Sector Forestal: Precios de la Celulosa *Ad Portas* de la Recuperación.

Resumen

La celulosa ha estado sujeta a ciclos de precios y, luego de haber alcanzado sus máximos históricos durante mediados de 2018, la guerra comercial, junto a la depreciación del yuan y los elevados precios del *commodity*, presionaron fuertemente la demanda por celulosa. Esto, sumado a una mayor producción, se tradujo en una fuerte disminución en los precios de celulosa en China de 40% hasta fines de 2019, causando además una acumulación de inventarios. Estos últimos llegaron incluso a aumentar más de un 50% por sobre su mediana de los últimos años.

Creemos que los precios tenderían a recuperarse durante las próximas semanas debido a que 1) niveles actuales de US$460/t. se encuentran bajo el costo marginal (US$470/t.) de la curva de costos; 2) altos inventarios han retrasado la recuperación de los precios, a pesar de una mayor demanda, pero estos se han ido normalizando durante los últimos meses; y 3) demanda por celulosa continuaría al alza durante los próximos años, dado por ejemplo en el bajo consumo de *tissue* en China (país con un consumo de 6 kgs per cápita anuales, y que contrasta con los 15 kgs. a 26 kgs. de países desarrollados). Cabe mencionar que la demanda de fibra corta en China aumentó un 21% anual durante el segundo semestre de 2019 (2S19), en comparación a una disminución de 3,5% a/a durante el 1S19.

El mercado se ha ido anticipando a lo anterior, generando un incremento en la valorización de Cmpc y Copec de 30,7% y 22,9% respectivamente, desde sus mínimos de agosto, pese a que la celulosa, si bien se ha estabilizado, aún no muestra una recuperación en sus precios.

El escenario se ha vuelto más favorable para la celulosa, estimando que nos encontraríamos cerca del término de este ciclo negativo para el *commodity*. Las compañías locales han ido incorporando parte de lo anterior en su valorización, pero la lenta recuperación en precios mantendría presionados sus resultados 2020. Es así como recomendamos una posición neutral para el sector.

Juan Carlos Prieto Z.
Analista Sector *Commodities* e Industrial
juancarlos.prieto@security.cl

Felipe Jaque S.
Economista jefe
felipe.jaque@security.cl

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield
Cmpc	Neutral	2.250	-	10,0	0,2
Copec	Neutral	9.000	96,5	11,9	1,2

Consolidando Operaciones, A la Espera de Mejores Condiciones.

Los bajos precios de la celulosa impactaron fuertemente sus resultados durante 2019, donde estimamos una caída en su Ebitda de 39,8% a/a. Esta situación se mantendría en parte durante 2020, con una nueva caída de 10,3% a/a en el mismo, explicado principalmente por los precios del *commodity* que tendrían una lenta recuperación.

La fibra corta en China se transa en sus mínimos de los últimos años desde el 4T19 (US$457/t.), esperando que este se recupere hasta US$540/t. para fines de 2020 (US$509/t. en promedio y que contrastan con los US$568/t. de 2019) y US$620/t. que estimamos hasta 2024.

Disminuimos nuestro valor de largo plazo (desde US$650/t.), ante la debilidad actual del mercado de la celulosa, sumado a que los proyectos de Arauco, Lwarcel y UPM representarían un incremento en la oferta de casi un 10% para fines de 2021.

La compañía ha logrado operar normalmente Guaíba II e incluso generar algunas eficiencias, pero nuevos incrementos de capacidad están condicionados a aumentar su base forestal.

El lado positivo es el negocio de *tissue*, el que se había visto afectado fuertemente por la depreciación de las monedas de la región y mayores costos. Estimamos alzas en sus resultados para 2019 y 2020 de 30,3% y 40,1% respectivamente, explicado principalmente por el menor costo de la materia prima y el incremento en capacidad de 25%, dada la compra de Sepac y la planta Zárate en Argentina.

Recomendamos neutral para la acción, ante el reciente *rally* de la misma y la lenta recuperación que esperamos de los precios de la celulosa.

Riesgos

↑ Disrupciones a la oferta de celulosa, como incendios en Australia, generan recuperaciones en el precio de celulosa mayores al esperado.

↑ Empresa cumple *guidance* y logra duplicar su Ebitda en su negocio de *packaging*, en comparación a proyecciones estables.

↕ Incremento en volúmenes de *softys* asociados a Sepac y Zárate (+15,1% a/a para 2020).

↓ Empresa no mantiene las eficiencias logradas y aumentan sus costos de producción de celulosa.

