

Sector Forestal: Espacio en Valorizaciones Tras Alzas de Precios

Resumen

La celulosa está sujeta a ciclos de precios y, luego de haber alcanzado máximos históricos en 2018, la guerra comercial, junto a la depreciación del yuan y los elevados precios del *commodity*, presionaron fuertemente la demanda por celulosa, llevándola a mínimos en los siguientes 2 años. No obstante, desde diciembre los precios en China comenzaron a recuperarse, y luego en Europa a partir de enero. Es así como a la fecha los precios de la fibra larga alcanzan los US\$ 978/t en China y US\$ 1.050/t en Europa, mientras que llegan a niveles de US\$ 779/t y US\$ 876/t para la fibra corta, respectivamente, con crecimientos de 70% en China y 25% en Europa a/a. Estimamos que los efectos de dichas alzas impulsarían los resultados de Copec y CMPC hasta el 2023, proyectando precios estables en el 2021.

Sin embargo, los efectos en ambas compañías, sumado a las otras líneas de negocio que poseen, son distintos. Cada compañía tiene una exposición distinta a cada fibra - CMPC produce un 80% de fibra corta mientras que Copec un 48%- y diferentes exposiciones a cada región. Por esto, Copec incorporaría las alzas antes que CMPC, lo que sumado a buenos volúmenes exportados, según Aduanas, y alzas en precios de otros productos forestales, nos lleva a un mayor *upside* que su par. A pesar de las diferencias, ambas compañías experimentarían crecimientos sustanciales en sus resultados 2021 (Copec +41% a/a y CMPC +27% a/a en Ebitda), en línea con los precios de la celulosa.

Nuestro escenario base considera márgenes Ebitda conservadores de largo plazo para ambas compañías, siendo su principal *driver* la incorporación de las alzas de precios de la celulosa. Estimamos que los resultados alcanzarían máximos el 2022, para luego ir disminuyendo en línea con las proyecciones de mediano plazo para la celulosa. Con todo, actualizamos nuestros precios objetivos para Copec y CMPC, en \$10.500 y \$2.800, respectivamente, ambos con recomendación Sobreponderar.

Étienne Célèry P.
Analista Sector *Commodities*
Consumo e Industrial
juancarlos.prieto@security.cl

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

Cuadro I: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield
Cmpc	Sobreponderar	\$2.800	12,4	6,4	0,24%
Copec	Sobreponderar	\$10.500	17,3x	8,3x	0,39%

Consolidando Operaciones, A la Espera de Mejores Condiciones.

Después de los mínimos precios de la celulosa en el 2020, tanto la fibra larga como la corta han visto recuperaciones significativas, siendo uno de los *commodities* con más alzas en el año. Si bien los inventarios han tendido a normalizarse, la mayor demanda en China y aumentos en costos de despacho y logísticos mantendrían los precios elevados en el corto plazo. Estimamos que los resultados de CMPC alcanzarían su *peak* el 2022, cuando se incorporen totalmente las alzas. Por otro lado, la depreciación del real genera un *upside* adicional para la compañía, elevando las ventas y asegurando un *cash cost* bajo.

Mantuvimos nuestro precio de largo plazo para la celulosa (US\$ 660/t para la fibra larga), estimando precios elevados hasta el 2022. Por el lado de los volúmenes, mantenemos una proyección en el mediano plazo del 88% de su capacidad, equivalentes a 3.650 toneladas anuales. La compañía ha continuado mejorando su operación Guaíba II, pero nuevos incrementos de capacidad están condicionados a aumentar su base forestal.

En el lado de *Tissue*, debido a los mayores costos de celulosa, el 2021 experimentaría una caída de 5% a/a en su Ebitda. Nuestro escenario base considera un crecimiento conservador de los volúmenes tras el que consiguió el 2020. En cuanto al segmento *Biopackaging*, este también vería una disminución de Ebitda en torno a 26% a/a. Tras el crecimiento en volúmenes, vemos espacio para uno adicional en el 2021, viéndose empañado por mayores costos y precios presionados.

Debido a que los efectos positivos de precios en el segmento Celulosa superan con creces a las disminuciones en otros segmentos, actualizamos nuestra recomendación a Sobreponderar, con miras a precios de las fibras incluso por sobre los niveles actuales en el corto plazo.

Riesgos

- ↑ Precios continúan tendencia alcista, favoreciendo los márgenes del segmento Celulosa.
- Crecimiento mayor a lo esperado en los volúmenes de *Tissue* y *Biopackaging*.
- ↑ Incremento en volúmenes de *softys* asociados a Sepac y Zárate.
- ↕ Depreciación del peso chileno aumenta el *cash cost* de los segmentos, mientras que depreciaciones del real tienen el efecto contrario.

