

# Sector Forestal: Favorables Perspectivas no se Encuentran Completamente Reflejadas en Precios

por Juan Carlos Prieto Z.

## Resumen

Las recientes disminuciones en el valor de las compañías forestales están lejos de reflejar el panorama de la industria de la celulosa, estableciendo un buen punto de entrada.

Mantenemos una visión positiva para el sector, justificada en el bajo número de proyectos que ingresarían durante los próximos años, así como una demanda que continuaría aumentando paulatinamente, impulsada además por posibles *shocks* al consumo de celulosa virgen, si continúan aumentando las restricciones a las importaciones de papel de desecho.

El mercado de la celulosa, del cual un 60% corresponde a fibra reciclada, se encuentra en un importante proceso de cambio gracias a China. Este país representa el principal destino de desechos de papel para reciclaje y producto de políticas medioambientales, está restringiendo las importaciones de desechos sólidos, las que llegarían idealmente a cero en 2020. Esto a su vez ha generado un importante *shock* sobre la demanda y los precios

de celulosa, efecto que continuaría durante los próximos años.

Si bien creemos que podrían producirse algunos ajustes en los precios de la celulosa, estos se mantendrían elevados al menos durante los próximos 3 años. Ya a partir de 2022, recortamos el precio de la fibra corta en China un 16% desde los valores actuales (hasta US\$650/t.), fijando además un premio de US\$100/t. con respecto a esta para la fibra larga. Estos valores se encuentran por sobre el consenso de mercado, producto de las positivas perspectivas que mantenemos para este *commodity*, asociadas con el déficit que caracterizaría a su mercado al menos hasta 2022.

El sector forestal ha liderado las alzas de resultados del IPISA durante el último año (en pesos: 31% a/a vs. 13,3% a/a del resto de la muestra), situación que se mantendría al menos durante este trimestre (estimamos alza de 39% a/a en pesos), apoyado en los elevados precios de celulosa y la depreciación de las monedas de la región.

**Cuadro 1: Resumen Recomendación**

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield
Copec	Sobreponderar	\$11.300	15,0	1,8	2,7%
CMPC	Sobreponderar	\$2.900	16,4	1,1	2,5%

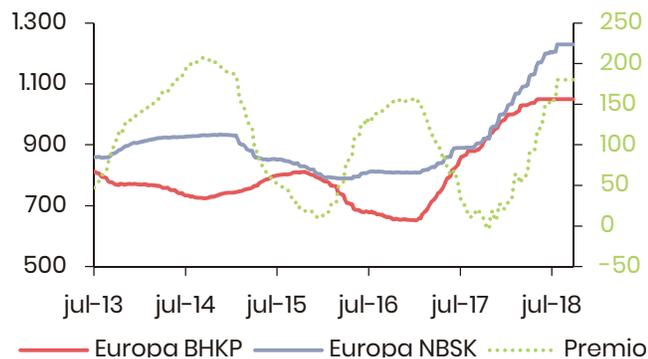
## Favorables Perspectivas para la Celulosa Garantizarían Altos Precios

La evolución de los precios de celulosa de fibra corta (BHKP) y larga (BSKP) no ha dejado de sorprender al mercado en 2017 y 2018 y ya acumulan alzas por sobre el 50% desde inicios de 2017 a la fecha (ver gráfico 1). Debido a que parte importante del incremento de precios del año pasado ocurrió por interrupciones de la oferta, en donde paralizaciones no programadas afectaron cerca de un 2% de la oferta mundial, se esperaba para este año una fuerte caída en precios, lo que no ocurrió finalmente, incluso en un escenario de fortalecimiento del dólar.

Mantenemos una visión positiva para el sector, justificada en el bajo número de proyectos que ingresarían durante los próximos años, así como una demanda que continuaría aumentando paulatinamente, impulsada además por posibles *shocks* al consumo de celulosa virgen, si continúan aumentando las restricciones a las importaciones de papel de desecho.

