

## Sector Forestal: Precios Atractivos en un Sector que se Mantendría Presionado en el Corto Plazo.

### Resumen

Disrupciones a la oferta permitieron a la celulosa alcanzar su mayor precio histórico en 2018, desde el cual acumula una caída de 42% en China y alcanzando nuevos mínimos de los últimos años, explicado por una normalización de la oferta, en conjunto con menor demanda por la guerra comercial y la depreciación del yuan. Además, los inventarios de celulosa se mantienen un 20% por sobre el promedio de los últimos años y la demanda de abril y mayo ha caído, en contraste con alzas de 41% del primer trimestre, lo que ha mantenido presionados los precios por un mayor tiempo al esperado.

No obstante, creemos que los precios tenderían a recuperarse en el mediano plazo debido a que 1) niveles actuales de US\$442/t. se encuentran bajo el costo marginal (US\$470/t.) de la curva de costos, 2) 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 6,5 kgs per cápita anuales, y que contrasta con los 15 kgs. a 26 kgs. de países desarrollados), 3) importaciones de papel reciclado en China (principal sustituto) disminuyeron 36% durante 2019, debido a restricciones medioambientales, y 4) Producción de papel en China se ha ido recuperando, y si bien aún se encuentra en terreno negativo en el año (-2,5%), la situación ha mejorado entre el primer y segundo trimestre (-10,4% y +4,5% respectivamente).

La valorización de Copec y Cmpc ha ido mejorando desde un escenario pesimista a uno bastante más optimista, registrando en 1 año a la fecha variaciones de +0,9% y -2,0% respectivamente (en comparación a un Ipsa que disminuyó 16,3%), mientras que el precio de la celulosa registra caídas entre un 8% a un 13% en ese mismo período y con algunas nuevas disminuciones en las últimas semanas.

**Creemos que el sector representa una alternativa con acotados riesgos a la baja y un atractivo *upside*, pero que no se materializaría en el corto plazo. A la espera de una recuperación en precios de la celulosa recomendamos sobreponderar Copec y una posición neutral para Cmpc.**

**Juan Carlos Prieto Z.**  
Analista Sector *Commodities*  
e Industrial  
[juancarlos.prieto@security.cl](mailto:juancarlos.prieto@security.cl)

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

### Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield
Cmpc	Neutral	\$2.250	-	9,0	-
Copec	Sobreponderar	\$9.500	107,2	10,7	0,5

## Consolidando Operaciones, A la Espera de Mejores Condiciones.

La compañía ha operado normalmente durante el año, aunque los menores precios de la celulosa han impactado en su Ebitda forestal, proyectando una baja de 36% a/a. Para el próximo año esperemos alzas de 9% a/a, ante un mayor precio de la celulosa.

Incorporamos que la fibra corta en China se mantendría presionada y en los mínimos de los últimos años durante el resto de 2020, aunque con algunas alzas desde los mínimos actuales (US\$442/t.), hasta US\$465/t. para fines de 2020 (US\$461/t. en promedio y que contrastan con los US\$568/t. de 2019). Esta paulatina recuperación se mantendría posteriormente, alcanzando recién el promedio histórico de US\$620/t. en 2025.

Reducimos nuestro precio promedio de 2020 (desde US\$509/t.), ante la debilidad de la industria. A la vez, reducimos también los valores de los próximos años dada la entrada en operación de los proyectos de Arauco, Lwarcel y UPM, los que representarían un incremento en la oferta de casi un 10% para fines de 2021, sumado a inventarios que se encuentran por sobre su promedio histórico.

Destacamos las eficiencias operacionales y bajo *cash cost*, lo que significaría una baja de 12% en el costo de producción unitario.

El punto favorable lo aporta el negocio de *tissue*, el que dado los bajos costos de la celulosa y aumentos de capacidad (Sepac, planta Zárate) registraría alzas de 51% en su Ebitda en 2020 (+31% a/a en 2019). En 2021 por otro lado, el resultado sería similar al de 2020, ante alzas en volúmenes, pero a mayor costo (por celulosa).