CMPC

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$2.800

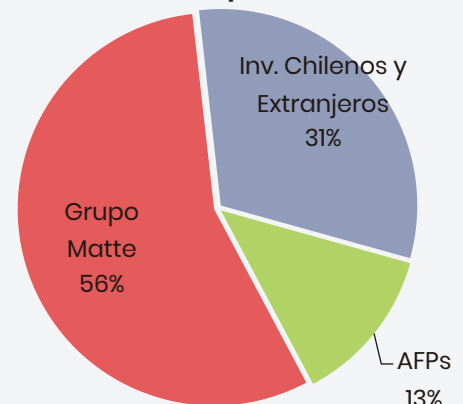
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CMPC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	2.800
Precio Actual (\$)	2.250
Fecha Informe	23-abril-21
Precio Min/Max 12M (\$)	1.540 / 2.000
Market Cap (MMUS\$)	7.951
Volumen Diario (MM\$)*	2.355
Nº Acciones (millones)	2.500
Free Float	42,5%
Peso IPSA	6,6%
Dividend Yield 12M	0,24%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



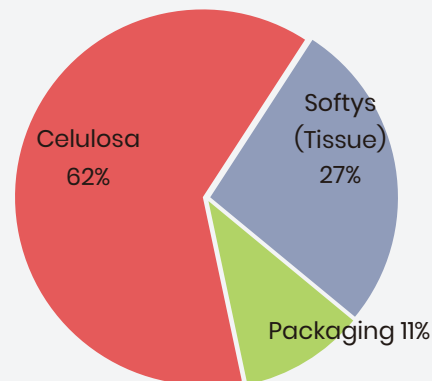
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

CMPC | Sector: Forestal | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 2.250 | P. Objetivo (\$): 2.800

Estado de Resultados

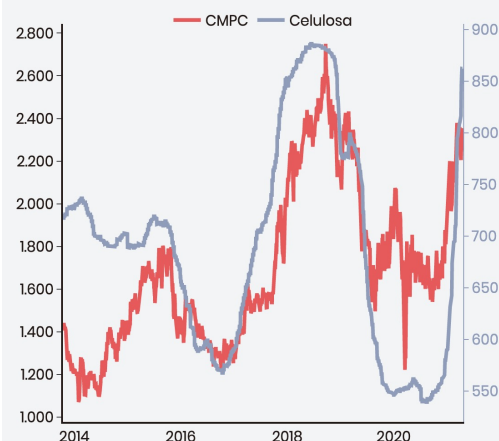
EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Forestal y Celulosa	929	640	1,370	1,569	1,260
Softys (Tissue)	201	275	273	198	187
Packaging	70	109	86	77	77
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	5,670	5,287	6,157	6,397	6,179
Variación (%)	-9.6%	-6.8%	16.5%	3.9%	-3.4%
Resultado Operacional	365	147	813	949	661
Variación (%)	-66.3%	-59.6%	452.8%	16.7%	-30.3%
Margen Operacional (%)	6.4%	2.8%	13.2%	14.8%	10.7%
EBITDA	1,169	986	1,687	1,803	1,481
Variación (%)	-35.6%	-15.7%	71.1%	6.8%	-17.8%
Margen EBITDA (%)	20.6%	18.6%	27.4%	28.2%	24.0%
Utilidad Neta	84	-100	476	568	391
Variación (%)	-83.3%	-	-	19.3%	-31.1%
Margen Neto (%)	1.5%	-1.9%	7.7%	8.9%	6.3%
INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	27.7%	30.7%	32.5%	32.5%	31.4%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	6.0	4.9	8.5	8.8	7.4
Liquidez Corriente (x)	2.3	2.6	2.8	3.1	3.2
Deuda Neta / Ebitda (x)	3.0	3.5	2.2	1.9	1.8
Deuda Financiera (MM US\$)	4,137	4,536	5,288	5,494	5,308
VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	1,870	2,000	-	-	-
Precio Utilidad (x)	80.2	-	20.4	16.4	23.7
EV / Ebitda (x)	8.8	9.8	8.0	7.1	8.1
Bolsa Libro (x)	0.8	0.8	1.2	1.1	1.1
Precio Ventas (x)	1.2	1.2	1.6	1.5	1.5
ROA (%)	0.6%	-0.7%	2.9%	3.4%	2.3%
ROE (%)	1.0%	-1.3%	5.9%	6.8%	4.6%