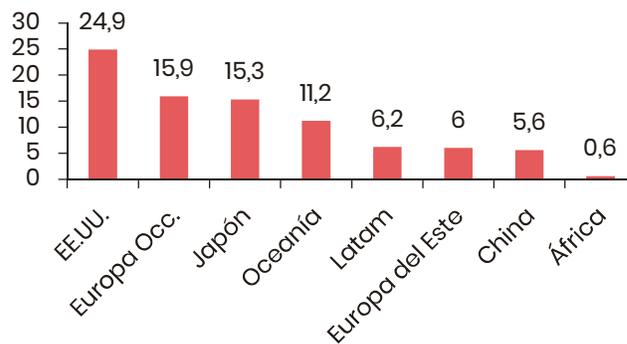
Si bien el menor consumo de papeles en países desarrollados ha afectado a la **demanda de celulosa, esta se ha visto impulsada por el mayor consumo de papel *tissue* y el de cajas/cartones para envoltorio**. Es así como la demanda de fibra larga ha aumentado anualmente un 1,8% en promedio durante este siglo, y se pronostica que lo seguiría haciendo a tasas cercanas a un 1,4% por año durante los próximos 5 años. Mientras, la fibra corta creció a tasas de 3,9% por año y se estima que continúe haciéndolo a una tasa aproximada de 2,1%.

**GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN PRECIOS CELULOSA**  
(US\$/t.)



Fuente: Estudios Security.

**GRÁFICO 2: CONSUMO DE TISSUE POR REGIÓN**  
(Kg./Cápita/Año)



Fuente: Fibria y Estudios Security.

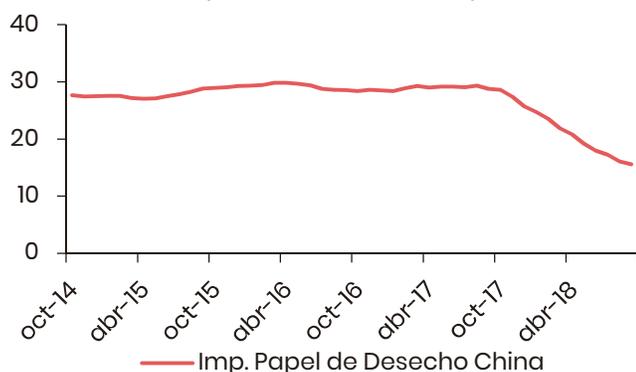
Hasta hace 10 años China representaba tan sólo un 12% de la demanda global de celulosa, cifra que ha ido aumentado hasta un 30%. Es así como por ejemplo la demanda de fibra corta de este país experimentó en 2017 un alza de 11,7% a/a, a diferencia de otros mercados como Europa y EE.UU. con evoluciones de -0,6% y 0,2% respectivamente, y el que impulsó la demanda global hasta un 4,3%.

**Creemos que China, a pesar del riesgo de desaceleración, seguiría siendo la principal razón para que la demanda global de celulosa continúe aumentando durante los próximos años**, justificado por ejemplo en su bajo consumo de *tissue* al compararlo con otros países más desarrollados (ver gráfico 2), y en donde esperamos que disminuyan las brechas. Cabe mencionar que esto repercutiría principalmente sobre la demanda de fibra corta. En relación a la demanda de fibra larga, dependerá principalmente de las cifras de comercio internacional, lo que impacta sobre la necesidad de papeles y cartones.

En un mercado en el que la fibra reciclada representa casi el 60% del consumo total, las restricciones impuestas en China desde fines de 2017 a las importaciones de papel de desecho se han traducido en una disminución de casi un 50% en los volúmenes importados de los últimos doce meses (ver gráfico 3), pese a que un 40% del papel utilizado para reciclaje es importado. Estas medidas se han ido endureciendo durante 2018 (afectadas también por la guerra comercial) y seguirían aumentando durante los próximos años, ya que **China en sus políticas medioambientales planea reducir a cero todo tipo de importaciones de desechos sólidos para fines de 2020. Estas medidas generaron a fines de 2017 un shock relevante a la demanda de celulosa y seguirían haciéndolo durante los próximos años.**

