

# Sector Forestal: Recuperación de Resultados a Pesar de Estabilización de Precios de Celulosa

## Resumen

Durante el 2023, el mercado de la celulosa estuvo marcado por volatilidades en precio. La caída abrupta en el valor de la celulosa a inicios del año se debió a la disminución de la demanda por parte de los compradores chinos, los cuales decidieron agotar sus inventarios.

Lo anterior generó que los precios cayeran en los principales mercados, llegando a precios de fibra larga de US\$ 650/t en China y US\$ 1.146/t en Europa, mientras que, por el lado de fibra corta, los precios alcanzaron a US\$ 475/t y US\$ 800/t, respectivamente. Sin embargo, la fuerte caída de precios reactivó la demanda, generando un nuevo rebote. Esperamos que los precios se mantengan en los niveles actuales, con variaciones menores durante el año a medida que la operación de los grandes proyectos de UPM en Uruguay, MAPA en Chile y Cerrado en Brasil comiencen a agregar producción a un mercado que ha visto el cierre de múltiples plantas en Europa y Norte América. Los próximos años, esperamos leves fluctuaciones a la baja, para retornar a los promedios históricos.

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 2023 más del 50% del ebitda del segmento forestal de la compañía, el cual podría mostrar complicaciones debido a un panorama aún incierto y que asume costos mayores debido a los altos precios de los insumos. Esperamos que se generen efectos de lo antes mencionado en el EBITDA de las empresas, presentando un alza de 20% a/a en el caso de CMPC y de 10% a/a en COPEC, potenciando los márgenes en los segmentos de 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 \$7.500 y \$1810, respectivamente. Vemos un mayor espacio de valorización para Copec que para CMPC, por lo que recomendamos estar sobreponderados en el primero papel, a pesar de que veremos un mercado más estable en celulosa para este año.**

**Roberto Valladares R.**  
Analista Senior Sector  
Commodities e Industrial  
[roberto.valladares@security.cl](mailto:roberto.valladares@security.cl)

**Nicolás Libuy I.**  
Subgerente Renta Variable Local  
[nicolas.libuy@security.cl](mailto:nicolas.libuy@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	\$1.810	9,6	5,8	4,5%*
Copec	Sobreponderar	\$7.230	13,2	6,2	2,0%*

\* No considera dividendos provisorios

## Segmento de Softys Impulsaría Resultados de la Compañía

CMPC tuvo un 2023 marcado por un rendimiento sobresaliente en el segmento de Softys debido a las adquisiciones que realizó en el extranjero, lo que estuvo contrarrestado por la caída del precio de la celulosa y un ambiente más complejo en el segmento de *Biopackaging*. El foco de la compañía se inclinaría a futuro en mejorar los márgenes en su negocio de celulosa y de *Biopackaging*.

Esperamos que en 2024 los precios de celulosa para CMPC se mantengan planos tanto para fibra larga como para fibra corta en el promedio, mostrando leves variaciones durante el año. Respecto al precio de largo plazo, proyectamos US\$ 650/t para la fibra corta a partir de 2026 y creciendo cercano a inflación (1% anual). Por el lado de los volúmenes, mantenemos una proyección de 82% de su capacidad anual, equivalentes a 3,900 millones de 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 un alza en Ebitda de 7% a/a durante 2024, producto de mayores volúmenes y en menor medida a costos menores. A pesar de lo anterior, esperamos un 2024 similar al 2023 en cuanto a resultados para el segmento.

En el lado de *Tissue* (o *Softys*), debido a la adquisición de MABE (México), el 2024 experimentaría un aumento de 14% a/a en su Ebitda. Nuestro escenario base considera mayores eficiencias dada las adquisiciones que ha realizado la compañía que han resultado fructíferas. En cuanto al segmento *Biopackaging*, este tendría un aumento de Ebitda en torno a 28% a/a, luego de un año 2023 marcado por una baja actividad del sector exportador en Chile. Consideramos un aumento en el volumen vendido asociado a una recuperación de las ventas, pero a un precio que se ajusta a promedios históricos, junto a costos que podrían mostrar una leve mejora dado un menor precio de los insumos como la celulosa.

