

Sector Forestal: Mercado de Celulosa se Ajusta con Retrasos en Proyectos Beneficiando a Forestales.

Resumen

El mercado de la celulosa durante el 2022 estuvo marcado por restricciones de oferta, inicialmente por huelgas en Finlandia, que generaron el rebote inicial del precio del commodity, y luego los retrasos en el inicio de los nuevos proyectos como MAPA en Chile y UPM en Uruguay, postergando la entrada de 3,6 millones de toneladas al mercado.

Lo anterior generó que los precios alcanzaran máximos históricos en los principales mercados, llegando a precios de fibra larga de US\$ 988/t en China y US\$ 1.498/t en Europa, mientras que, por el lado de fibra corta, los precios alcanzaron a US\$ 866/t y US\$ 1.380/t, respectivamente. Estimamos que los efectos de dichas alzas mantengan resultados robustos para el 2023 dado el rezago entre el precio spot de mercado y el precio observado en los resultados de las compañías. Hacia adelante, esperamos que en 2024 se observe nuevamente una caída de los precios dada la entrada en operación de nuevos proyectos, que se regularizaría el 2025, llevando los precios hacia su promedio histórico en el largo plazo.

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, una mayor capacidad de producción de fibra larga sostendría de cierta manera la caída en precios esperadas para el año, ya que esta se transa a un mayor precio (CMPC produce un 80% de fibra corta, mientras que Copec un 54% post entrada de MAPA en operación). Por otro lado, el segmento de paneles en COPEC representaría durante el 2022 más del 50% del ebitda del segmento forestal de la compañía, el cual podría experimentar caídas relevantes a medida que los nuevos inicios de viviendas en construcción en EE.UU. comiencen a declinar ante la desaceleración económica en ese país. Esperamos que se generen efectos de lo antes mencionado en el EBITDA de las empresas, presentando caídas de 26% a/a en el caso de CMPC y de 27% a/a en COPEC, dejando atrás un año de resultados históricos para las compañías.

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. Con todo, actualizamos nuestros precios objetivos a 12 meses para Copec y CMPC, en \$8.650 y \$1990, 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	\$1.990	11,9	6,7	5,8%*
Copec	Neutral	\$8.650	4,5	4,1	7,1%*

* No considera dividendos provisorios

Crecimiento Inorgánico Impulsa Resultados

CMPC tuvo un 2022 marcado por distintas dificultades, como fueron los siniestros en una de sus plantas en marzo y altercados en la macrozona sur de Chile. Sin embargo, la compañía concentró sus esfuerzos en expansiones fuera del país, las cuales lograron incorporarse de manera eficaz, compensando las caídas en producción.

Esperamos que, en 2023, los precios de celulosa para CMPC presenten una caída respecto al 2022 de 17% a/a para fibra larga y de 15% a/a para fibra corta en promedio. Respecto al precio de largo plazo, proyectamos en US\$ 620/t para la fibra corta. Por el lado de los volúmenes, mantenemos una proyección de 82% de su capacidad anual, equivalentes a 3.900 toneladas anuales. Los incrementos de capacidad en Guaíba II (350 mil ton para 2023) estarían condicionados a aumentar su base forestal, aunque también la compañía espera algún aporte en eficiencias. Así, para celulosa proyectamos una caída en Ebitda de 35% a/a durante 2023, producto de los menores precios y ante alzas en costos que ajustarían los márgenes. A pesar de lo anterior, esperamos un 2023 similar al 2021 en cuánto a resultados para el segmento.

En el lado de *Tissue* (o *Softys*), debido a la adquisición de Carta Fabril (Brasil), el 2023 experimentaría un aumento de 18% a/a en su Ebitda. Nuestro escenario base considera crecimientos futuros de volumen debido a nuevas inversiones en el extranjero. En cuanto al segmento *Biopackaging*, este tendría una disminución de Ebitda en torno a 41% a/a, luego de un año 2022 marcado por un mejor desempeño del comercio internacional post pandemia. Consideramos un aumento en el volumen vendido asociado a un crecimiento en capacidad, pero a un precio que se ajusta a promedios históricos, junto a una mayor presión en costos.

Nuestra recomendación es Neutral, debido a expectativas de normalización de precios, junto a la exposición de activos a las zonas de conflicto en el sur de Chile.