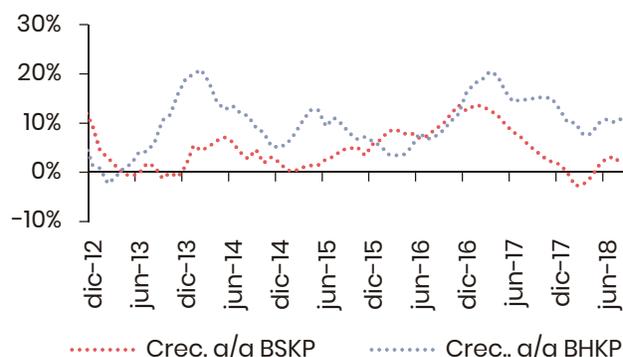
No es de extrañar entonces la robustez de la demanda global por celulosa, impulsada principalmente por China, y la que nuevamente comienza a mostrar signos de una aceleración, alcanzando hasta agosto 2018 un crecimiento para los últimos 12 meses de 11% a/a para la fibra corta y de 1,5% en el caso de la fibra larga (ver gráfico 4).

**GRÁFICO 3: IMPORTACIONES DE PAPEL PARA RECICLAR**  
(Millones de Toneladas)



Fuente: Aduana China y Estudios Security.

**GRÁFICO 4: CRECIMIENTO ANUAL DEMANDA FIBRAS CORTA (BHKP) Y LARGA (BSKP) EN CHINA**



Fuente: PPC y Estudios Security.

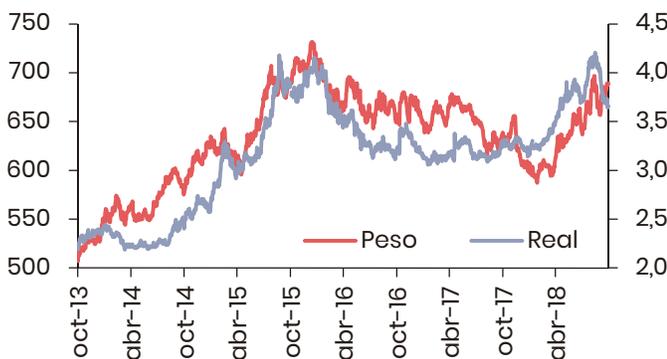
Luego de la entrada en operación de OKI y H2 en 2017, **la oferta de celulosa no mantendría el ritmo de crecimiento de la demanda durante los próximos años**, la que sólo podría verse impulsada por una recuperación en la producción de APP y April. Estas empresas productoras de Indonesia han experimentado una serie de disrupciones en su producción (esta última desde 2017), que estimamos habría afectado hasta cerca de un 5% de la producción de fibra corta. Otro impulso respondería a mayores eficiencias de la capacidad ya instalada, ya sea por la curva de aprendizaje de los últimos proyectos o por modernizaciones de las plantas.

Por el momento, el único proyecto de gran envergadura anunciado para los próximos años es el de Mapa (Copec), el que entraría en operación el 2T21. De esta manera, y dado que los proyectos de celulosa tardan aproximadamente 3 años en iniciar la producción y, al menos, otro adicional en la curva de aprendizaje, el mercado se encontraría en desequilibrio por lo menos para los próximos 3 a 4 años. Es así como asumimos un valor de largo plazo de US\$650/t. para la fibra corta en China para 2022.

## Depreciación de las Monedas de la Región se Sumarían a Elevados Precios de la Celulosa, Favoreciendo los Resultados de las Forestales en el Corto Plazo.

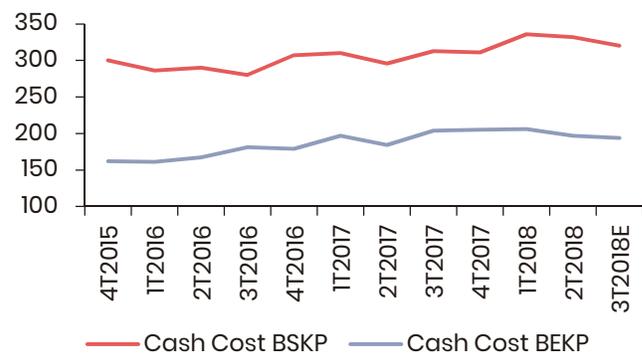
Además del precio de su principal *commodity*, el sector forestal depende directamente también del tipo de cambio de los países en que produce. CMPC Celulosa, por ejemplo, mantiene cerca de un 80% de sus costos en Brasil en reales y un 40% de su producción chilena en pesos. El contexto actual de altos precios de la celulosa y monedas depreciadas (ver gráfico 5) impulsarían los márgenes de las divisiones de celulosa de CMPC (ver gráfico 6) y Copec, con lo que anticipamos entonces un crecimiento en resultados de 34,4% para el 3T18. Cabe mencionar que CMPC produce un 57% de su celulosa en Chile y el resto en Brasil (20% fibra larga y 80% fibra corta), mientras que Arauco, sin considerar Mapa, produce un 72% en Chile y el resto en Argentina y Uruguay (57% fibra larga y 43% fibra corta).