**Recomendamos neutral para la acción, ante precios de celulosa que nos han sorprendido negativamente durante este año y que se mantienen presionados en el corto plazo.**

### Riesgos

- ↑ Disrupciones a la oferta de celulosa 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 (+16,7% 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

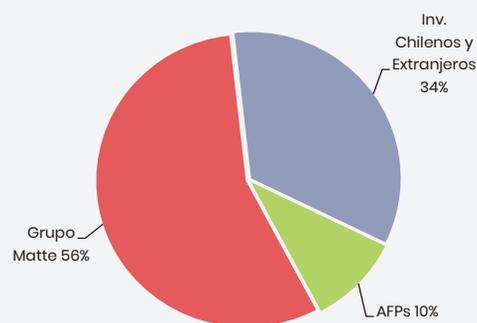
### INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	CMPC
<b>Riesgo</b>	Medio
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	2.250
<b>Precio Actual (\$)</b>	1.645
<b>Fecha Informe</b>	17-ago-20
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	1.225 / 2.123
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	4.113
<b>Volumen Diario (MMS)*</b>	4.827
<b>Nº Acciones (millones)</b>	2.500,0
<b>Free Float</b>	44%
<b>Peso IPSA</b>	5,7%
<b>Dividend Yield 12M</b>	0,8%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

CMPC | Sector: Forestal | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 1.645 | P. Objetivo (\$): 2.250

### Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Forestal y Celulosa	1,616	929	574	624	647
Softys (Tissue)	153	201	324	334	311
Packaging	81	70	87	91	88

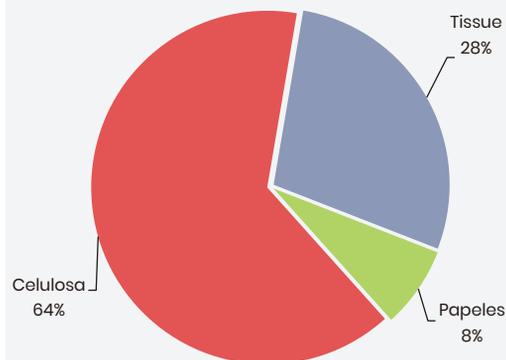
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	6,274.5	5,670.3	5,232.5	5,396.8	5,542.4
Variación (%)	22.0	-9.6	-7.7	3.1	2.7
Resultado Operacional	1,080.6	364.6	91.9	113.0	145.4
Variación (%)	147.7	-66.3	-74.8	23.0	28.6
Margen Operacional (%)	17.2	6.4	1.8	2.1	2.6
EBITDA	1,816.2	1,168.8	942.2	1,009.9	1,008.6
Variación (%)	68.4	-35.6	-19.4	7.2	-0.1
Margen EBITDAR (%)	28.9	20.6	18.0	18.7	18.2
Utilidad Neta	502.5	84.0	-97.5	54.0	76.4
Variación (%)	386.2	-83.3	-	-	41.5
Margen Neto (%)	8.0	1.5	-	1.0	1.4

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda/Activos (%)	25.9%	27.7%	30.7%	31.1%	31.4%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	8.4	6.0	11.5	12.0	11.6
Liquidez Corriente (x)	2.3	2.3	2.6	2.5	2.7
Deuda Neta/EBITDA (x)	1.6	3.0	3.6	3.6	3.5
Deuda Financiera (MMUSD)	3,875	4,137	4,536	4,683	4,810

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	2,190	1,870	1,645	-	-
Precio Utilidad (x)	15.7	80.2	-	99.6	71.8
EV/EBITDA (x)	5.9	8.8	9.0	8.9	8.9
Bolsa Libro (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
Precio Ventas (x)	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
ROA (%)	3.4%	0.6%	-0.7%	0.4%	0.5%
ROE (%)	6.1%	1.0%	-1.3%	0.7%	1.0%

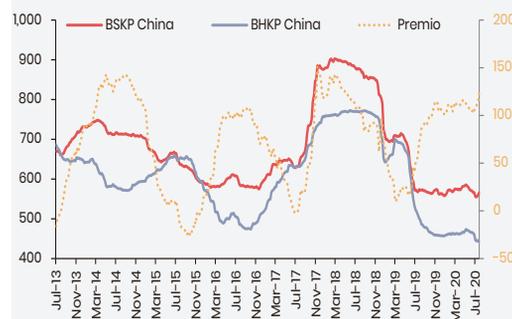
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### EBITDA por Operación



