



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Empresas CMPC S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Laura Ponce
Paula Acuña
Aldo Reyes
laura.ponce@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Mayo 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

Humphreys Clasificadora De Riesgo • [@humphreyschile](https://twitter.com/humphreyschile)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Solvencia	AA
Acciones (CMPC)	Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2024 ¹

MUS \$ de cada año	Estados de Resultados Consolidados IFRS					
	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos de actividades ordinarias	5.670.277	5.286.927	6.323.022	7.821.345	8.099.816	1.951.346
Costo de ventas	-4.562.448	-4.423.499	-4.628.257	-5.542.264	-6.345.528	-1.446.776
Ganancia bruta	1.107.829	863.428	1.694.765	2.279.081	1.754.288	504.570
Gastos de administración y distribución	-571.719	-536.734	-590.031	-764.027	949.543	-237.054
Costos financieros	-195.350	-200.911	-216.449	-216.483	-264.782	-75.198
Ganancia	84.391	-27.666	538.448	1.005.382	470.247	208.847
EBITDA	1.168.810	989.740	1.695.481	2.112.663	1.337.000	399.000

MUS \$ de cada año	Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	3.454.223	3.577.658	4.233.805	4.683.116	4.572.339	4.467.709
Activos no corrientes	11.501.573	11.149.295	10.992.494	11.888.055	12.604.161	12.629.472
Total activos	14.955.796	14.726.953	15.226.299	16.571.171	17.176.500	17.097.181
Pasivos corrientes	1.525.070	1.195.048	2.052.702	2.399.407	2.476.374	1.833.722
Pasivos no corrientes	5.295.151	5.665.768	5.624.647	6.261.751	6.816.037	7.219.347
Total pasivos	6.820.221	6.860.816	7.677.349	8.661.158	9.292.411	9.053.069
Patrimonio	8.135.575	7.866.137	7.548.950	7.910.821	7.884.897	8.044.920
Total patrimonio y pasivos	14.955.796	14.726.953	15.226.299	16.571.979	17.177.308	17.097.989
Deuda financiera ²	4.136.755	4.207.123	4.614.966	5.071.553	5.812.415	5.783.730

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2024 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

² Deuda Financiera = Otros pasivos financieros corrientes + Pasivos por arrendamientos corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes + Pasivos por arrendamientos no corrientes.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Empresas CMPC S.A. (Empresas CMPC) es un *holding* que transa en bolsa y que, juntamente 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.

A diciembre de 2023, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US \$ 8.100 millones y un EBITDA de US \$ 1.337 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US \$ 855 millones, en tanto que la ganancia alcanzó US \$ 470 millones. La compañía cerró el ejercicio con una deuda financiera por US \$ 5.812 millones y un patrimonio de US \$ 7.885 millones. A marzo de 2024, **Empresas CMPC** obtuvo ingresos por US\$ 1.951 millones y un EBITDA de US \$ 399 millones. La deuda financiera alcanzó los US \$ 5.784 millones y el patrimonio US \$ 8.045 millones.

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”.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de Inversiones CMPC S.A. y, por ende, a su matriz, **Empresas CMPC**, en “Categoría AA”, destaca el importante patrimonio forestal con el que dispone la compañía que cuenta con cerca de 1,3 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 727 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un total de US \$ 3.446 millones a diciembre de 2023³. 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 segundo 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*⁴ 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 y Brasil, 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, en promedio los últimos 5 años, los US \$ 1.104 millones.

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 67%) y su buen posicionamiento

³ A marzo de 2024 los activos biológicos totales de la compañía estaban valorizados por un total de US \$ 3.469 millones.

⁴ Expresado como US\$/Tonelada CIF en China.

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 al emisor una fuerte capacidad para el pago de sus pasivos financieros, 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)⁵ de la compañía, que asciende a US \$ 1.419 millones, estimada sobre la base de la rentabilidad promedio de los activos de los últimos cinco años y, por lo 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 \$ 913 millones en 2026. 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 51,0%⁶ 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 corriente⁷. 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 su cartera de clientes. El principal cliente representa menos de un 10% de los ingresos totales de la compañía, este elemento 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.

Se destaca también, la amplia base de proveedores con los que opera en sus tres segmentos, permitiendo mantener una buena posición competitiva. En efecto, ningún proveedor representa más del 10% de las compras por concepto de bienes y servicios en cada uno de los segmentos.

