fuente: CMPC y Departamento de Estudios Security.

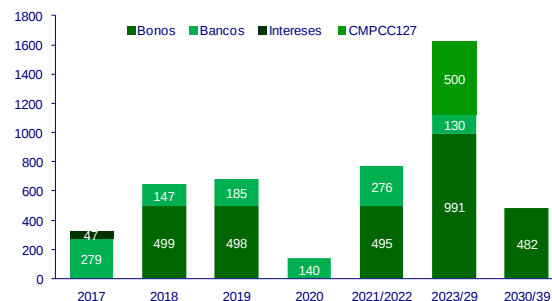
Deuda Financiera: La compañía aumentó su ratio Deuda Neta/ Ebitda a 3,8 veces en 2016, lo que principalmente se debió a la incorporación de Guaíba II en 2015 junto con la nueva planta de *Tissue* en Perú. En la medida que estas inversiones entren en régimen productivo esperamos que la empresa pueda disminuir sus ratios financieros. El perfil de vencimiento de la compañía (Gráfico 9) incluye el bono que emitió en abril de este año, el cual se enfocaría en financiar proyectos verdes; plantaciones forestales, tratamiento de aguas y eficiencias energéticas. CMPC se centraría en el manejo del capital de trabajo y eficiencia en costos para poder mejorar su ratio de *leverage*. Esperamos que la compañía cierre el 2017 en 3,1x para llegar a 2022 en torno a 3 veces, el cual estaría dentro del rango de la política interna de la empresa. Cabe señalar que el 88% de la deuda se encuentra en moneda dolarizada, mientras que el 6% se encuentra en reales.

GRÁFICO 8: EBITDA LTM vs DEUDA NETA/ EBITDA



Fuente: CMPC y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 9: PERFIL DE VENCIMIENTO



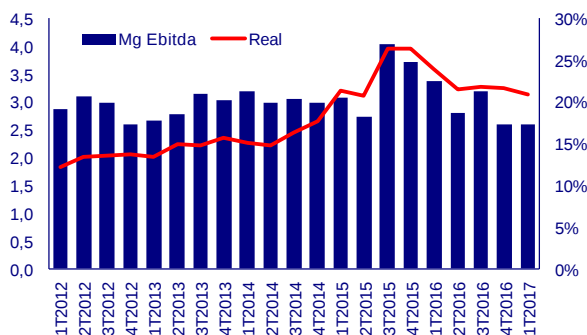
Fuente: CMPC y Departamento de Estudios Security.

Riesgos implícitos: CMPC posee ciertos riesgos que debemos considerar al momento de analizarla, uno de estos es su exposición al real brasileño, en donde el 8% de sus ingresos y un 34% de sus activos provienen de ese país. La compañía tiende a beneficiarse frente a una depreciación del real (Gráfico 10), particularmente por el negocio de celulosa (pues también tiene presencia con *Tissue*), dado que el 80% de los costos de este negocio se encuentra en dicha moneda, contra ingresos en dólares.

En este sentido, el ambiente político en Brasil es un elemento importante a la hora de evaluar la compañía por sus posibles efectos en las expectativas de crecimiento, en la tendencia de la moneda y el riesgo soberanos que se le asigna a esta operación.

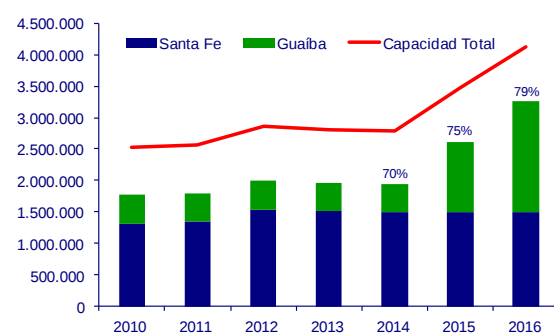
Otro punto importante a considerar es la alta concentración en la capacidad productiva de fibra corta de CMPC (Gráfico 11), en donde el 79% de fabricación proviene de sólo dos plantas: Santa Fe (Chile) con capacidad de 1,5 millones de toneladas y Guaíba (Brasil) con 1,7 millones de toneladas. Esto pone en riesgo a la compañía frente a cualquier problema operacional u administrativo que se les pueda presentar.

GRÁFICO 10: REAL vs MG EBITDA



Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA



Fuente: Departamento de Estudios Security.

De esta forma, estimamos un precio objetivo de \$1640 en un horizonte de 12-18 meses, con una recomendación Neutral. Los principales riesgos incluyen un dinamismo distinto a lo estimado en la región, especialmente en Brasil, la alta concentración de producción en dos plantas, la evolución en el precio de la celulosa y la variación de las diferentes monedas en que opera.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (marzo de 2017). Consideramos como caja la cuenta efectivo y equivalentes a efectivo, junto con los depósitos a plazo entre 90 y 360 días (detalle en la cuenta otros activos financieros).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos convergerían de manera progresiva hasta 27% en 2018 en Chile. En tanto, a largo plazo en Perú se asumió una tasa 27%, México 30%, Colombia 34% Uruguay 25%, Brasil 34% y para Argentina 35%.
- En nuestro escenario base se estimó que a partir del año 2027 los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 3%.
- El tipo de cambio utilizado para el cálculo del precio de la acción corresponde a \$670.
- Los precios estimados para la celulosa se resumen en el siguiente cuadro:

CUADRO 6: PRECIOS EFECTIVOS Y ESTIMADOS CELULOSA
(Dólares por Tonelada)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
NBSK	601	607	652	626	617
BHKP	585	528	619	594	585

Fuente: Bloomberg y Departamento de Estudios Security.

- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N° 7.

Cuadro 7: Estimación de Costo de Capital de CMPC en Dólares

	Chile	Brasil	Argentina	Perú	México	Colombia	Uruguay	Consolidado
Tasa Libre De Riesgo	4,3%	5,8%	7,4%	4,5%	5,1%	5,0%	5,2%	4,9%
Premio Riesgo accionario	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Tasa Mercado	9,8%	11,3%	12,9%	10,0%	10,6%	10,5%	10,7%	10,4%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Deuda Sobre Activos	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Patrimonio Sobre Activos	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Tasa De Impuesto	27%	34%	35%	27%	30%	43%	25%	30%
Costo de la Deuda	5,0%	6,4%	8,1%	5,1%	5,8%	5,7%	5,8%	5,0%
Costo del Patrimonio	10,4%	11,8%	13,5%	10,5%	11,2%	11,1%	11,2%	11,0%
WACC Nominal	8,8%	10,2%	11,9%	8,9%	9,5%	9,5%	9,6%	8,7%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl	(562) 25842392
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	Juanjose.ayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl	(562) 25842049
Martín García-Huidobro O.	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl	(562) 25842391
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl	(562) 25815533
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl	(562) 25844985
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl	(562) 25845506
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl	(562) 25844540

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security