**Nuestra recomendación es Neutral, debido a que una mayor parte de la recuperación de los resultados para 2024-2025 estaría internalizada en el precio actual.**

### Riesgos

- ↑ Precios de celulosa se mantienen altos por mayor tiempo a lo esperado.
- ↑ Recuperación anticipada de los volúmenes y precios del segmento de *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.
- ↓ Entrada de nuevas plantas productivas de celulosa en el mercado internacional podrían impactar al precio de la celulosa.

## CMPC

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$1.810

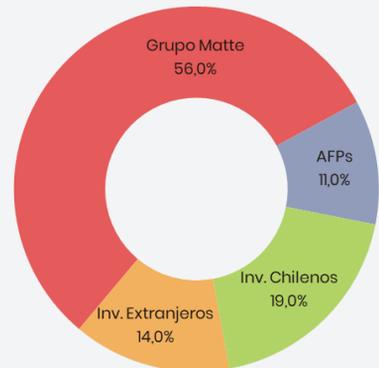
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CMPC
Riesgo	Medio-Alto
Precio Objetivo (\$)	1.810
Precio Actual (\$)	1.550
Fecha Informe	31-ene-24
Precio Min/Max 12M (\$)	1.210 / 1.907
Market Cap (MMUS\$)	4.235
Volumen Diario (MM\$)*	3.055,3
Nº Acciones (millones)	2.500
Free Float	44,14%
Peso IPSA	4,55%
Dividend Yield 12M	10,5%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



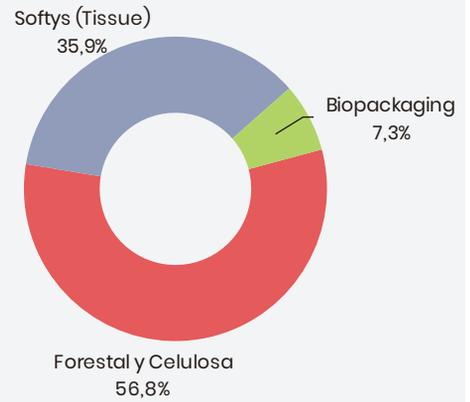
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

CMPC | Sector: Forestal | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$): 1.550 | P. Objetivo (\$): 1.810

### Estado de Resultados

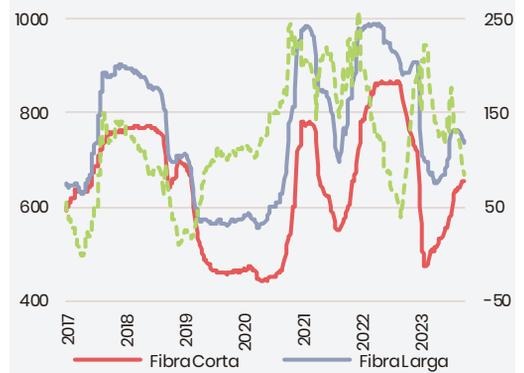
EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2021	2022	2023	2024e	2025e
Forestal y Celulosa	1388	1765	800	858	1025
Softys (Tissue)	181	231	506	576	524
Packaging	176	190	103	131	144
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
Ingresos	6.323	7.821	8.100	7.659	7.902
Variación (%)	19,6%	23,7%	3,6%	-5,4%	3,2%
Resultado Operacional	978	1.394	556	738	854
Variación (%)	349,1%	42,5%	-60,1%	32,9%	15,7%
Margen Operacional (%)	15,5%	17,8%	6,9%	9,6%	10,8%
EBITDA	1.695	2.113	1.337	1.609	1.719
Variación (%)	71,3%	24,6%	-36,7%	20,3%	6,9%
Margen EBITDA (%)	26,8%	27,0%	16,5%	21,0%	21,8%
Utilidad Neta	538	1.005	470	553	640
Variación (%)	-	86,7%	-53,2%	17,6%	15,8%
Margen Neto (%)	8,5%	12,9%	5,8%	7,2%	8,1%
INDICADORES DE CRÉDITO					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
Deuda / Activos (%)	30,3%	30,6%	33,8%	28,4%	26,7%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7,8	9,8	5,0	5,8	6,2
Liquidez Corriente (x)	2,1	2,0	1,8	2,3	2,3
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,0	2,0	3,7	2,5	2,2
Deuda Financiera (MM US\$)	4.615	5.072	5.812	5.003	4.776
VALORIZACIONES					
	2021	2022	2023	2024e	2025e
Precio de cierre (\$)	1.406	1.416	1.700	-	-
Precio Utilidad (x)	-	4,1	10,2	9,6	8,2
EV / Ebitda (x)	4,5	4,0	7,3	5,8	5,3
Bolsa Libro (x)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Precio Ventas (x)	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7
ROA (%)	3,5%	6,1%	2,7%	3,1%	3,6%
ROE (%)	7,1%	12,7%	6,0%	6,3%	7,0%