Riesgos

- ↑ Precios de celulosa se mantienen altos por mayor tiempo a lo esperado.
- ↑ Crecimiento mayor a lo esperado en los volúmenes de *Tissue* y *Biopackaging*.
- ↑ Incremento en volúmenes de *Softys* asociado a expansiones en México.
- ↕ Depreciación del peso chileno aumenta el *cash cost* de sus principales segmentos, mientras que una depreciación del real brasileño tiene un efecto contrario.
- ↓ Conflicto en la macrozona sur de Chile complica cosecha de madera y genera mayores primas de seguro.

CMPC

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.990

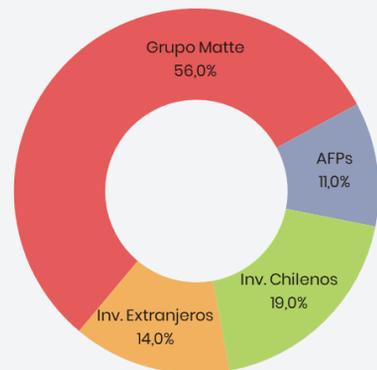
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CMPC
Riesgo	Alto
Precio Objetivo (\$)	1.990
Precio Actual (\$)	1.433
Fecha Informe	20-dic-22
Precio Min/Max 12M (\$)	1.210 / 1.907
Market Cap (MMUS\$)	4.714,0
Volumen Diario (MM\$)*	3.528,1
Nº Acciones (millones)	2.500
Free Float	42,51%
Peso IPSA	5,22%
Dividend Yield 12M	10,5%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



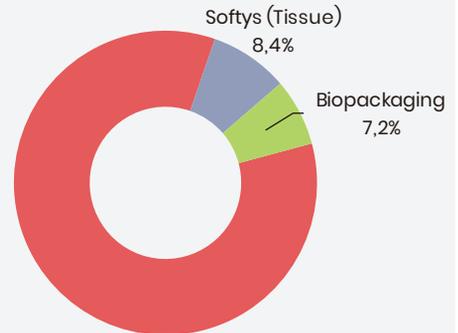
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

CMPC | Sector: Forestal | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 1.433 | P. Objetivo (\$): 1.990

Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Forestal y Celulosa	640	1388	2173	1407	1212
Softys (Tissue)	275	181	216	256	308
Packaging	109	176	184	103	110
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
Ingresos	5.287	6.323	7.830	7.105	6.829
Variación (%)	-6,8%	19,6%	23,8%	-9,3%	-3,9%
Resultado Operacional	147	978	1.453	880	706
Variación (%)	-59,6%	349,1%	48,6%	-39,4%	-19,9%
Margen Operacional (%)	2,8%	15,5%	18,6%	12,4%	10,3%
EBITDA	986	1.695	2.223	1.659	1.523
Variación (%)	-15,7%	71,3%	31,1%	-25,4%	-8,2%
Margen EBITDA (%)	18,6%	26,8%	28,4%	23,3%	22,3%
Utilidad Neta	-100	538	1.035	522	405
Variación (%)	-	-	92,2%	-49,6%	-22,4%
Margen Neto (%)	-19%	8,5%	13,2%	7,3%	5,9%
INDICADORES DE CRÉDITO					
Deuda / Activos (%)	30,7%	30,3%	29,5%	29,2%	23,8%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	4,9	7,8	9,9	7,8	7,1
Liquidez Corriente (x)	2,6	2,1	2,0	1,5	1,7
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,5	2,0	1,8	2,9	2,7
Deuda Financiera (MM US\$)	4.536	4.615	4.722	4.737	3.801
VALORIZACIONES					
Precio de cierre (\$)	2.000	1.428	-	-	-
Precio Utilidad (x)	-	7,7	4,1	11,9	15,5
EV / Ebitda (x)	9,8	4,5	3,7	6,7	6,8
Bolsa Libro (x)	0,8	0,5	0,5	0,8	0,7
Precio Ventas (x)	12	0,7	0,5	0,9	0,9
ROA (%)	-0,7%	3,5%	6,5%	3,2%	2,5%
ROE (%)	-1,3%	7,1%	12,8%	6,5%	4,6%

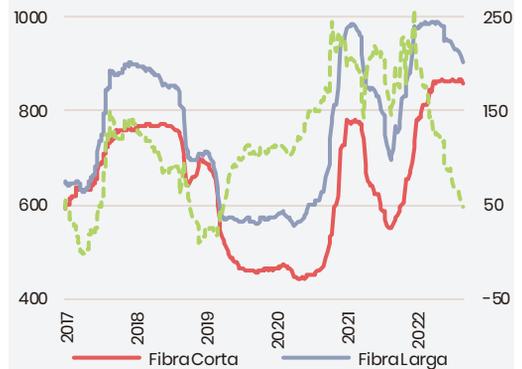
EBITDA por Operación 2022e



Forestal y Celulosa
84,5%

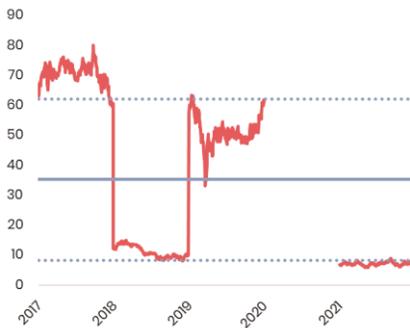
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