**GRÁFICO 5: EVOLUCIÓN PESO CHILENO Y REAL BRASILEÑO**



Fuente: Banco Central y Estudios Security

**GRÁFICO 6: CASH COST CMPC (us\$/t.)**

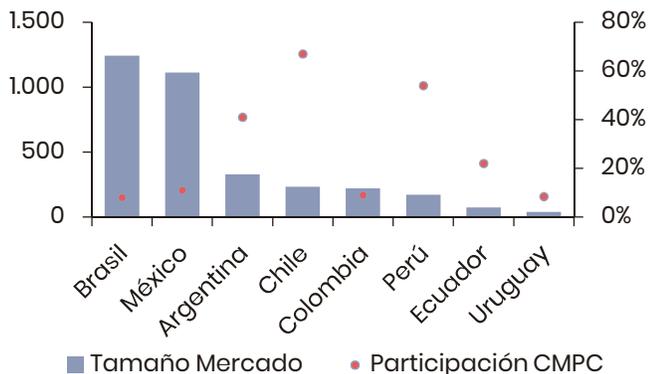


Fuente: Polymer Update y Estudios Security

## Negocios de Tissue (CMPC) y Paneles (Copec) Apoyarían el Crecimiento en Resultados

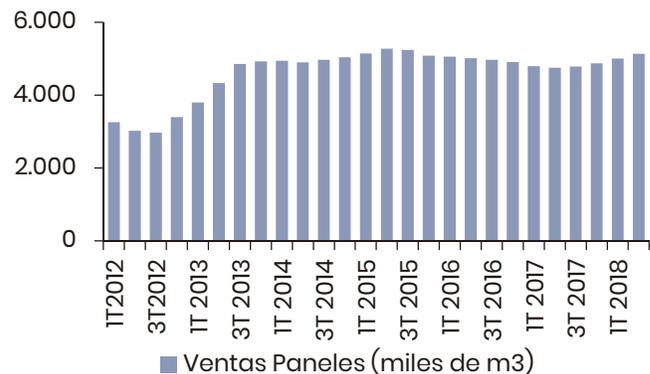
Tal como mencionábamos anteriormente (*Correo Security 03-05-2018*), parte del crecimiento de estas compañías se explicaría por *tissue* y paneles. En el caso de la primera, el bajo desarrollo de la industria en la región (ver gráfico 2), explicaría la estrategia de CMPC de crecer en este segmento, con nuevas plantas en Perú y Argentina. Actualmente la compañía seguiría con esta estrategia, con el fin de crecer en Brasil y México. Copec por su parte, en el 1S18 acumula un alza de 11% en volúmenes de paneles, el que sólo seguiría subiendo una vez que entren en operación Grayling, Masisa México y se recupere el negocio de paneles en Brasil.

**GRÁFICO 7: PARTICIPACIÓN DE MERCADO CMPC TISSUE (miles de toneladas)**



Fuente: Presentaciones CMPC y Estudios Security

**GRÁFICO 8: VENTAS DE PANELES COPEC (miles de m3)**



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

## Tesis de Inversión

A pesar de nuestro optimismo hacia el sector, esperábamos algunas caídas leves en los precios de celulosa durante el año (menores al resto del mercado). Además, si bien anticipábamos un importante crecimiento en volúmenes durante 2018, dadas las paralizaciones de Guaíba II en 2017, estos nos han sorprendido al alza durante los últimos resultados. Confiamos en que la compañía mantendría elevados sus volúmenes de producción de celulosa, especialmente dado su enfoque en eficiencias operacionales.

