

Las acciones fueron clasificadas en "Primera Clase Nivel 1"

Humphreys asigna "Categoría AA" a la solvencia de Empresas CMPC

Santiago, 05 de junio de 2019. **Humphreys** clasificó la solvencia de **Empresas CMPC S.A. (Empresas CMPC)** en "Categoría AA", en tanto que otorgó la clasificación "Primera Clase Nivel 1" a sus títulos accionarios. La tendencia asignada es "Estable".

La clasificación de solvencia en "Categoría AA" se basa principalmente en las fortalezas provenientes de Inversiones CMPC S.A., clasificada por **Humphreys** en "Categoría AA". Cabe señalar que **Empresas CMPC** en forma individual no presenta deuda financiera; no obstante, utiliza como vehículo de financiamiento a su filial Inversiones CMPC (100% de participación), con la cual controlan las empresas operativas del grupo (de las áreas forestal, *tissue*, y *packaging*), en consecuencia, ambas entidades presentan idéntico riesgo.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de **Empresas CMPC**, en "Categoría AA", destaca el importante patrimonio forestal que dispone el grupo que cuenta con más de 1.150 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 700 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un valor de US\$ 3.401 millones¹. Este patrimonio forestal, en conjunto con sus plantas de celulosa situadas en Chile (Laja, Pacífico y Santa Fé) y Brasil (Guaiba), con una capacidad de producción de aproximadamente 4,1 millones de toneladas anuales de celulosa, le han permitido situarse como el cuarto productor de celulosa a nivel global.

En forma complementaria con lo anterior, la clasificación de riesgo considera las ventajas climatológicas de nuestro país que permiten una velocidad de crecimiento de las plantaciones de Eucalipto y Pino Radiata que supera en forma relevante la velocidad de los principales competidores. Lo anterior, significa una mayor competitividad de los bosques de la compañía. Más aún, la ubicación de los bosques y plantas de producción, le permiten a la filial CMPC Celulosa exhibir uno de los más bajos *cash cost*² en la producción tanto de celulosa de fibra corta como de fibra larga a nivel mundial.

En consecuencia, la capacidad instalada del emisor, sumado a las ventajas climatológicas del país, favorecen la competitividad de la empresa lo que se manifiesta en su buen posicionamiento de mercado dentro de la industria de celulosa y la elevada importancia de los flujos generados por esta línea de mercado, que en términos de EBITDA alcanzó los US\$ 1.616 millones en 2018 (influido, en parte, por el alto precio registrado por la celulosa durante ese año).

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo es el elevado liderazgo que tienen los segmentos *tissue* dentro del mercado local en términos de venta (participación de 70%) y su buen posicionamiento en la región de Latinoamérica, siendo el segundo productor en la región. Además, se destaca la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población de Chile y de los países donde opera. En la misma línea, destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la empresa lo que favorece y apoya, junto con sus canales de venta, a su elevada participación de mercado.

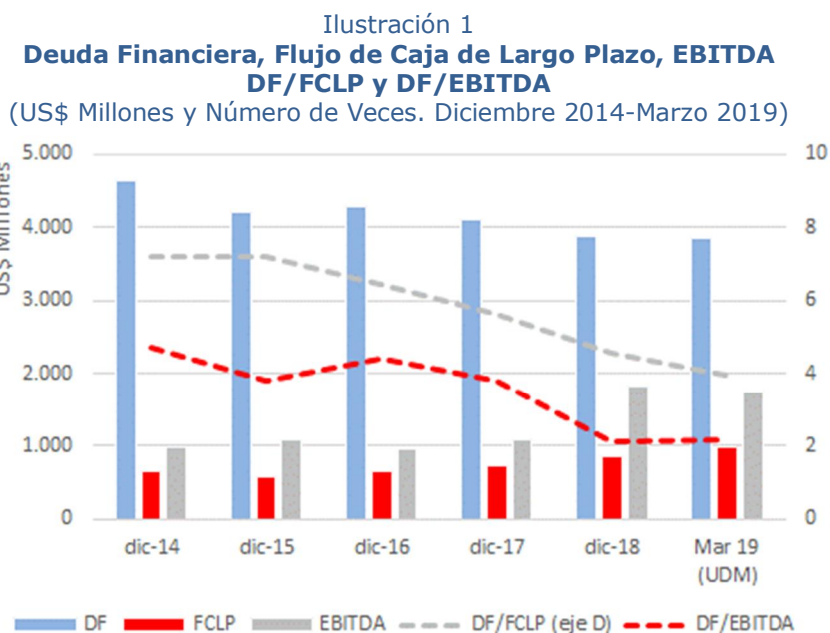
Las fortalezas estructurales del grupo CMPC, sumado al adecuado perfil de vencimiento de su deuda en relación con su capacidad de generación de flujos en el largo plazo, dan una fuerte capacidad para el pago de sus pasivos financieros consolidados, incluso teniendo en consideración la probabilidad de caídas abruptas en sus resultados producto de bajas significativas en el precio de la celulosa, dada la volatilidad propia de los *commodities*. En efecto, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³ de la compañía, que asciende a US\$ 944 millones,

¹ De acuerdo a los últimos estados financieros presentados por la compañía.