Precios Celulosa China

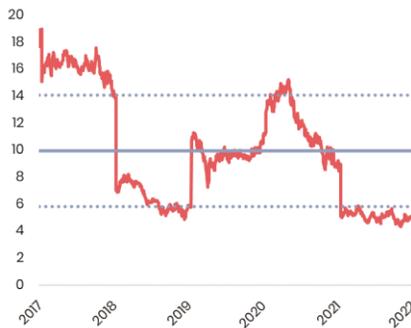


Fuente: RISI y Estudios Security

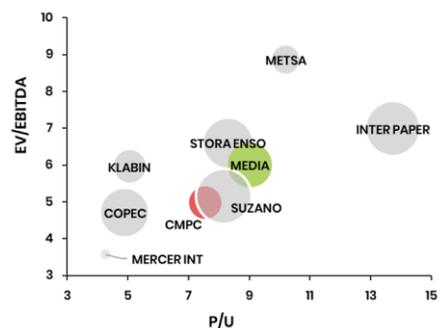
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Entrada en Operación de MAPA Impulsa Ingresos

Arauco tuvo un 2022 marcado por altos precios de celulosa y volúmenes que mostraron cierta reducción por los problemas generados en la planta Valdivia. Aun así, esta línea de negocios representaría el 63% del EBITDA de la empresa. Las tendencias de precio muestran caídas tanto en fibra corta como larga, pero con un mercado de fibra corta más ajustado por los retrasos de MAPA. Esperamos que MAPA logre operar cerca del 70% de su capacidad este año, impulsando sus volúmenes de venta. En el largo plazo, consideramos precios volviendo a sus niveles históricos, promediando a US\$ 700/t hacia 2025 para Arauco dada la nueva capacidad de fibra corta. La entrada en operación de MAPA agregaría 1.500 toneladas de fibra corta al negocio de Arauco. Con esto, el 54% de la producción correspondería a fibra corta, 20% fibra larga, 10% dissolving, 10% Ukp y 6% otros productos.

En el segmento de combustibles, esperamos volúmenes similares a los del 2022, gracias al crecimiento del parque automotriz y cierta recuperación en el tráfico aéreo, al igual que el canal industrial. Aun así, mantenemos un margen Ebitda estable, que no se vería afectada por variaciones del precio de petróleo, pero advertimos que el conflicto en Ucrania podría generar efectos sobre el *commodity*. En el largo plazo, el margen Ebitda proyectado de combustibles es de un 3,7%, en línea con la historia de la compañía.

Por el lado de Abastible, esperamos que los márgenes se reduzcan para el 2023, dado que el sector enfrenta una elevada incertidumbre a nivel de marco regulatorio y ante un escenario complejo de precios dada la escasez de volúmenes en Europa.

Con un escenario más incierto, sugerimos una recomendación neutral para Copec. Si bien la diversificación en cuanto a negocios de la compañía, la entrada en operación de MAPA y la adquisición de Blue Express son puntos positivos para la compañía, la caída del precio de la celulosa. Aún así esperamos que la solidez de sus principales negocios evitaría caídas mayores en resultados en 2023.

Riesgos

- ↓ Mayores presiones en precios ante ampliación de capacidad productiva de celulosa a nivel mundial.
- ↑ Menor gasto en insumos permite mejoras en márgenes de Arauco.
- ↑ Paneles mostrando precios sobre lo esperado a pesar de la caída en la actividad de construcción de viviendas en Estados Unidos.
- ↓ Caídas en los volúmenes de venta en Abastible debido a regulaciones de parte del gobierno a través de nuevas leyes.
- ↑ Venta de activos de menor rentabilidad que se encuentran en cartera
- ↕ Se concreta la adquisición de Blue Express.

