

Sector Forestal: Aumento en el Riesgo Regulatorio se Suma a Expectativa de Menores Precios de Celulosa

Resumen

El 2021 mostró altas volatilidades en el precio de la celulosa en China, alcanzando máximos históricos durante el primer semestre, para luego caer al promedio de años anteriores, como respuesta a los niveles de *stock* del *commodity*. No obstante, desde diciembre los precios en China comenzaron a recuperarse con fuerza, lo que se repitió en Europa a partir de enero. Es así como a la fecha los precios de la fibra larga alcanzan los US\$ 922/t en China y US\$ 1.335/t en Europa, mientras que llegan a US\$ 692/t y US\$ 1.173/t en el caso de la fibra corta, respectivamente. Estimamos que los efectos de dichas alzas mantengan resultados robustos, pero a la baja, para Copec y CMPC hasta 2023 (fecha en que volverían a sus niveles promedio), además de los posibles efectos que tendrían en la operación cambios regulatorios que provengan de la convención constitucional o el gobierno actual.

No obstante, los efectos para las firmas tendrían matices, debido a las diferencias en sus líneas de negocios. En celulosa, aunque la exposición a Asia es un poco mayor en el caso de Copec, el peso en sus exportaciones en fibra corta vs fibra larga permitiría a ésta incorporar antes las alzas de precios de las últimas semanas (CMPC produce un 81% de fibra corta, mientras que Copec un 53%). Lo anterior, sumado a buenos volúmenes exportados, según datos de Aduanas, y alzas en precios de otros productos forestales, nos lleva a tener una visión más positiva en Copec. Sin embargo, a pesar de las diferencias, ambas compañías moderarían sus resultados en 2022 (Copec -20% a/a y CMPC -27% a/a en Ebitda), en línea con una tendencia de precios de celulosa positiva, pero (en promedio) más moderada que 2021. No obstante, otros negocios podrían complementar estas buenas cifras, como son *Biopackaging* en CMPC (apoyado por el incremento en el comercio internacional), y Paneles y Combustibles en el caso de Copec.

Nuestro escenario base considera márgenes Ebitda de largo plazo más en línea con sus promedios históricos para ambas firmas, siendo su principal *driver* la evolución de precios en la celulosa. Estimamos que los resultados alcanzaron máximos en 2021, e irían disminuyendo en línea con proyecciones de mediano plazo más suavizadas para el precio de este *commodity*. Con todo, actualizamos nuestros precios objetivos a 12 meses para Copec y CMPC, en \$9.020 y \$1.900, respectivamente. Si bien, en ambos casos da un retorno atractivo, consideramos que en el mediano plazo prevalecerían también riesgos de carácter regulatorio que podrían condicionar su desempeño bursátil.

Roberto Valladares R.
Analista Sector *Commodities*
Minero y Forestal
roberto.valladares@security.cl

Nicolás Libuy I.
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@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	\$1.900	9,7	6,2	10,8%
Copec	Neutral	\$9.020	12,0	6,7	6,8%

Concentración en Negocio de Celulosa Expone a Volatilidades en Precio

Los precios de la celulosa mostraron una alta volatilidad durante el 2021, alcanzando en abril su mayor nivel en más de 5 años, para después caer abruptamente entre junio y noviembre. No obstante, debido a condiciones más restrictivas de oferta a nivel global, se han observado recuperaciones importantes a partir de diciembre, particularmente en China.

Si bien, ante esto corregimos al alza nuestras estimaciones para el precio promedio de la celulosa en 2022, en promedio esperamos sea menor a lo observado en 2021. Respecto al precio de largo plazo, lo mantuvimos en US\$ 620/t para la fibra larga. Por el lado de los volúmenes, mantenemos una proyección de 82% de su capacidad anual, equivalentes a 3.650 toneladas anuales. Los incrementos de capacidad en Guaíba II (350 mil ton para 2023) estarían condicionados a aumentar su base forestal, aunque también se espera algún aporte en eficiencias. Así, para celulosa proyectamos una caída de Ebitda de un 9% este año, con costos mayores de transporte y químicos, además de la moderación en precios.