⁵ 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 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 2023, como si sucede con el EBITDA).

⁶ Si bien el indicador continúa siendo positivo, en 2019 representaba un 36%.

⁷ Las líneas de créditos comprometidas apoyan positivamente el análisis.

Por otro lado, al considerar el grupo como un *holding* en el que Empresas CMPC, como se dijo más arriba, controla directa e indirectamente el 100% de la propiedad de **Inversiones CMPC**, y que ambas controlan, respectivamente, el 39,3% y 60,7% de CMPC Celulosa, el 0,1% y 99,9% de CMPC Papeles y 0,04% y 99,96% de CMPC *Tissue*, se aprecia que la deuda consolidada es baja respecto al probable valor de mercado de dichos activos. 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.).

Otra de las fortalezas que sustentan la clasificación lo otorga el prestigio del grupo controlador, correspondiente al grupo Matte, y que se ha constituido como uno de los grupos más relevantes del país, con inversiones en el sector forestal, energético y bancario, entre otros.

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

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. Por ejemplo, entre fines de 2018, año que el precio de la celulosa aumentó considerablemente, y, fines de 2019, el precio de fibra larga en Europa fluctuó entre US\$ 1.200/ton y US\$ 820/ton, esto es, una variación de más de 46%. 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 empresa 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 asignada a **Inversiones CMPC** 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 puede descartar del todo esta oposición, cabe destacar que las diversas filiales de la empresa están certificadas 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. Por otra parte, la sociedad integra los Objetivos de Desarrollo Sostenible planteados por las Naciones Unidas para, entre otros aspectos, proteger el medio ambiente y el planeta.

Por otra parte, los bosques están sujetos a la ocurrencia de incendios, tanto por la intervención humana, como por origen espontáneo. Asimismo, 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, con la implementación de nuevas tecnologías, y, finalmente, con la contratación de seguros; en contraposición, el cambio climático podría significar cambios en las condiciones para que surjan y se propaguen los incendios

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 firma 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.

En términos de ESG⁸, la compañía ha puesto en marcha una estrategia donde uno de los principales pilares es la sostenibilidad, esta se encuentra alineada a estándares internacionales de derechos humanos, relaciones laborales, medioambiente, educación y trabajo decente. En concreto, han determinado grupos de interés que pudiesen ser afectados por la acción de la compañía, para así poder determinar su impacto y posibles mejoras. Adicionalmente, en febrero de 2024 se hizo una emisión de bono caracterizada por ser *"Green and Sustainability-Linked"*, la cual tiene como objetivo apoyar financieramente a proyectos verdes.

Definición de categorías de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

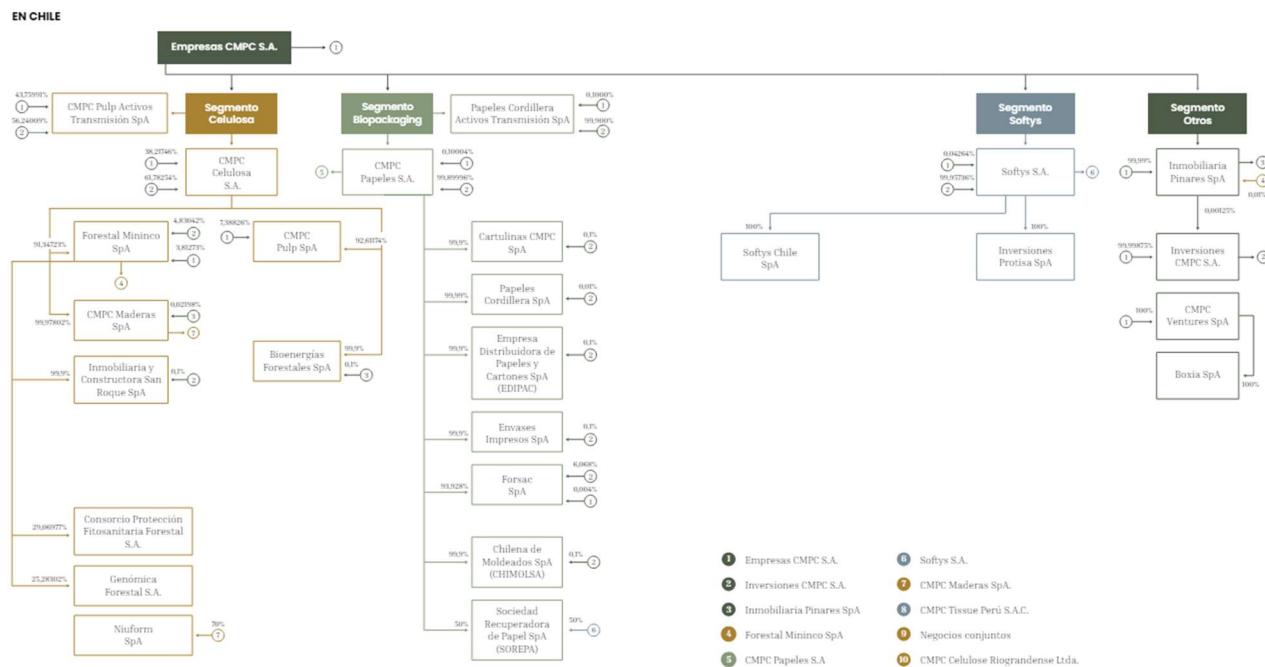
Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad de no presentar variaciones a futuro.