Cmpc

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: $2.250

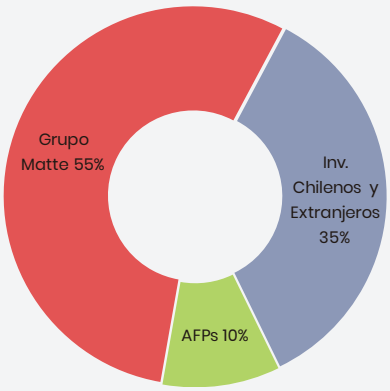
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CMPC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo ($)	2.250
Precio Actual ($)	1.980
Precio Min/Max 12M ($)	1.500 / 2.440
Market Cap (MMUS$)	6.541
Volumen Diario (MM$)*	4.974
Nº Acciones (millones)	2.500,0
Free Float	46%
Peso IPSA	5,6%
Dividend Yield 12M	0,2%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

Sector: Forestal | Recomendación: Neutral | P. Actual ($): 1.980 | P. Objetivo: 2.250

Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Forestal y Celulosa	1.616	894	709	787	799
Softys (Tissue)	153	200	280	276	282
Packaging	81	66	56	67	65

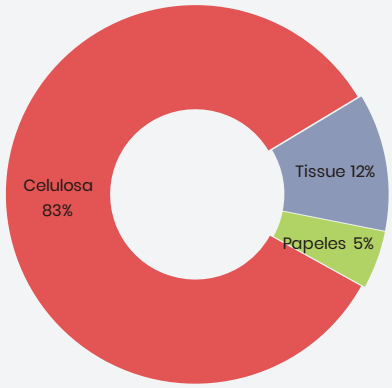
ESTADO DE RESULTADOS Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	6.274,5	5.590,5	5.598,0	5.813,4	5.917,6
Variación (%)	22,0	-10,9	0,1	3,8	1,8
Resultado Operacional	1.133,3	368,8	233,8	314,3	367,8
Variación (%)	147,7	-67,5	-36,6	34,4	17,0
Margen Operacional (%)	18,1	6,6	4,2	5,4	6,2
EBITDA	1.816,2	1.093,6	980,8	1.065,4	1.083,9
Variación (%)	68,4	-39,8	-10,3	8,6	1,7
Margen EBITDAR (%)	28,9	19,6	17,5	18,3	18,3
Utilidad Neta	502,5	36,9	-2,6	35,2	63,0
Variación (%)	386,2	-92,7	-	-	79,0
Margen Neto (%)	8,0	0,7	-	0,6	1,1

INDICADORES DE CRÉDITO	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda/Activos (%)	25,9%	26,4%	27,2%	28,4%	28,5%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	8,4	5,3	4,8	5,0	5,0
Liquidez Corriente (x)	2,3	2,7	2,7	2,8	2,9
Deuda Neta/EBITDA (x)	1,6	2,8	3,2	2,8	2,6
Deuda Financiera (MMUSD)	3.875	3.900	4.095	4.449	4.529

VALORIZACIONES	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre ($)	2.190	1.870	1.992	-	-
Precio Utilidad (x)	15,7	182,3	-	192,2	109,2
EV/EBITDA (x)	5,9	8,9	10,0	9,2	9,0
Bolsa Libro (x)	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Precio Ventas (x)	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
ROA (%)	3,4%	0,2%	0,0%	0,2%	0,4%
ROE (%)	6,1%	0,5%	0,0%	0,4%	0,8%

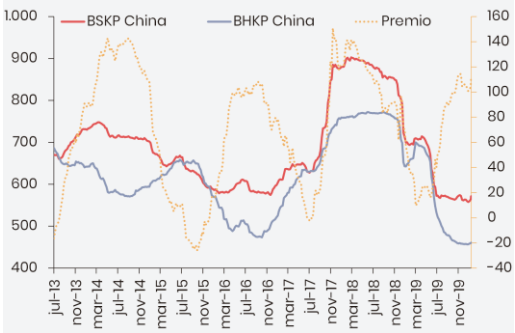
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EBITDA por Operación



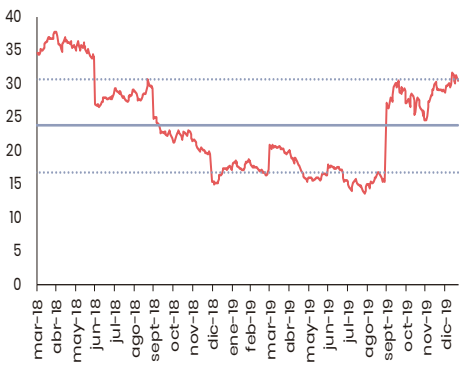
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Precios Celulosa China