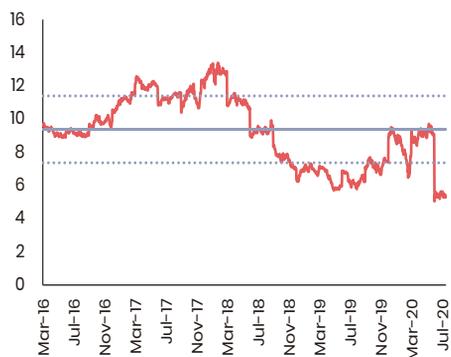
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

### Precios Celulosa China



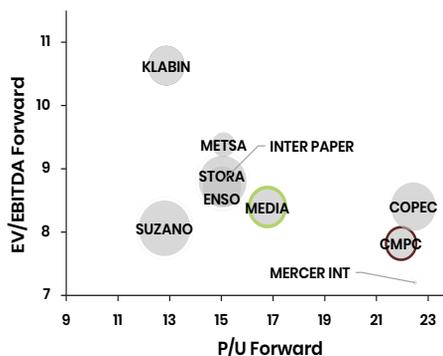
Fuente: RISI y Estudios Security

### EV/EBITDA Trailing



Fuente: Bolsa de Santiago y Estudios Security.

### Comparables



## Atractiva Valorización en un Complejo Año 2020 para Arauco y Combustibles.

Los resultados de Arauco continuarían disminuyendo, alcanzando su menor Ebitda en 8 años, ante bajos precios de celulosa y cierres que impactaron las ventas de paneles. Es así como sus negocios de celulosa y maderas, registrarían una caída en sus respectivos Ebitdas de 27% y 3% durante 2020.

Recién para fines de 2020 esperamos algunas alzas en celulosa, aumentando el precio de la fibra corta en China desde los actuales US\$443/t. hasta US\$465/t., levemente bajo el costo marginal de producción. Luego esperamos una paulatina recuperación, acercándose a su media recién en 2025 (US\$620/t.).

En lo que se refiere a paneles (maderas), después 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 volúmenes estables para este año, y crecimiento de 4% en 2021.

Proyectamos un desplome en los volúmenes de combustibles por el cierre del 2T20, anticipando caídas en el Ebitda de 11,4% a/a en 2020, así como una recuperación de 9,3% para 2021.

En 5 años la compañía habría invertido US\$10.000 millones en su plan de expansión, pero los menores resultados y generación de caja han afectado su perfil de deuda, con una DFN/Ebitda que se ubicaría en 4-4,5 veces al cierre de 2020. No obstante, la venta de activos y el aumento de capital de Arauco permitirían continuar financiando el proyecto Mapa sin problemas.

**Si bien la presión sobre los precios de la celulosa se mantiene y la lenta recuperación se mantiene, recomendamos sobreponderar ante un atractivo precio con una visión de mediano plazo.**

### Riesgos

- ↑ Mayor crecimiento de la demanda permite recuperaciones en celulosa por sobre las anticipadas.
- ↑ Reducciones en costos 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).
- ↓ Evolución de la deuda crediticia de la compañía.

## Copec

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$9.500

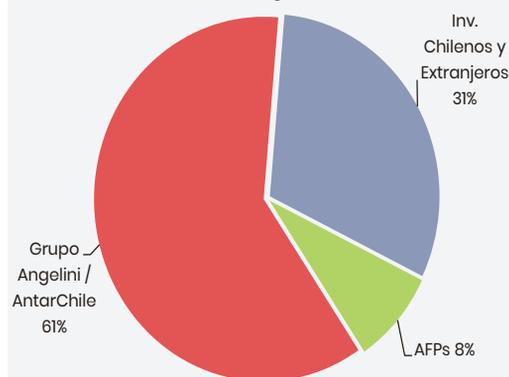
### INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	COPEC
<b>Riesgo</b>	Medio
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	9.500
<b>Precio Actual (\$)</b>	6.139
<b>Fecha Informe</b>	17-ago-20
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	4.100 / 7.799
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	7.980
<b>Volumen Diario (MMS)*</b>	5.556
<b>Nº Acciones (millones)</b>	1.299,9
<b>Free Float</b>	30%
<b>Peso IPSA</b>	6,8%
<b>Dividend Yield 12M</b>	1,1%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Presentación Corporativa