⁸ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés Environmental, Social, Governance), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

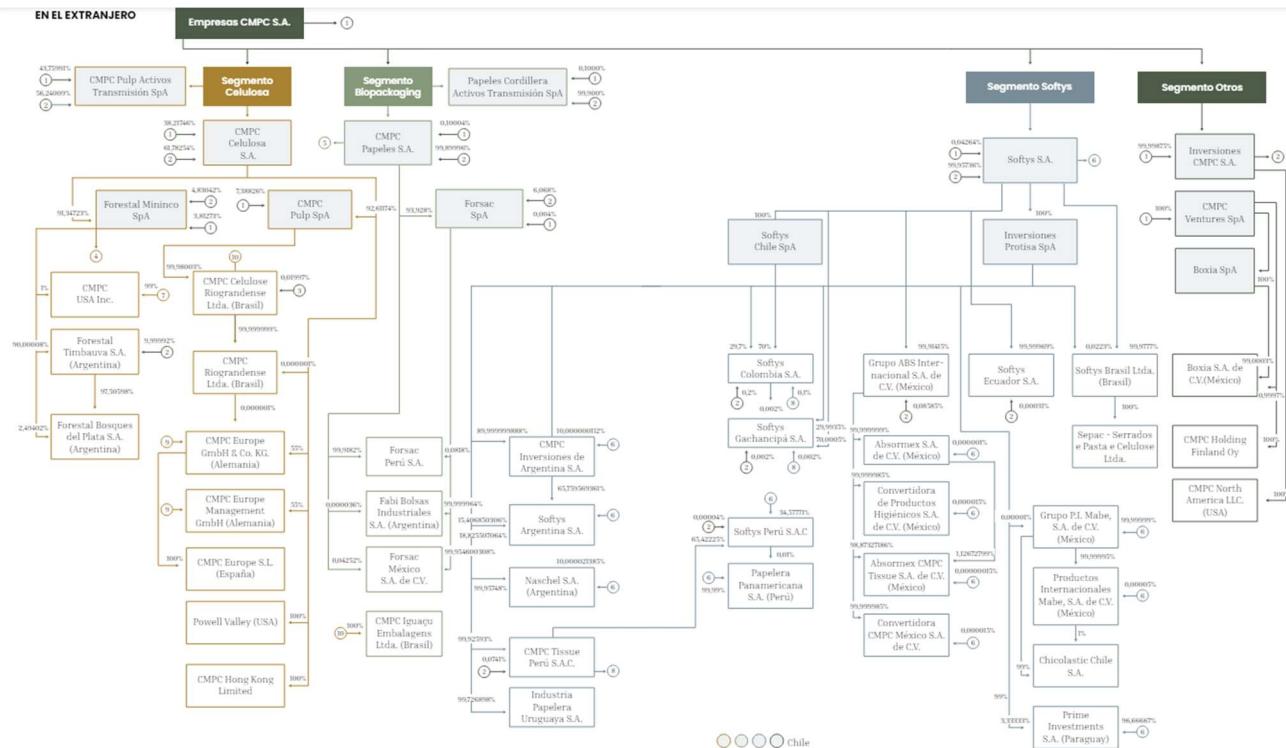
Antecedentes generales

Malla societaria⁹

A continuación, se presenta la estructura del conglomerado, apreciándose las tres áreas de negocios, y las empresas operativas y los diversos países en que éstas tienen actividad.