EBITDA por Operación



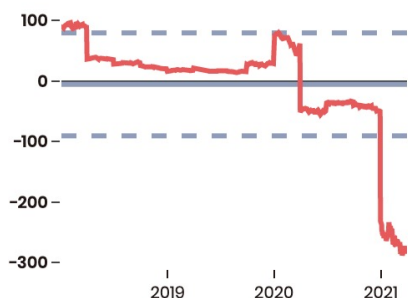
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Precios Celulosa

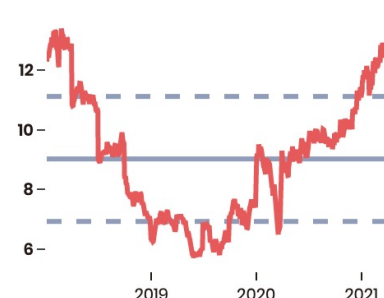


Fuente: RISI y Estudios Security

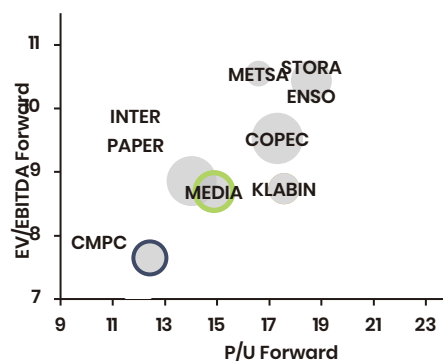
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Alzas de Precios en Celulosa y de Volúmenes en Combustibles Como Drivers

Arauco, que representa el 60% del Ebitda consolidado de la compañía, tuvo un 2020 marcado por bajos precios de celulosa y caídas en volúmenes de paneles. No obstante, las perspectivas cambiaron rápidamente con las alzas de la celulosa en China, donde la compañía concentra más de la mitad de sus ventas.

En cuanto a resultados, estimamos crecimientos de 62,7% a/a en el Ebitda 2021, alcanzando su máximo nivel en el 2022. El margen sobre ingresos, por su parte, crecería hasta un 31% el próximo año, desde un 22,4% en el 2020. No obstante, el margen considerado para el largo plazo consideramos un conservador 21%, principalmente por los precios de la celulosa de largo plazo en torno a US\$ 660/t.

En el segmento de combustibles, esperamos niveles más estables en el 2021 en relación a lo observado el año anterior, con disminuciones significativas producto de las restricciones sanitarias. Si bien el segmento de aviación continuaría afectado, el margen de este en Chile es bajo –en torno al 1,6%–, y no vemos mayores efectos en la operación. El efecto positivo de la apreciación del peso chileno en sus inventarios impulsaría el Ebitda del año, destacando el del 1T21. En el largo plazo, el margen Ebitda proyectado es de un 4,1%, en línea con la historia de la compañía.

Abastible, por su parte, considera un margen Ebitda de 15,6% en el largo plazo, y una disminución de 2,4% a/a en el 2021, recuperando los niveles previos en el 2022.

Considerando todos estos aspectos, vemos *upside* en el precio de Copec, actualizando nuestra recomendación a Sobreponderar.

Riesgos

- ↑ Disrupciones a la oferta de celulosa, generando recuperaciones en el precio mayores al esperado.
- ↑ Menor gasto en maderas y remuneraciones permiten mejoras en márgenes de Arauco.
- ↕ Competencia en paneles.
- ↓ 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: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$10.500

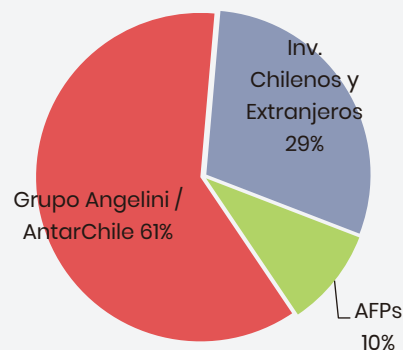
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COPEC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	10.500
Precio Actual (\$)	8.940
Fecha Informe	23-abril-21
Precio Min/Max 12M (\$)	4.705 / 9.500
Market Cap (MMUS\$)	16.423
Volumen Diario (MM\$)*	737
Nº Acciones (millones)	1.300
Free Float	30,3%
Peso IPSA	7,2%
Dividend Yield 12M	0,39%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



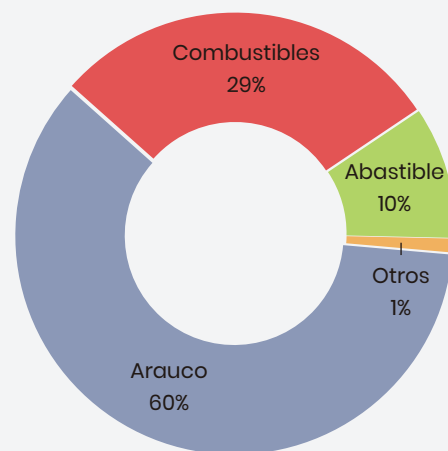
Fuente: Presentación Corporativa

COPEC | Sector: Forestal | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 8.940 | P. Objetivo (\$): 10.500