Considerando entonces mayores precios y volúmenes, así como un menor *cash cost* (favorecido por la depreciación del real), ajustamos nuestro crecimiento en Ebitda para el 2018 y hacia adelante (2018 desde +38% a/a a +67% a/a).

Esperamos que los precios de la celulosa se mantengan elevados durante los próximos años, siendo las perspectivas para la fibra corta especialmente favorables. Creemos que la demanda de esta última crecería al menos un 2,1% por año, cifra que podría aumentar por las políticas medioambientales Chinas. CMPC se vería especialmente favorecida por esto, dado que cerca de un 80% de la fibra que produce es corta.

El crecimiento en volúmenes de la compañía provendrá principalmente de su negocio de tissue. Dada la tendencia de los últimos años, la reciente Planta de Zárate y el anuncio de planes de inversión por entre US\$600-US\$900 millones para este segmento en los próximos 3 años, incorporamos la construcción de 7 plantas nuevas durante los próximos 10 años, lo que le permitiría a CMPC aumentar su capacidad un 72% durante es plazo (lo que se sumaría a una capacidad que se duplicó los últimos 10 años).

Considerando estos factores, y la reciente disminución en su precio durante octubre (-11,4%), recomendamos sobreponderar.

## Riesgos

- ↑ Enfoque en eficiencias permite a la compañía seguir incrementando sus volúmenes de celulosa producida.
- ↑ Dada alta generación de caja, endeudamiento bajo las 2 veces e interés de seguir creciendo en segmento de celulosa, no descartamos posibles adquisiciones.
- ↕ Crecimiento de China y demanda por celulosa del mismo.
- ↓ Producción de celulosa de competidores, especialmente de APP y April en el corto plazo, así como nuevos anuncios como el de Mapa para los próximos años.

# CMPC

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$2.900

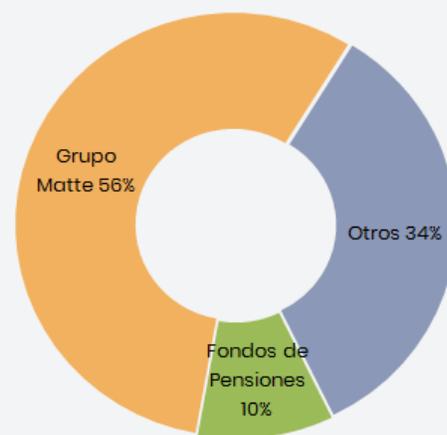
## INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	CMPC
<b>Riesgo</b>	Medio
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	2900
<b>Precio Actual (\$)</b>	2371
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	1.771 / 2.830
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	8.549
<b>Volumen Promedio (MMS)</b>	3.849
<b>Nº Acciones (millones)</b>	2.500,0
<b>Free Float</b>	45%
<b>Peso IPSA</b>	5,4%
<b>Dividend Yield</b>	1,2%

Fuente: Economática

\* Promedio últimos 3 meses

## Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2017

Sector: Forestal | Recomendación: Sobreponderar | P.Actual (\$): 2.371 | P.Obj.(\$): 2.900

### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	4.865,7	5.143,1	6.177,4	6.148,8	6.034,4
Variación (%)	0,5	5,7	20,1	-0,5	-1,9
Resultado Operacional	359,4	457,5	1.122,3	1.002,4	838,7
Variación (%)	-46,8	27,3	145,3	-10,7	-16,3
Margen Operacional (%)	7,4	8,9	18,2	16,3	13,9
EBITDA	966,2	1.078,3	1.771,8	1.635,8	1.443,4
Variación (%)	-12,1	11,6	64,3	-7,7	-11,8
Margen EBITDAR (%)	19,9	21,0	28,7	26,6	23,9
Utilidad Neta	-17,3	103,3	563,4	466,1	339,9
Variación (%)	-	-	445,2	-17,3	-27,1
Margen Neto (%)	-	2,0	9,1	7,6	5,6