⁹ Memoria 2023 de Empresas CMPC.



Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio. Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una presencia de 100%, lo que conlleva una clasificación "Primera clase Nivel 1" (ver Ilustración 1).

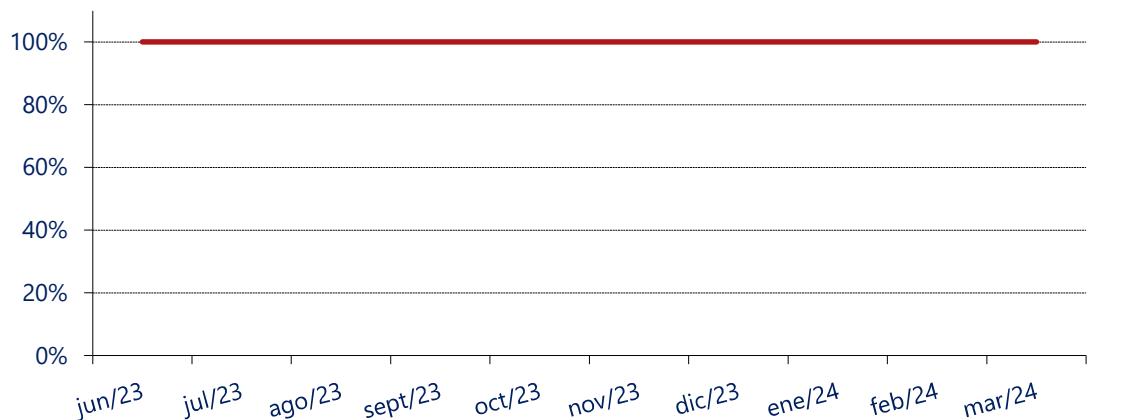


Ilustración 1: Presencia promedio

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,41	1,36	1,53	1,55	1,40
Razón Circulante (Veces)	2,26	2,99	2,06	1,95	1,85
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,26	2,99	2,06	1,95	1,84
Razón Ácida (veces)	1,43	1,98	1,42	1,24	1,22
Rotación de Inventarios (veces)	3,59	3,55	3,67	3,66	3,87
Promedio Días de Inventarios (días)	101,78	102,81	99,51	99,84	94,20
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,65	6,29	5,75	5,76	6,87
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	54,89	57,99	63,48	63,32	53,16
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,95	5,26	4,67	4,38	4,90
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	73,69	69,39	78,10	83,41	74,54
Diferencia de Días (días)	18,80	11,41	14,62	20,10	21,38
Ciclo Económico (días)	-82,99	-91,40	-84,89	-79,74	-72,82

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,46	0,47	0,50	0,52	0,54
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,84	0,87	1,02	1,09	1,18
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,29	0,21	0,36	0,38	0,36
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,54	4,25	2,72	2,40	4,35
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,28	0,24	0,37	0,42	0,23
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,65%	61,32%	60,11%	58,56%	62,55%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,01%	0,07%	0,00%	0,00%	0,01%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,13	0,26	4,04	6,28	2,23

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	19,54%	16,33%	26,80%	29,14%	21,66%
Margen Neto (%)	1,49%	-0,52%	8,52%	12,85%	5,81%
Rotación del Activo (%)	37,91%	35,90%	41,53%	47,20%	47,15%
Rentabilidad Total del Activo (%) ¹⁰	0,58%	-0,19%	3,66%	6,49%	2,93%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,56%	-0,19%	3,60%	6,32%	2,79%
Inversión de Capital (%)	93,88%	92,68%	94,50%	96,46%	101,78%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,94	2,22	2,90	3,42	3,86
Rentabilidad Operacional (%)	2,81%	1,13%	8,15%	10,82%	3,82%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	1,03%	-0,35%	6,99%	13,01%	5,95%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	71,13%	73,26%	65,38%	64,54%	71,61%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	80,46%	83,67%	73,20%	70,86%	78,34%

¹⁰ Activos en Ejecución Descontados.

Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	5,71%	5,57%	5,15%	5,43%	6,56%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	3,82%	1,60%	11,65%	16,71%	5,89%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,61%	18,72%	26,81%	27,01%	16,51%

Otros indicadores	2019	2020	2021	2022	2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,01%	0,03%	0,09%	0,07%	0,05%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	21,74%	21,58%	19,33%	17,20%	16,28%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	17,87%	18,48%	19,26%	18,38%	18,44%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."