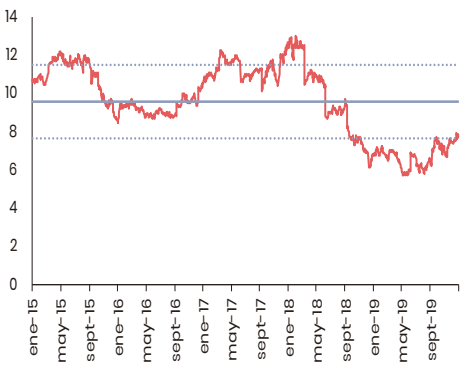


Fuente: RISI y Estudios Security

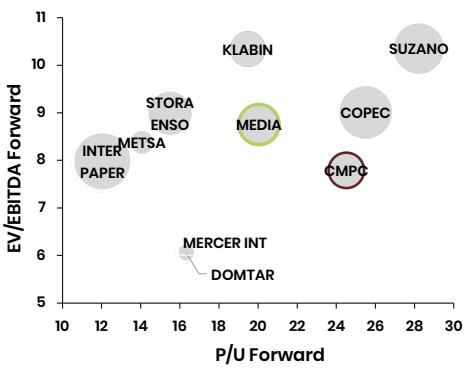
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Atractiva Valorización en un Escenario Complejo.

Arauco, el que representa más de la mitad del Ebitda de la compañía, tuvo un 2019 complejo, viéndose impactado, entre otros factores, por la guerra comercial. Es así como sus negocios de celulosa y maderas, acumulan una caída en sus respectivos Ebitdas de 49% y 32% a la fecha.

Esperamos que la situación comience a revertir recién a partir del 2S20, con monedas estables y una recuperación en los precios de celulosa. Para estos últimos proyectamos una recuperación desde los actuales US$460/t. a US$540/t. para fines de 2020 (US$509/t. en promedio y que contrastan con los US$568/t. de 2019), alza que se prolongaría paulatinamente hasta los US$620/t. que estimamos en 2024.

En lo que se refiere a paneles (maderas), luego de las compras a Masisa y el proyecto Grayling, la compañía aumentó su capacidad en esta línea de negocios en un 32% en 3 años (ex Sonae Arauco), pero la guerra comercial y una mayor oferta han impactado sus resultados. Esperamos un incremento de 4,7% a/a en su Ebitda para 2020, justificado en la consolidación de sus nuevas operaciones, pero las que a su vez se verían afectadas por una mayor competencia.

La compañía entre 2016 y 2020 invertiría más de US$10.000 millones, y si bien destacamos su plan de expansión, la menor generación de caja que le ha significado los menores precios de celulosa, ha afectado considerablemente su perfil de deuda. Estimamos entonces una DFN/Ebitda de 4,6 veces para 2020 y de 4,4 veces para 2021

Es así como si bien el precio actual es atractivo, creemos que la situación no mejoraría considerablemente durante 2020, recomendando una posición neutral.

Riesgos

↑ Disrupciones a la oferta de celulosa, como incendios en Australia, generan recuperaciones en el precio de celulosa mayores al esperado.

↑ Menor gasto en maderas y remuneraciones permiten mejoras en márgenes de Arauco .

↕ Competencia en paneles y puesta en marcha de *Grayling*.

↓ Pérdida de contratos relevantes en combustibles y/o menor crecimiento en volúmenes al proyectado (alza anual esperada de 1,5% para próximos años y 1% anual en largo plazo).

Copec

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: $9.000

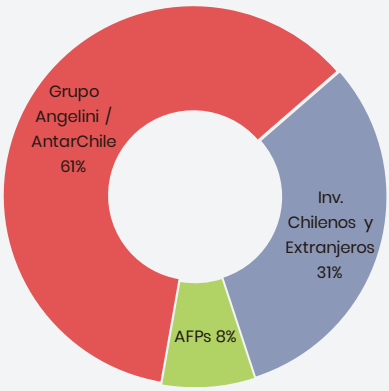
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COPEC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo ($)	9.000
Precio Actual ($)	7.350
Precio Min/Max 12M ($)	5.980 / 9.192
Market Cap (MMUS$)	12.772
Volumen Diario (MM$)*	5.732
Nº Acciones (millones)	1.299,9
Free Float	30%
Peso IPSA	6,7%
Dividend Yield 12M	1,2%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Presentación Corporativa