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	28,7%	27,5%	26,1%	26,7%	27,2%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	4,6	4,9	6,7	6,2	5,6
Liquidez Corriente (x)	2,5	2,3	2,9	3,2	3,4
Deuda Neta/EBITDA (x)	3,8	3,0	1,7	1,7	1,9
Deuda Financiera (MMUSD)	4.272	4.116	3.923	4.166	4.345

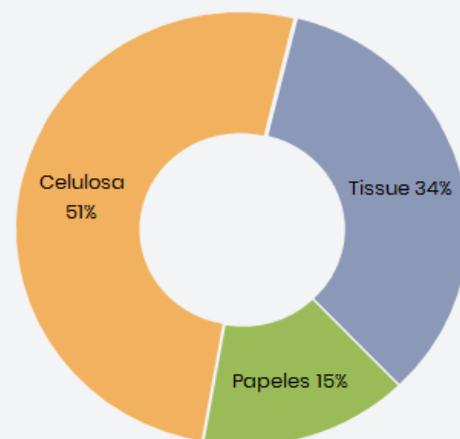
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	1.368	2.091	2.371	-	-
Precio Utilidad (x)	-	82,2	16,4	19,7	27,2
EV/EBITDA (x)	9,1	10,9	7,0	7,3	8,3
Bolsa Libro (x)	0,6	1,1	1,1	1,1	1,0
Precio Ventas (x)	1,0	1,7	1,5	1,5	1,5
ROA (%)	-0,1%	0,7%	3,7%	3,0%	2,1%
ROE (%)	-0,2%	1,3%	6,6%	5,3%	3,8%

Fuente: Economática

### Descripción de la Compañía

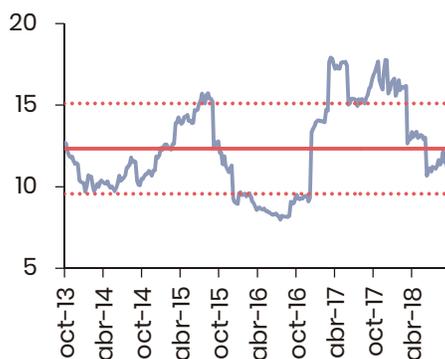
Con casi 100 años de historia, CMPC corresponde a una empresa global que comercializa productos derivados de fibra y los que agrupa en 3 grandes segmentos: Madera y Celulosa, Papeles para Embalaje y Productos *Tissue*. Cuentan con plantas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Uruguay y Perú.

### Distribución Ingresos



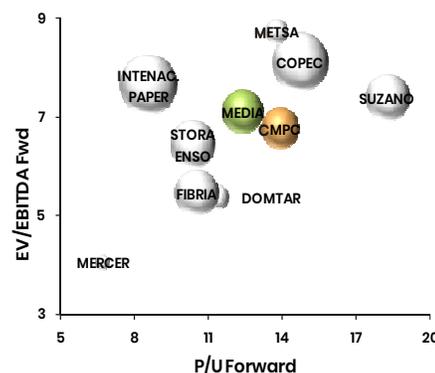
Fuente: Press Release Junio 2018

### EV/EBITDA TRAILING



Fuente: Economática y Estudios Security

### COMPARABLES



## Tesis de Inversión

La evolución de los precios de la celulosa y del peso chileno nos han sorprendido durante la segunda mitad de este año, favoreciendo nuestras estimaciones de resultados de celulosa Arauco (65% del Ebitda de Copec). Al incorporar lo anterior, actualizamos nuestro Ebitda de 2018 desde un incremento de 15,3% a/a a uno de 35,4% a/a, lo que se suma al alza en resultados de 27,7% a/a de 2017.

El proyecto Mapa, con una inversión de US\$2.350, agregaría 1.270.000 toneladas anuales netas de fibra corta a Copec (pasando a representar más del 30% de la capacidad total de producción). Estimamos entonces el valor de este proyecto en US\$1.184 millones, representando un 5% de la valorización de Copec.