### EBITDA por Operación 2023



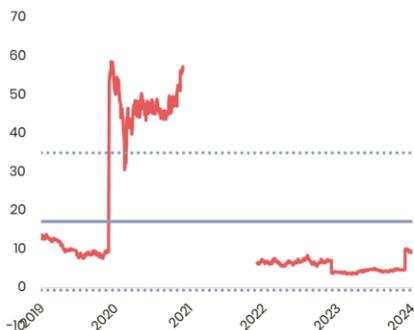
Fuente: Estados Financieros y Estudios Security.

### Precios Celulosa China

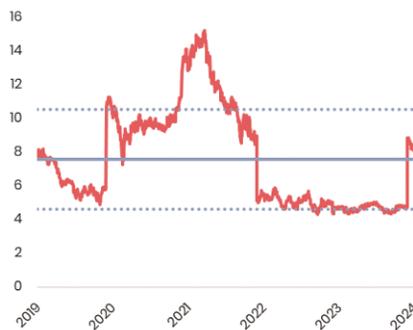


Fuente: RISI y Estudios Security

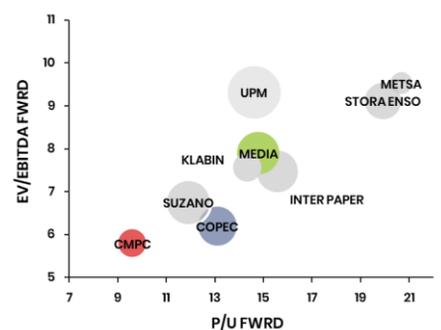
### P/U Trailing



### EV/EBITDA Trailing



### Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Operación de MAPA Impulsa Ingresos, a Pesar de Estabilización en Precio de Celulosa

El inicio de la operación de MAPA ha logrado aumentar los volúmenes de producción y venta de Arauco (47% del Ebitda), impulsando los resultados en la última parte del 2023. Esperamos que MAPA logre operar en torno al 90% de su capacidad este año, pero el cierre de la planta de Licancel reduciría el aumento de capacidad de la empresa en su totalidad. La entrada en operación de MAPA agregaría 1,56 millones de toneladas de fibra corta al negocio de Arauco y el cierre de Licancel reduce 160 mil toneladas. La producción se dividiría en el 54% de la producción correspondería a fibra corta, 20% fibra larga, 9% dissolving pulp, 10% Ukp y 7% otros productos.

Las tendencias de precio muestran caídas tanto en fibra corta como larga, pero con un mercado de fibra corta más ajustado por la entrada de grandes proyectos en operación como lo es Cerrado en Brasil y Pasos del Toro en Uruguay, lo que debiese podría mantener los precios en torno a US\$ 760/t hacia 2025, considerando que ha existido una salida importante de producción en Europa debido a que plantas antiguas han tenido que cerrar por los altos costos que está experimentando la industria y el mix de celulosa que tiene la compañía.