En el lado de *Tissue* (o *Softys*), debido a menores costos de celulosa por la caída del precio, el 2022 experimentaría un aumento de 22% a/a en su Ebitda en este segmento (vs -35% en 2021). Nuestro escenario base considera un crecimiento conservador en sus volúmenes, en el marco de un freno en el crecimiento. En cuanto al segmento *Biopackaging*, este tendría una disminución de Ebitda en torno a 14% a/a, luego de un año 2021 fuertemente impulsado por el comercio internacional post pandemia. Consideramos un aumento en el volumen vendido asociado a mayor capacidad, pero a un precio que se ajusta a promedios históricos, junto a una mayor presión en costos.

Esperamos que en la primera parte de 2022, estos precios de celulosa beneficiarían los resultados de ese segmento, lo que mitigaría las caídas en Ebitda que podrían observarse en sus otros negocios. No obstante, nuestra recomendación es Neutral, debido a las expectativas de normalización de precios y los riesgos en torno a disponibilidad y nuevas normas para el uso de agua, junto a su exposición a zonas de influencia indígena.

Riesgos

- ↑ Rebote en precios, favoreciendo los márgenes del segmento Celulosa. Crecimiento mayor a lo esperado en los volúmenes de *Tissue* y *Biopackaging*.
- ↑ Incremento en volúmenes de *Softys* asociado a expansiones en Brasil.
- ↕ Depreciación del peso chileno aumenta el *cash cost* de sus principales segmentos, mientras que una depreciación del real brasileño tiene un efecto contrario.
- ↓ Riesgo de sanciones o restricciones de producción generadas por cambios regulatorios dentro de la convención constitucional.

CMPC

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.900

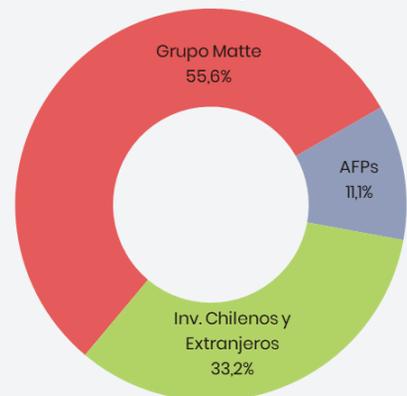
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CMPC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	1.900
Precio Actual (\$)	1.495
Fecha Informe	23-mar-22
Precio Min/Max 12M (\$)	1203 / 2400
Market Cap (MMUS\$)	4.714,0
Volumen Diario (MM\$)*	3.177,6
Nº Acciones (millones)	2.500
Free Float	42,51
Peso IPSA	5,10%
Dividend Yield 12M	10,8%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



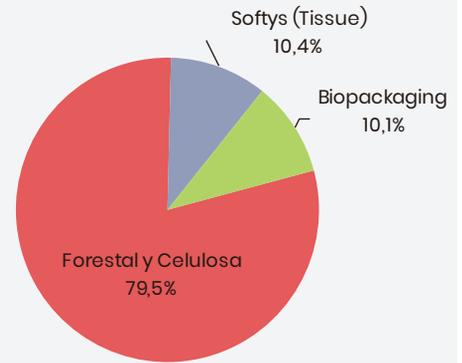
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

CMPC | Sector: Forestal | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 1.495 | P. Objetivo (\$): 1.900