Copec

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$8.650

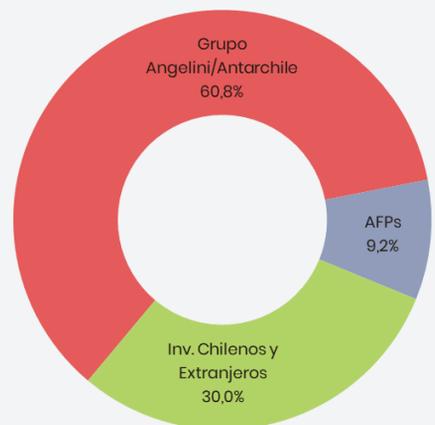
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COPEC
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	8.650
Precio Actual (\$)	6.000
Fecha Informe	20-dic-22
Precio Min/Max 12M (\$)	5.720 / 8.480
Market Cap (MMUS\$)	8.780,1
Volumen Diario (MM\$)*	3.990,3
Nº Acciones (millones)	1.300
Free Float	28,55%
Peso IPSA	7,16%
Dividend Yield 12M	5,9%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad

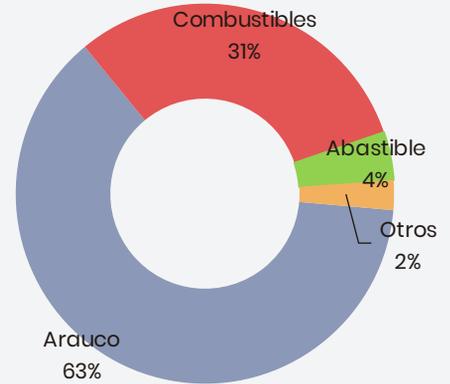


Fuente: Presentación Corporativa

Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Arauco	1061	2243	2450	1682	1917
Copec	512	946	1201	891	607
Abastible	172	170	160	184	190
Otros	58	84	99	91	93
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Ingresos	18.060	24.786	30.780	25.379	24.752
Variación (%)	-23,9%	37,2%	24,2%	-17,5%	-2,5%
Resultado Operacional	642	2.290	2.644	1.669	1.639
Variación (%)	-2,8%	159,7%	-7,0%	-23,4%	0,7%
Margen Operacional (%)	3,6%	9,2%	8,6%	6,6%	6,6%
EBITDA	1.803	3.442	3.910	2.848	2.807
Variación (%)	-11,5%	90,9%	13,6%	-27,2%	-1,5%
Margen EBITDA (%)	10,0%	13,9%	12,7%	11,2%	11,3%
Utilidad Neta	191	1.795	1.952	1.127	1.104
Variación (%)	10,9%	840,5%	8,7%	-42,2%	-2,1%
Margen Neto (%)	1,1%	7,2%	6,3%	4,4%	4,5%
INDICADORES DE CRÉDITO					
2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Deuda / Activos (%)	36,8%	36,0%	32,8%	31,5%	31,5%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	4,7	4,4	9,5	10,9	7,3
Liquidez Corriente (x)	2,3	2,4	2,1	1,9	2,4
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,7	4,1	2,1	1,9	2,1
Deuda Financiera (MM US\$)	9.273	9.070	8.404	8.535	8.156
VALORIZACIONES					
2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Precio de cierre (\$)	6.750	8.584	-	-	-
Precio Utilidad (x)	69,0	81,2	5,6	4,5	12,0
EV / Ebitda (x)	9,5	12,6	5,0	4,1	6,8
Bolsa Libro (x)	1,1	1,5	0,9	0,7	1,1
Precio Ventas (x)	0,5	0,9	0,4	0,3	0,5
ROA (%)	0,7%	0,8%	7,0%	7,2%	4,4%
ROE (%)	1,6%	1,8%	16,3%	16,3%	9,0%

EBITDA por Operación 2022e



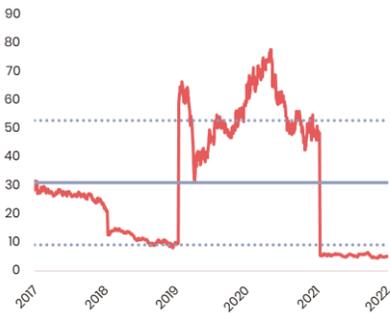
Fuente: Estados Financieros y Estimaciones Security

Inventarios Celulosa China



Fuente: Bloomberg y Estudios Security

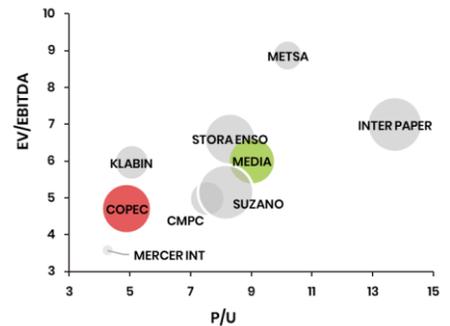
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.