En el segmento de combustibles, esperamos volúmenes similares a los del 2023, dado por un canal concesionario más estable. Aun así, mantenemos un margen Ebitda estable, que no se vería afectada por variaciones del precio de petróleo.

Por el lado de Abastible, esperamos que los márgenes recuperen durante 2024, dado que el sector enfrenta una menor incertidumbre a nivel de marco regulatorio y un escenario de precios menos complejo de los que se vivían hace 1 año en Europa.

**Pese a un escenario de menores incertidumbres, sugerimos una recomendación sobreponderado para Copec. Destacamos la diversificación en cuanto a negocios de la compañía y vemos un espacio atractivo de valorización para la acción, a pesar de que existan riesgos que podrían afectar los flujos como fluctuaciones en los precios de celulosa y costos de insumos que golpeen los márgenes.**

### Riesgos

- ↑ Menor gasto en insumos permite mejoras en márgenes de Arauco.
- ↑ Paneles mostrando precios sobre lo esperado por una reactivación de la actividad de construcción de viviendas en Estados Unidos.
- ↑ Abastible recupera niveles de precios y logra marginar sobre lo esperado.
- ↑ Venta de activos de menor rentabilidad que se encuentran en cartera.
- ↓ Incendios forestales podrían causar aumento de costos en madera y seguros de lucro cesante.
- ↓ Mayores presiones en precios ante ampliación de capacidad productiva de celulosa a nivel mundial.

## Copec

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$7.500

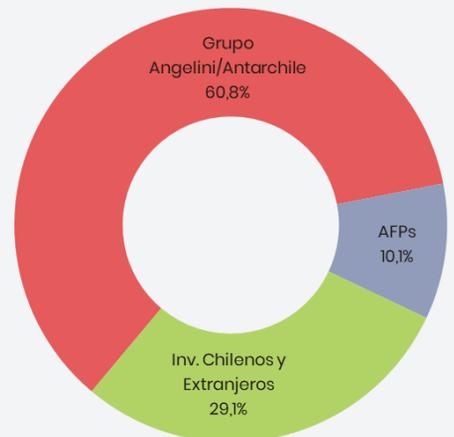
### INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	COPEC
<b>Riesgo</b>	Bajo
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	7.500
<b>Precio Actual (\$)</b>	6.043
<b>Fecha Informe</b>	31-ene-24
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	5.855 / 6.490
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	8.627,9
<b>Volumen Diario (MM\$)*</b>	3.141,7
<b>Nº Acciones (millones)</b>	1.300
<b>Free Float</b>	30,31%
<b>Peso IPSA</b>	5,85%
<b>Dividend Yield 12M</b>	1,15%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



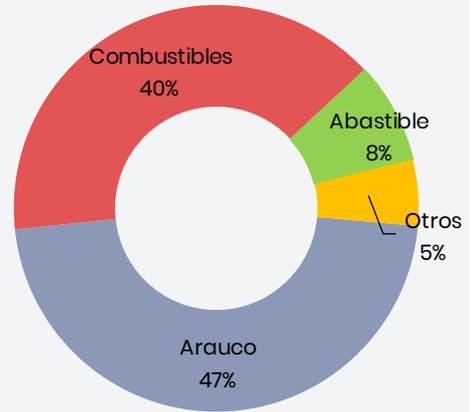
Fuente: Presentación Corporativa

COPEC | Sector: Forestal | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 6.043 | P. Objetivo (\$): 7.500