Estado de Resultados

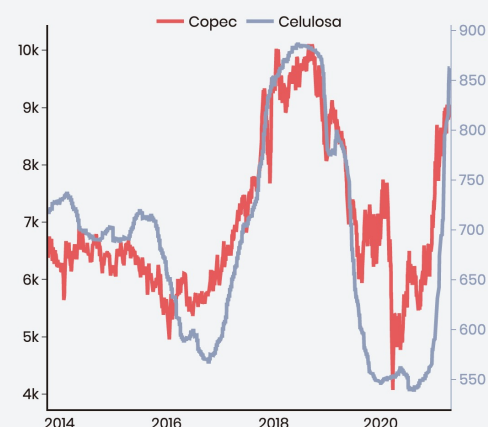
EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Arauco	1,140	1,061	1,716	1,954	1,498
Copec	645	512	896	932	813
Abastible	179	172	168	180	187
Otros	45	18	13	26	26
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	23,718	18,060	21,130	22,107	22,255
Variación (%)	-1.1%	-23.9%	17.0%	4.6%	0.7%
Resultado Operacional	868	642	1,774	1,906	1,298
Variación (%)	-50.5%	-26.0%	176.1%	7.5%	-31.9%
Margen Operacional (%)	3.7%	3.6%	8.4%	8.6%	5.8%
EBITDA	2,038	1,803	2,832	3,132	2,563
Variación (%)	-26.4%	-11.5%	57.1%	10.6%	-18.2%
Margen EBITDA (%)	8.6%	10.0%	13.4%	14.2%	11.5%
Utilidad Neta	172	191	988	1,246	727
Variación (%)	-83.9%	10.9%	417.9%	26.1%	-41.7%
Margen Neto (%)	0.7%	1.1%	4.7%	5.6%	3.3%
INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	33.2%	36.0%	38.5%	37.3%	36.6%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	4.7	4.4	6.3	6.6	5.7
Liquidez Corriente (x)	2.3	2.4	2.3	2.5	2.6
Deuda Neta / Ebitda (x)	2.9	3.7	3.1	2.6	3.0
Deuda Financiera (MM US\$)	8,348	9,070	10,611	11,102	11,176
VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	6,750	10,414	-	-	-
Precio Utilidad (x)	69.0	98.5	19.2	14.6	24.9
EV / Ebitda (x)	9.0	14.4	10.0	8.6	10.3
Bolsa Libro (x)	1.1	1.8	1.7	1.5	1.4
Precio Ventas (x)	0.5	1.0	0.9	0.8	0.8
ROA (%)	0.7%	0.8%	3.6%	4.2%	2.4%
ROE (%)	1.6%	1.8%	9.1%	10.3%	5.7%

EBITDA por Operación



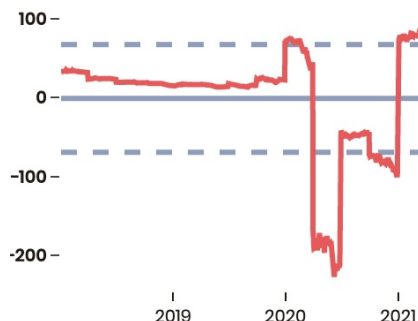
Fuente: Estados Financieros

Precios Celulosa

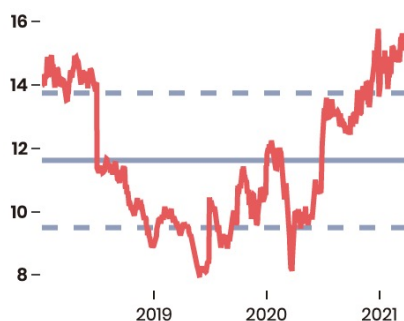


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

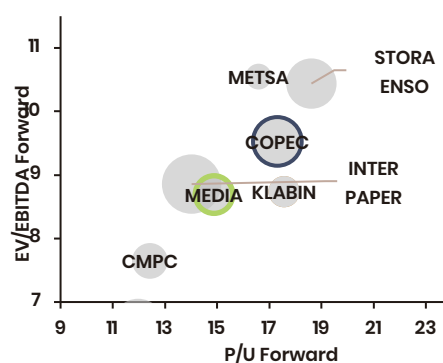
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.