² Expresado como US\$/Tonelada CIF en China.

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su

estimada sobre la base de la rentabilidad promedio de los activos de los últimos cinco años y, por los tanto, no influenciada por el precio de la celulosa en un año en particular, muestra holguras importantes en comparación con el servicio anual de la deuda financiera, cuyo máximo vencimiento asciende a US\$ 625 millones (US\$ 302 millones en promedio para los próximos 12 años).



En opinión de la clasificadora, el nivel de deuda del emisor es consistente con un balance fuertemente concentrado en activos de largo plazo; en los hechos, la deuda financiera representa el 34% de los activos biológicos no corrientes y de las propiedades, plantas y equipos. Adicionalmente, la empresa se ha caracterizado por mantener una elevada relación entre disponible y deuda financiera corriente (salvo en marzo de 2017, que fue de 78%, sobrepasa el 100%). Las características del balance, en cuanto a su liquidez, atenúan el eventual riesgo de bajas en el precio de la celulosa, más allá que el perfil de vencimiento de la deuda favorece las posibilidades de refinanciamiento ante eventuales reducciones puntuales en la generación de caja. En resumen, el hecho que la volatilidad del precio de la celulosa podría, ocasionalmente, afectar los resultados de la empresa en un año en particular, tal evento ya es capturado por la clasificación de riesgo, y no inhibe las fortalezas de largo plazo de la compañía.

Otro elemento favorable considerado en la clasificación es la atomización de la cartera de clientes. El principal cliente representa menos de un 10% de los ingresos totales del grupo, elemento que ayuda a diversificar el riesgo, moderando el impacto por incumplimiento de uno o un grupo reducido de clientes. Además, es importante destacar que sus principales clientes poseen un adecuado nivel de solvencia y son empresas reconocidas en el mercado (además, se tienen contratados seguros de créditos). Lo anterior, permite a la compañía tener presencia en todos los canales de venta a lo largo del país como son supermercados, distribuidores, mayoristas e industriales grandes, medianos y pequeños.

Por otro lado, al evaluar a **Empresas CMPC** como *holding*, se aprecia que la deuda consolidada es baja respecto al probable valor de mercado de las filiales operativas. En consecuencia, bajo escenarios altamente extremos e hipotéticos, la sociedad tiene activos que facilitarían el refinanciamiento de deuda, si así fuere necesario (vía entrega de acciones garantía, apertura a bolsa, etc.).

La compañía, además, como grupo cuenta con un amplio acceso a fuentes de financiamiento, tanto a nivel internacional como nacional, a través de deuda financiera, o bien la colocación de

actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular (en este caso, no depende sólo del precio de la celulosa del año 2018, como si sucede con el EBITDA).

instrumentos de oferta pública (bonos y acciones), que le permiten diversificar su fondeo y reducir su exposición a un solo tipo de acreedor.

Aun cuando la generación de flujos es determinada por el precio de la celulosa y, por lo tanto, en el futuro una caída de este precio podría significar una reducción de los ingresos y EBITDA del *holding*, las holguras que presenta la compañía le permitirían sortear un escenario transitorio de bajos precios. De esta manera, caídas puntuales de los precios no afectarán necesariamente la clasificación de riesgo.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por los riesgos asociados a los productores de bienes *commodity* que periódicamente están sujetos a *shocks* en precios, tomando en cuenta que gran parte de los ingresos proviene del segmento forestal. En efecto, entre fines de 2016 y 2018 el precio de la celulosa de fibra larga fluctuó entre US\$809/ton y US\$1.230/ton, esto es, una variación de más de 50%. Sin embargo, aun cuando la generación de flujos es determinada por el precio de la celulosa y, por lo tanto, en el futuro una caída de este precio podría significar una reducción de los ingresos y EBITDA de la compañía, las holguras que presenta la compañía le permitirían sortear un escenario transitorio de bajos precios. De esta manera, caídas puntuales de los precios no afectarán necesariamente la clasificación de riesgo. Además, se debe tener en consideración que una baja en el segmento forestal, producto de una disminución de los precios de mercado de la celulosa, repercute en un alza de los flujos de los segmentos *tissue* y papeles, lo que compensa en cierta medida la caída de los ingresos.