Estado de Resultados

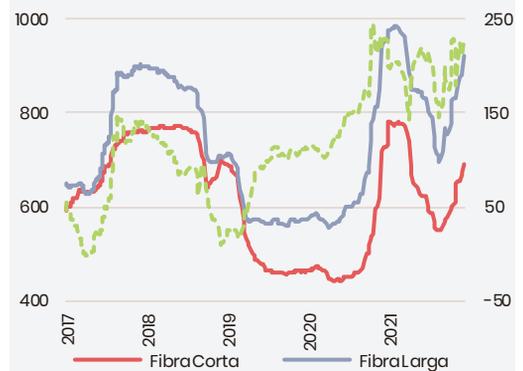
EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2019	2020	2021	2022e	2023e
Forestal y Celulosa	929	640	1388	1258	1117
Softys (Tissue)	201	275	181	221	258
Packaging	70	109	176	151	154
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Ingresos	5.670	5.287	6.323	6.096	5.896
Variación (%)	-9,6%	-6,8%	19,6%	-3,6%	-3,3%
Resultado Operacional	365	147	978	856	742
Variación (%)	-66,3%	-59,6%	349,1%	-12,5%	-13,3%
Margen Operacional (%)	6,4%	2,8%	15,5%	14,0%	12,6%
EBITDA	1169	986	1695	1231	1130
Variación (%)	-35,6%	-15,7%	71,3%	-27,4%	-8,2%
Margen EBITDA (%)	20,6%	18,6%	26,8%	20,2%	19,2%
Utilidad Neta	84	-100	538	436	366
Variación (%)	-83,3%	-	-	-19,1%	-16,0%
Margen Neto (%)	1,5%	-1,9%	8,5%	7,1%	6,2%
INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	27,7%	30,7%	30,3%	29,1%	28,1%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	6,0	4,9	7,8	6,0	5,5
Liquidez Corriente (x)	2,3	2,6	2,1	2,0	2,1
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,0	3,5	2,0	2,8	2,8
Deuda Financiera (MM US\$)	4.137	4.536	4.615	4.420	4.212
VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	1.870	2.000	1.428	-	-
Precio Utilidad (x)	8,02	-	7,7	9,7	12,0
EV / Ebitda (x)	8,8	9,8	4,5	6,2	6,7
Bolsa Libro (x)	0,8	0,8	0,5	0,5	0,6
Precio Ventas (x)	12	12	0,7	0,7	0,7
ROA (%)	0,6%	-0,7%	3,5%	2,9%	2,4%
ROE (%)	1,0%	-1,3%	7,1%	5,6%	4,6%

EBITDA por Operación 2021



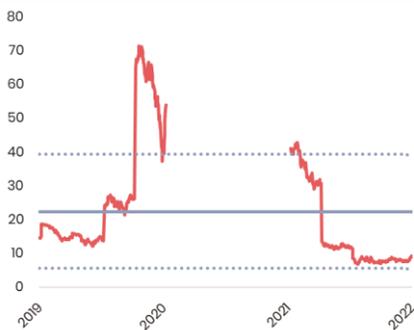
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Precios Celulosa China



Fuente: RISI y Estudios Security

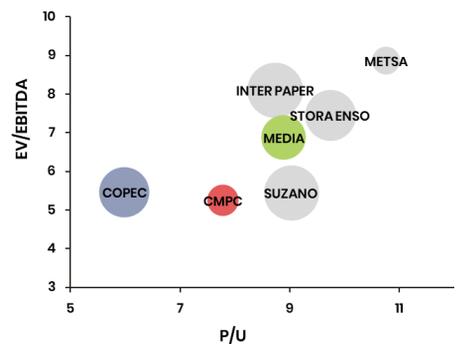
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Mayor Diversificación de Negocios lo Beneficiaría Respecto a su Par

Arauco, que representa el 65% del Ebitda consolidado de la compañía, tuvo un 2021 marcado por altos precios de celulosa y aumentos sobre lo esperado en volúmenes vendidos de paneles. Estas tendencias han logrado mantenerse en el inicio de 2022, con un precio de fibra larga transando en niveles sobre el promedio histórico. No obstante, para esta filial (ex proyecto MAPA), estimamos una caída de 28% a/a en el Ebitda de este año, debido a su alta base comparativa. El margen sobre ingresos alcanzaría un 28% este año, desde 35% en el 2021, principalmente por un menor precio promedio. Para el largo plazo, consideramos un margen de 24%, principalmente por un precio de celulosa que se reduce a US\$ 670/t hacia 2024.