COPEC | Sector: Forestal | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 6.139 | P. Objetivo (\$): 9.500

**Estado de Resultados**

EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Arauco	1,841	1,140	902	1,051	1,281
Copec	667	645	572	611	637
Abastible	184	179	155	168	172
Otros	56	44	9	53	53

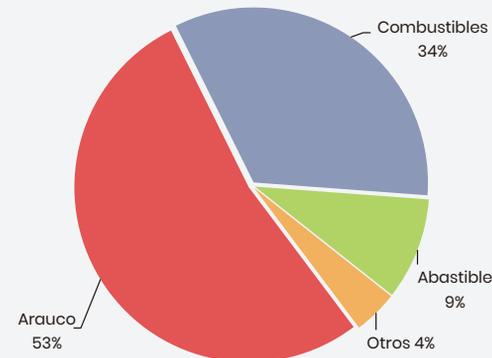
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de USD	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	23,970.3	23,718.3	19,438.2	21,438.4	23,306.4
Variación (%)	17.8	-1.1	-18.0	10.3	8.7
Resultado Operacional	1,734.7	838.0	601.3	313.1	882.3
Variación (%)	44.9	-51.7	-28.2	-47.9	181.8
Margen Operacional (%)	7.2	3.5	3.1	1.5	3.8
EBITDA	2,747.6	2,007.9	1,637.9	1,883.5	2,142.9
Variación (%)	24.7	-26.9	-18.4	15.0	13.8
Margen EBITDAR (%)	11.5	8.5	8.4	8.8	9.2
Utilidad Neta	1,070.9	173.9	92.8	251.9	309.2
Variación (%)	63.0	-83.8	-46.6	171.4	22.7
Margen Neto (%)	4.5	0.7	0.5	1.2	1.3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda/Activos (%)	31.8%	37.4%	39.0%	40.5%	39.4%
EBITDA/Gastos Financieros (x)	7.5	4.7	3.8	4.2	4.5
Liquidez Corriente (x)	1.8	2.3	2.3	1.9	1.9
Deuda Neta/EBITDA (x)	2.0	3.5	4.5	5.1	4.6
Deuda Financiera (MMUSD)	7,465	9,402	9,425	10,335	10,438

VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	8,370	6,750	6,139	-	-
Precio Utilidad (x)	14.6	68.2	107.2	41.4	34.4
EV/EBITDA (x)	7.8	9.5	10.7	10.9	10.4
Bolsa Libro (x)	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0
Precio Ventas (x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
ROA (%)	4.6%	0.7%	0.4%	1.0%	1.2%
ROE (%)	10.0%	1.6%	0.9%	2.5%	2.9%

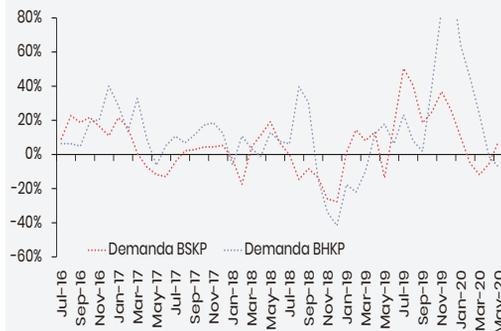
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

**EBITDA por Operación**



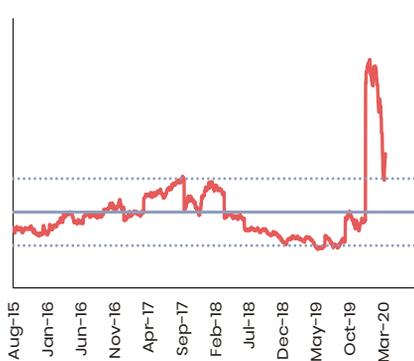
Fuente: Estados Financieros

**Var. Demanda Celulosa China**



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

**P/U Trailing**



**EV/EBITDA Trailing**



Fuente: Bolsa de Santiago y Estudios Security.

**Comparables**