Otro elemento que restringe la clasificación es que la actividad silvícola presenta diversos riesgos en su operación, entre los que destacan los riesgos ambientales, generados a partir de un mal manejo del recurso forestal que afecte el medio donde se insertan las plantaciones de bosques de la compañía. Estos riesgos, a su vez, pueden generar riesgos políticos, asociados a la oposición de las comunidades al desarrollo de estas actividades, o bien el surgimiento de reivindicaciones indígenas. Aun cuando no se pueden descartar del todo esta oposición, cabe destacar que las diversas filiales de la compañía están certificados a través de CERTFOR-PEFC y FSC, para garantizar la protección del bosque nativo y la biodiversidad. Además, la compañía mantiene un programa de relacionamiento comunitario, que permite disminuir los riesgos asociados a eventuales rechazos por parte de las comunidades.

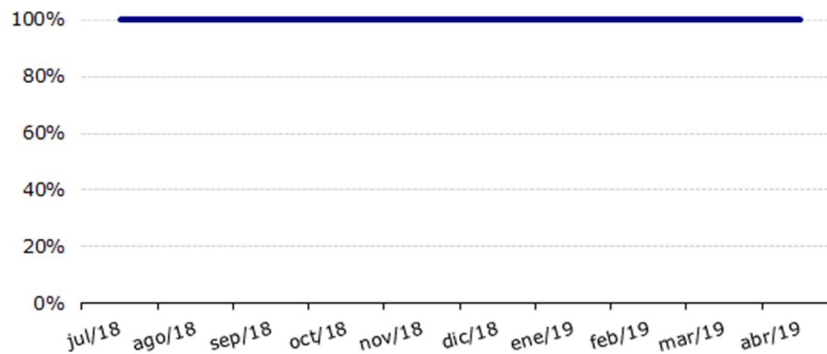
Asimismo, los bosques están sujetos a la ocurrencia de incendios, tanto por la intervención humana, como por origen espontáneo, y cuyo número tiende a ser relativamente estable durante el año. Sin embargo, la zona afectada puede variar significativamente de un año a otro, dadas las condiciones de humedad, temperatura y vientos registrados durante los períodos de incendio. Sin embargo, el efecto de este riesgo se ha morigerado por la mayor cooperación entre los diversos organismos encargados de atacar el fuego, con un uso más racional de recursos, y, finalmente, con la contratación de seguros.

Finalmente, dada la operación de la compañía en diversos países, existe el riesgo de descalce de sus flujos denominados en dólares, tanto ingresos, costos y gastos; respecto de aquellos denominados en otras monedas. Asimismo, existiría riesgo de un eventual descalce entre los activos y pasivos del estado de situación financiera. No obstante, la compañía administra estos descalces a través, por ejemplo, de operaciones de cobertura mediante derivados (en el caso de las ventas a Europa de cartulinas y maderas), en tanto que las empresas dedicadas al negocio de *tissue*, dado que los ingresos son recibidos en moneda local, toma parte de su deuda en la misma denominación.

La tendencia de la clasificación se califica como "*Estable*" ya que en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Las acciones de la compañía se clasifican en "*Primera Clase Nivel 1*" puesto que la presencia promedio de los títulos accionarios alcanzan un 100%.

Ilustración 2
Presencia Promedio
(Porcentajes. Julio 2018-abril 2019)



Empresas CMPC es un *holding* que transa en bolsa y que, conjuntamente con Inversiones CMPC S.A., de la cual posee directa e indirectamente el 100% de la propiedad, controla CMPC Celulosa, CMPC Papeles y CMPC *Tissue*. Inversiones CMPC se constituye como el vehículo de financiamiento del grupo.

Durante 2018, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US\$ 6.275 millones y un EBITDA de US\$ 1.816 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US\$ 1.006 millones, en tanto que la ganancia alcanzó a US\$ 502 millones. La compañía cerró el ejercicio con una deuda financiera por US\$ 3.875 millones y un patrimonio de US\$ 8.244 millones.

En el primer trimestre de 2019 registró ingresos por ventas por US\$1.449 millones, lo que representa una caída de 3,0% respecto al mismo período del año anterior. El EBITDA, por su parte, alcanzó aproximadamente \$335 millones, registrando una caída de 16% respecto al mismo trimestre de 2018. Las ganancias, en tanto, registraron una caída de 60%, totalizando aproximadamente US\$57,2 millones.

Resumen de instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Solvencia		AA
Acciones	CMPC	Primera Clase Nivel 1

Contacto en **Humphreys**:
Carlos García B.
Teléfono: 56 – 22433 5200
E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys
Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile
Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201
E-mail: ratings@humphreys.cl
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".