### Estado de Resultados

EBITDA POR OPERACIÓN					
Millones de USD	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Arauco	2.243	2.229	1.114	1.849	1.926
Copec	946	1.169	944	1.131	849
Abastible	170	142	190	194	211
Otros	84	80	125	88	110
ESTADO DE RESULTADOS (MM \$)					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos	24.786	30.766	29.611	31.298	31.495
Variación (%)	37,2%	24,1%	-3,8%	5,7%	0,6%
Resultado Operacional	2.290	2.355	952	1.706	1.720
Variación (%)	159,7%	-17,2%	-58,0%	69,6%	0,2%
Margen Operacional (%)	9,2%	7,7%	3,2%	5,5%	5,5%
EBITDA	3.442	3.619	2.373	3.262	3.096
Variación (%)	90,9%	5,1%	-34,4%	37,4%	-5,1%
Margen EBITDA (%)	13,9%	11,8%	8,0%	10,4%	9,8%
Utilidad Neta	1.795	1.464	487	860	928
Variación (%)	840,5%	-18,4%	-66,7%	76,5%	8,0%
Margen Neto (%)	7,2%	4,8%	1,6%	2,7%	2,9%
INDICADORES DE CRÉDITO					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Deuda / Activos (%)	32,8%	32,9%	34,8%	35,0%	32,4%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	9,5	9,1	3,5	4,8	6,2
Liquidez Corriente (x)	2,1	1,7	1,7	1,7	1,5
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,1	2,3	3,9	2,9	3,1
Deuda Financiera (MM US\$)	8.404	9.245	9.877	10.611	9.742
VALORIZACIONES					
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Precio de cierre (\$)	6.586	6.255	6.416	-	-
Precio Utilidad (x)	5,6	6,0	19,2	13,2	11,9
EV / Ebitda (x)	5,0	4,6	7,6	6,2	6,5
Bolsa Libro (x)	0,9	0,7	0,8	0,9	0,8
Precio Ventas (x)	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
ROA (%)	5,2%	5,2%	1,7%	2,8%	3,1%
ROE (%)	16,3%	12,2%	4,0%	6,8%	7,0%

### EBITDA por Operación 2023e



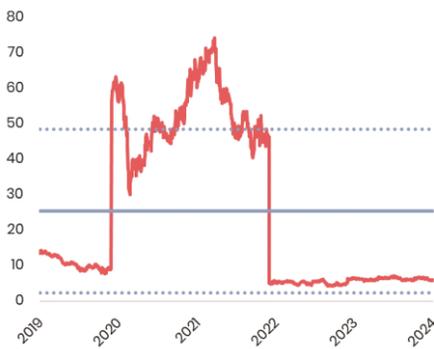
Fuente: Estados Financieros y Estimaciones Security