La compañía aumenta su exposición además a la fibra corta (*mix* entre fibra corta y larga pasaría desde un 43% a un 57% en 2021), donde la demanda para la misma ha experimentado un mayor crecimiento histórico en comparación a la fibra larga y lo seguirá haciendo hacia adelante,

Copec mantendría además un crecimiento inorgánico en su negocio de paneles, destacando las compras de Masisa Brasil y México. Por otro lado, los inicios de construcción de vivienda en EE.UU. se han recuperado durante los últimos años, lo que favorecería al nuevo proyecto Grayling (Michigan) EE.UU., el cual concentraría un 34% de la capacidad total una vez que entre en operación durante fines de 2018.

## Riesgos

- ↑ Mayor demanda por paneles permite a la compañía aprovechar gran parte de su capacidad ociosa en este negocio (la que estimamos que oscilaría entre 69% y 75% durante los próximos 5 años)
- ↕ Crecimiento de China y demanda por celulosa del mismo.
- ↓ Posibles atrasos del proyecto Mapa.
- ↓ Producción de celulosa de competidores, especialmente de APP y April en el corto plazo, así como nuevos anuncios como el de Mapa para los próximos años.

# Copec

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$11.300

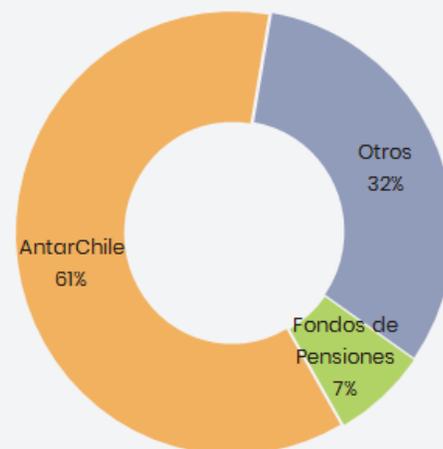
## INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	COPEC
<b>Riesgo</b>	Medio
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	11.300
<b>Precio Actual (\$)</b>	9.560
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	7.950 / 10.466
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	17.923
<b>Volumen Promedio (MMS)</b>	5.744
<b>Nº Acciones (millones)</b>	1.299,9
<b>Free Float</b>	39%
<b>Peso IPSA</b>	9,9%
<b>Dividend Yield</b>	1,6%

Fuente: Economática

\* Promedio últimos 3 meses

## Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2017

Sector: Forestal | Recomendación: Sobreponderar | P.Actual (\$): 9.560 | P. Obj.(\$): 11.300

### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	16.698,9	20.353,5	24.267,1	24.452,0	23.654,1
Variación (%)	-10,6	21,9	19,2	0,8	-3,3
Resultado Operacional	787,6	1.210,8	1.992,5	1.945,1	1.716,8
Variación (%)	-13,3	53,7	64,6	-2,4	-11,7
Margen Operacional (%)	4,7	5,9	8,2	8,0	7,3
EBITDA	1.738,0	2.219,9	3.006,2	2.978,9	2.771,5
Variación (%)	-10,9	27,7	35,4	-0,9	-7,0
Margen EBITDAR (%)	10,4	10,9	12,4	12,2	11,7
Utilidad Neta	553,8	639,5	1.293,8	1.283,2	1.154,1
Variación (%)	2,8	15,5	102,3	-0,8	-10,1
Margen Neto (%)	3,3	3,1	5,3	5,2	4,9

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Deuda/Activos (%)	31,0%	29,3%	30,9%	30,5%	29,6%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	4,8	6,4	7,9	7,8	7,5
Liquidez Corriente (x)	1,9	1,8	1,6	1,9	2,1
Deuda Neta/EBITDA (x)	3,0	2,3	2,2	2,1	2,0
Deuda Financiera (MMUSD)	6.649	6.408	7.720	7.909	7.777