Sector: Forestal | Recomendación: Neutral | P. Actual ($): 7.350 | P. Objetivo: 9.000

Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Arauco	1.841	1.090	901	982	1.100
Copec	667	660	667	680	689
Abastible	184	193	196	198	201
Otros	76	80	61	67	67

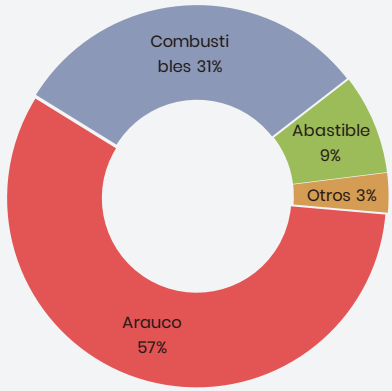
ESTADO DE RESULTADOS Millones de USD	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	23.970,3	24.021,4	24.532,7	25.051,5	25.524,8
Variación (%)	17,8	0,2	2,1	2,1	1,9
Resultado Operacional	1.754,7	886,4	713,1	862,1	985,4
Variación (%)	44,9	-49,5	-19,5	20,9	14,3
Margen Operacional (%)	7,3	3,7	2,9	3,4	3,9
EBITDA	2.767,6	2.023,2	1.824,9	1.926,6	2.057,2
Variación (%)	24,7	-26,9	-9,8	5,6	6,8
Margen EBITDAR (%)	11,5	8,4	7,4	7,7	8,1
Utilidad Neta	1.118,3	446,6	197,1	345,8	466,8
Variación (%)	63,0	-60,1	-55,9	75,4	35,0
Margen Neto (%)	4,7	1,9	0,8	1,4	1,8

INDICADORES DE CRÉDITO	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda/Activos (%)	31,8%	35,8%	36,2%	35,3%	33,9%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	7,5	4,8	4,3	4,3	4,3
Liquidez Corriente (x)	1,8	2,0	1,7	1,8	1,8
Deuda Neta/EBITDA (x)	2,0	3,4	4,4	4,0	3,6
Deuda Financiera (MMUSD)	7.465	8.777	8.964	8.931	8.873

VALORIZACIONES	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre ($)	8.370	6.330	7.350	-	-
Precio Utilidad (x)	14,6	29,2	93,3	45,3	32,3
EV/EBITDA (x)	7,8	9,2	11,7	11,0	10,2
Bolsa Libro (x)	1,5	1,0	1,2	1,2	1,2
Precio Ventas (x)	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
ROA (%)	4,6%	1,6%	0,6%	1,1%	1,6%
ROE (%)	10,0%	3,6%	1,3%	2,6%	3,7%

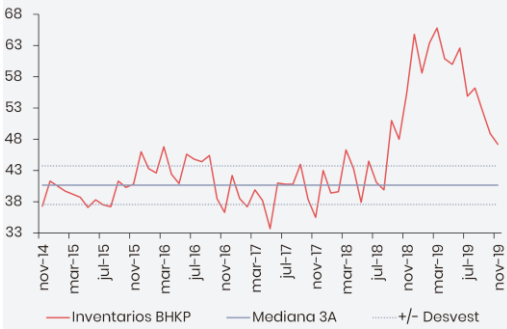
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EBITDA por Operación



Fuente: Estados Financieros

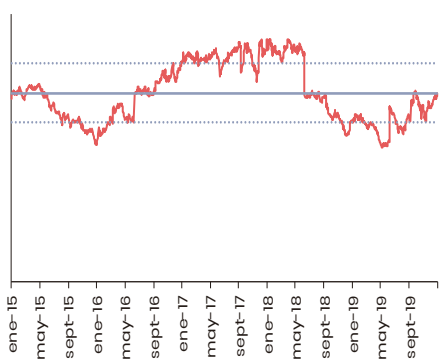
Inventarios Celulosa



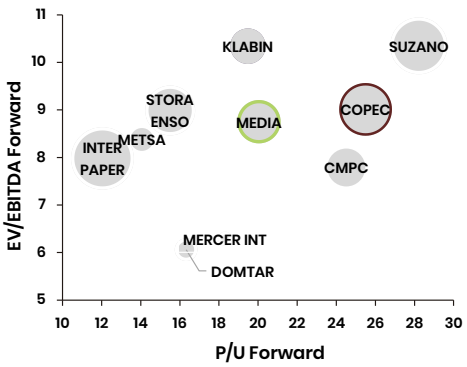
Fuente: Bloomberg y Estudios Security

P/U Trailing

EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • @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.