### Inventarios Celulosa China

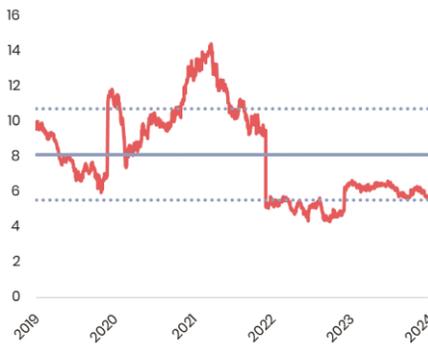


Fuente: Bloomberg y Estudios Security

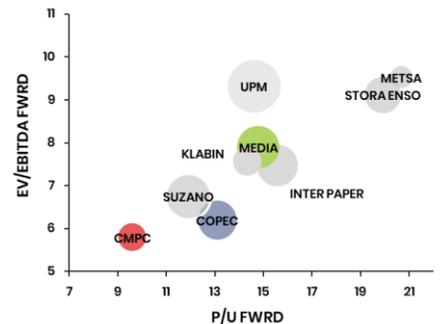
### P/U Trailing



### EV/EBITDA Trailing



### Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

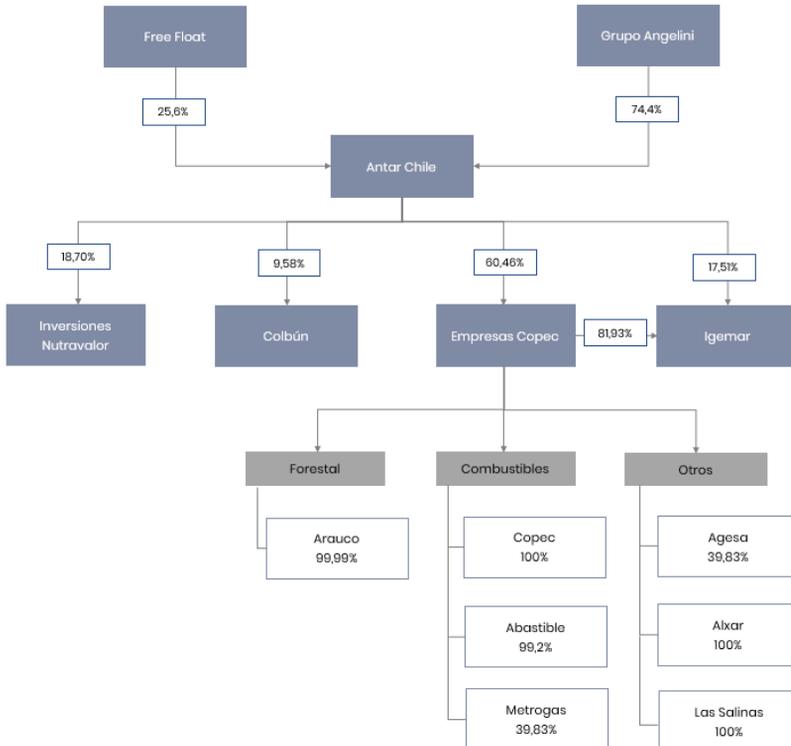
## Holdings Asociados al Sector: AntarChile.

AntarChile es una sociedad que participa en diversas actividades industriales, directamente o por medio de inversiones, donde destacan los sectores forestal, combustibles y pesquero. Su propiedad está en manos del grupo Angelini, con un 74,4% de la propiedad, y gestiona más de US\$ 29.000 millones en activos, donde destacan:

**EMPRESAS COPEC:** Es la principal inversión de AntarChile y uno de los conglomerados industriales más grandes del país, representando más del 98,6% de los activos del holding (100% en el caso del NAV). Empresas Copec posee presencia en el sector forestal a través de Forestal Arauco, una de las productoras más grandes de celulosa a nivel mundial. Participa, además, en la distribución de combustibles dentro de América a través de Copec y Abastible, sumando otros sectores económicos por medio de filiales menores.

**COLBÚN:** Con una capacidad neta de 4GW, incluyendo su filial en Perú, y una matriz 40% a base de energía hidráulica, es el tercer generador más importante del SEN. La compañía cuenta con una estrategia comercial enfocada principalmente en clientes libres y una baja exposición al mercado spot, registrando ventas de energía de ~15,5TWh/año, equivalente a US\$ 2.150 millones LTM.

## Estructura de Propiedad Simplificada:



\*Elaboración propia Área de Estudios Grupo Security en base a información pública

## ANTARCHILE

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$7.756

### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ANTARCHILE
Riesgo	Medio
Precio Actual (\$)	6.950,0
Fecha Informe	31-ene-24
Precio Min/Max 12M (\$)	6.281 / 7.650
Market Cap (MM\$)	3.190
Volumen Diario (MM\$)*	74,1
Free Float	25,6%
Peso IPSA	-
Dividend Yield 12M	10,3%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### VALORIZACIÓN POR MÉTODO NAV

NAV (*) (MM\$)	5.929.284
Caja (MM\$)	4.632
Deuda holding (MM\$)	-126.156
GAV holding (MM\$)	-45.390
Total Patrimonio (MM\$)	5.762.370
# acciones (millones)	456
Descuento holding (**)	40%
P.O. Antarchile (\$/acc)	7.576

Fuente: CMF Chile, Compañía y Estudios Security.

(\*) Net Asset Value (NAV): Se utilizan precios objetivos de activos bajo cobertura (link de informes en párrafo respectivo) ponderado por su respectiva participación en la propiedad. Para activos sin cobertura, se utiliza valor libro más reciente. Deuda y caja son estimados.

(\*\*) En base a comparación histórica.

### DESCUENTO POR HOLDING HISTÓRICO



Fuente: Bolsa de Comercio y Estudios Security.