MAPA, en tanto, empezaría a operar en abril del presente año, sumando una capacidad de 1.600 toneladas de fibra corta a su producción, con lo cual Copec llegará a una capacidad anual de 5.300 toneladas consolidadas a partir de 2023.

En el segmento de combustibles, esperamos volúmenes similares a los del 2021 (año de buen volumen pese a restricciones sanitarias, gracias al crecimiento del parque automotriz). Una recuperación parcial en el tráfico aéreo sería contrarrestado con una menor demanda del segmento industrial. Otro efecto positivo que vendría a apoyar los resultados es el tipo de cambio, que impulsaría el Ebitda del año. Aunque mantenemos un margen Ebitda estable, el mayor precio del petróleo elevaría también el aporte de este negocio en sus resultados. En el largo plazo, el margen Ebitda proyectado de combustibles es de un 3,7%, en línea con la historia de la compañía.

Pese a todos estos favorables fundamentos, sugerimos una recomendación más bien Neutral para Copec, en respuesta a posibles regulaciones provenientes de la nueva constitución (con argumentos similares a los señalados en CMPC), que aumentan el riesgo del sector. No obstante, en términos relativos, nuestra visión es algo más favorable respecto a su par gracias al mayor diferencial alcanzado por la fibra larga en los últimos meses y el aporte a resultados que entregaría el segmento combustibles.

Riesgos

- ↓ Ampliación de capacidad productiva de celulosa a nivel mundial, revertiendo alza en precios observada en el último tiempo.
- ↑ Menor gasto en insumos, como maderas, y remuneraciones permiten mejoras en márgenes de Arauco.
- ↑ Paneles mostrando precios sobre lo esperado debido a una demanda que continuaría fortalecida.
- ↓ Caídas en los volúmenes de venta en Abastible y Copec por alza en precios de combustibles.
- ↓ Riesgo de sanciones o restricciones de producción generadas por cambios regulatorios dentro de la convención constitucional.

Copec

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$9.020

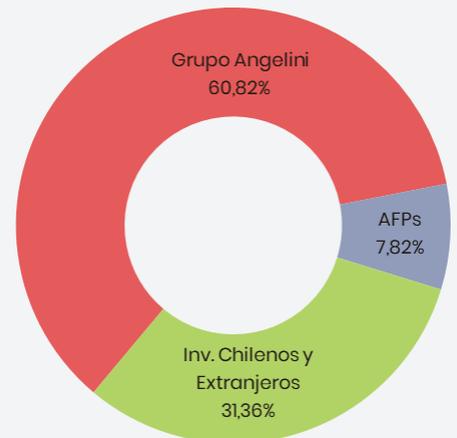
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COPEC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	9.020
Precio Actual (\$)	6.698
Fecha Informe	23-mar-22
Precio Min/Max 12M (\$)	5.600 / 9550
Market Cap (MMUS\$)	10.980,8
Volumen Diario (MM\$)*	4.515,4
Nº Acciones (millones)	1.300
Free Float	28,55%
Peso IPSA	7,00%
Dividend Yield 12M	6,8%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad

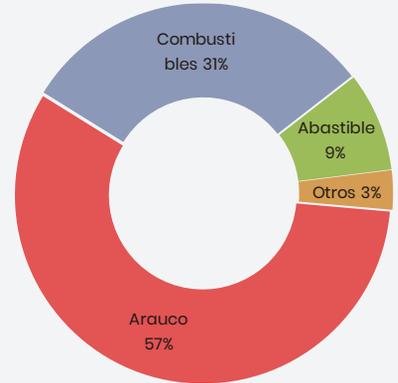


Fuente: Presentación Corporativa

Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2019	2020	2021	2022e	2023e
Arauco	1,140	1,061	2,243	1,632	1,596
Copec	645	512	946	843	722
Abastible	179	172	170	203	223
Otros	45	18	84	88	97
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
2019	2020	2021	2022e	2023e	
Ingresos	23,718	18,060	24,786	26,427	25,702
Variación (%)	-11%	-23.9%	37,2%	6,6%	-2,7%
Resultado Operacional	868	642	2,290	1,567	1,447
Variación (%)	-50,5%	-26,0%	159,7%	-35,8%	-5,1%
Margen Operacional (%)	3,7%	3,6%	9,2%	5,9%	5,6%
EBITDA	2,038	1,803	3,442	2,766	2,638
Variación (%)	-26,4%	-11,5%	90,9%	-19,6%	-4,6%
Margen EBITDA (%)	8,6%	10,0%	13,9%	10,5%	10,3%
Utilidad Neta	172	191	1,781	842	758
Variación (%)	-83,9%	10,9%	833,1%	-52,7%	-10,0%
Margen Neto (%)	0,7%	1,1%	7,2%	3,2%	2,9%
INDICADORES DE CRÉDITO					
2019	2020	2021	2022e	2023e	
Deuda / Activos (%)	33,2%	36,0%	32,8%	33,9%	32,5%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	4,7	4,4	9,5	7,0	6,6
Liquidez Corriente (x)	2,3	2,4	2,1	1,9	2,2
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,9	3,7	2,1	3,1	2,9
Deuda Financiera (MM US\$)	8,348	9,070	8,404	8,754	8,592
VALORIZACIONES					
2019	2020	2021	2022e	2023e	
Precio de cierre (\$)	6.750	10.414	6.586	-	-
Precio Utilidad (x)	69,0	98,5	5,7	12,0	13,6
EV / Ebitda (x)	9,0	14,4	5,0	6,7	6,8
Bolsa Libro (x)	11	18	0,9	0,9	0,9
Precio Ventas (x)	0,5	10	0,4	0,4	0,4
ROA (%)	0,7%	0,8%	7,0%	3,3%	2,9%
ROE (%)	16%	18%	16,2%	7,8%	6,4%

EBITDA por Operación



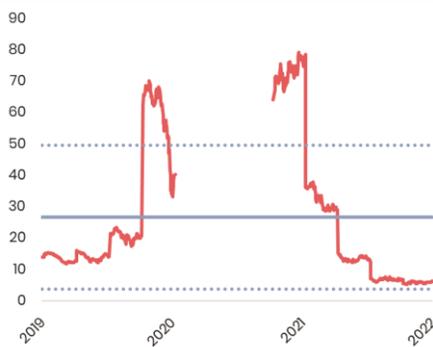
Fuente: Estados Financieros

Inventarios Celulosa China

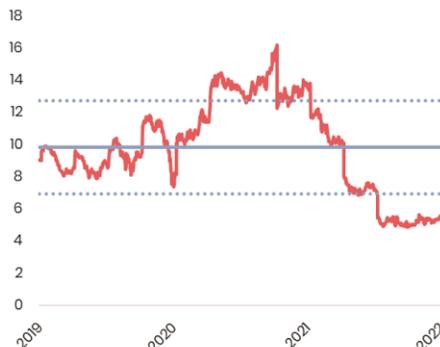


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

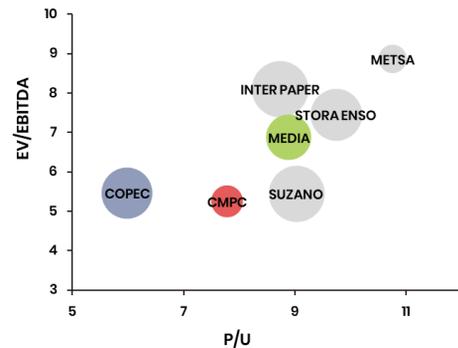
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.