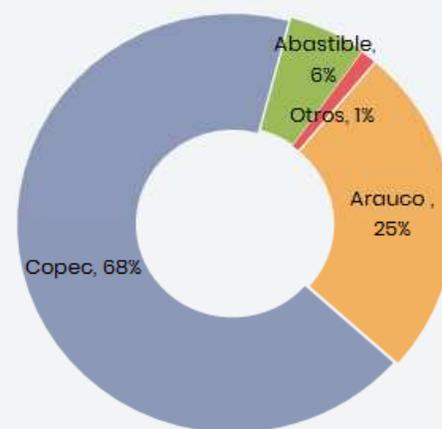
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	6.313	9.716	9.570	-	-
Precio Utilidad (x)	22,1	32,1	15,0	15,0	16,8
EV/EBITDA (x)	10,3	11,8	8,8	8,7	9,2
Bolsa Libro (x)	1,2	2,0	1,8	1,6	1,5
Precio Ventas (x)	0,7	1,0	0,8	0,8	0,8
ROA (%)	2,6%	2,9%	5,2%	4,9%	4,4%
ROE (%)	5,6%	6,2%	11,7%	10,8%	9,1%

Fuente: Economática

### Descripción de la Compañía

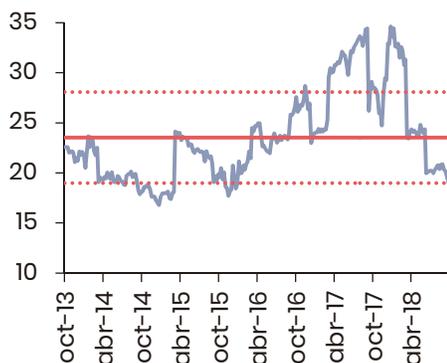
Empresas Copec corresponde a una compañía fundada en 1934 y que actualmente está presente en más de 80 países. Desarrolla sus actividades en los sectores forestal (Arauco), Combustibles (donde destacan Copec, Terpel y Abastible), Pesquero (Igemar), entre otros.

### Distribución Ingresos

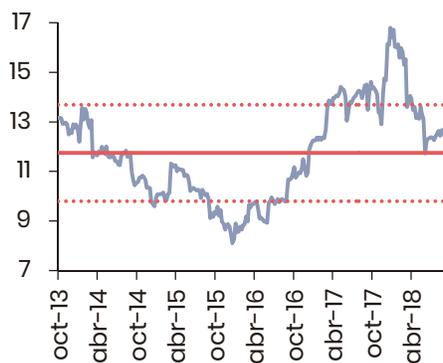


Fuente: Press Release Junio 2018

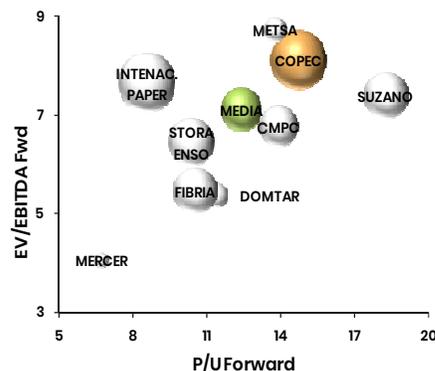
### P/U TRAILING



### EV/EBITDA TRAILING



### COMPARABLES



Fuente: Economática y Estudios Security

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.  
Economista Jefe  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

César Guzmán B.  
Gerente de Macroeconomía  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

Constanza Pérez S.  
Subgerente de Estudios  
Renta Variable  
[constanza.perez@security.cl](mailto:constanza.perez@security.cl)

Paulina Barahona N.  
Analista Senior de Inversiones  
[paulina.barahona@security.cl](mailto:paulina.barahona@security.cl)

Jorge Cariola G.  
Subgerente de Estrategia  
Global  
[jorge.cariola@security.cl](mailto:jorge.cariola@security.cl)

Rodrigo Gardella B.  
Analista de Inversiones  
[rodrigo.gardella@security.cl](mailto:rodrigo.gardella@security.cl)

Nicolás Libuy I.  
Analista de Inversiones  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@security.cl)

Juan Carlos Prieto Z.  
Analista de Inversiones  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

Sebastián Barrios S.  
Analista de Inversiones  
[sebastian.barrios@security.cl](mailto:sebastian.barrios@security.cl)

Yessenia González del C.  
Editora de Contenidos y  
Comunicaciones  
[yessenia.gonzalez@security.cl](mailto:yessenia.gonzalez@security.cl)

Aldo Lema N.  
Economista Asociado  
[aldo.lema@security.cl](mailto:aldo.lema@security.cl)

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.