



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analistas

Alejandra Bravo C.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

alejandra.bravo@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Inversiones CMPC S.A.

Agosto 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de efectos de comercio Tendencia	Nivel 1+/AA Estable
Otros instrumentos:	
Bonos Tendencia	AA Estable
EEFF base	30 de junio 2020

Características de la línea de efectos de comercios en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	UF 4.000.000.
Moneda de emisión	Pesos, Dólares o UF.
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos y otros fines corporativos de la Sociedad, su matriz y/o subsidiarias, según se podrá detallar en cada Escritura Complementaria con las características específicas de la respectiva emisión.
Covenants financieros	No contempla.
Prepago	No contempla.
Garantías	No contemplan garantías específicas, sin perjuicio del derecho de prenda general sobre los bienes del Emisor de acuerdo a los artículos 2.465 y 2.469 del Código Civil.

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MUS \$	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-2020
Ingresos de actividades ordinarias	4.397.449	4.447.167	5.146.657	6.275.000	5.670.353	2.587.818
Costo de ventas	- 3.234.564	- 3.485.150	- 4.121.179	- 4.477.928	- 4.561.201	- 2.162.687
Ganancia Bruta	1.162.885	962.017	1.025.478	1.797.072	1.109.152	425.131
Gastos de administración y distribución	- 385.173	- 404.986	- 469.388	- 516.969	- 535.770	- 255.644
Costos financieros	- 187.075	- 212.757	- 219.486	- 215.832	- 191.671	- 101.523
Ganancia (pérdida)	84.902	73.075	101.438	523.608	122.711	- 97.881
Ebitda	1.021.201	903.221	1.075.464	1.838.813	1.206.149	496.666

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MUS \$	2015	2016	2017	2018	2019	Ene-jun 2020
Activos corrientes	2.780.541	3.173.518	3.341.349	3.893.906	3.625.713	3.910.794
Activos no corrientes	8.614.310	11.780.725	11.495.536	11.296.865	11.576.073	11.157.633
Total activos	11.394.851	14.954.243	14.836.885	15.190.771	15.201.786	15.068.427
Pasivos corrientes	1.221.994	1.512.603	1.423.724	1.481.660	1.501.709	1.414.305
Pasivos no corrientes	5.161.143	5.559.241	5.379.611	5.086.546	5.294.787	5.695.151
Total pasivos	6.383.137	7.071.844	6.803.335	6.568.206	6.796.496	7.109.456
Patrimonio	5.011.714	7.882.399	8.033.550	8.622.565	8.405.290	7.958.971
Total patrimonio y pasivos	11.394.851	14.954.243	14.836.885	15.190.771	15.201.786	15.068.427
Deuda financiera ¹	4.194.493	4.272.034	4.116.218	3.875.230	4.146.852	4.544.886

Opinión

Fundamento de la clasificación

Inversiones CMPC S.A. (Inversiones CMPC) es la sociedad matriz de tres compañías orientadas principalmente a la producción y comercialización de madera, celulosa, productos de embalaje, sanitarios y papel *tissue* con ventas y producción tanto en Chile como en el exterior. Con todo, su principal área de negocio está representada por el segmento celulosa, cuyos ingresos representan entre el 38% y 54% del total de la compañía. Empresas CMPC controla directa e indirectamente el 100% de la propiedad de **Inversiones CMPC** y conjuntamente ambas controlan las filiales operativas que se detallan más adelante.

El presente informe tiene como objeto la inscripción por parte de **Inversiones CMPC** de una línea de efectos de comercio por UF 4 millones, a 10 años, que permitirá a la empresa emitir, con cargo a la línea, títulos de deuda en pesos, unidades de fomento y/o dólares.

A junio de 2020, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US\$ 2.588 millones y un EBITDA de US\$ 497 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US\$ 395 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US\$ 4.545 millones y un patrimonio de US\$ 7.959 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea de efectos de comercio de **Inversiones CMPC** en “*Categoría AA/Nivel 1+*”, destaca el importante patrimonio forestal con el que dispone la compañía que cuenta con cerca de 1,19 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 690 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un valor de US\$ 3.319 millones. 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

¹ Desde el año 2019, incluye pasivos por arrendamiento operativos corrientes y no corrientes.

aproximadamente 4,3 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* 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\$ 929 millones en 2019 y US\$ 283 durante el primer semestre del año 2020.

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo es el elevado liderazgo que tienen los productos *tissue* dentro del mercado local en términos de venta (participación de 68%) 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 de **Inversiones 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)² de la compañía, que asciende a alrededor de US\$ 950 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\$ 649 millones (US\$ 290 millones en promedio para los próximos 13 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 44% 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 (sobrepasando el 100% en los últimos tres años). Las características del balance, en cuanto a su liquidez, atenúan el eventual

² 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 2020, como si sucede con el EBITDA).

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.

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 48,1% y 51,9% de CMPC Celulosa, el 0,1% y 99,9% de CMPC Papeles y 0,05% y 98,5% 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, efectos de comercio 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 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.

En relación con la crisis asociada al Covid-19, que mantiene sus efectos en la economía, en opinión de esta clasificadora, **Inversiones CMPC** posee una sólida posición de liquidez, considerando sólo su nivel de caja, lo

cual capacita a la compañía para resistir los meses venideros de crisis y se ve reforzado al tener líneas de crédito disponibles con diversos bancos. Si bien es esperable que la crisis se refleje en los resultados de la compañía, lo anterior no denota cambios en las fortalezas estructurales de ésta. Se destaca que en coyunturas como las actuales se evidencia la importancia de las fortalezas asociadas a la gestión financiera de la compañía, básicamente el mantener una liquidez elevada y vencimientos de deuda reducidos en relación con la generación de flujos bajo escenarios normales.

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 2018 y el segundo semestre de 2020 el precio de la celulosa de fibra larga en Europa fluctuó entre US\$ 1.200/ton y US\$ 850/ton, esto es, una variación de más de 29%. 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 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 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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Importante patrimonio forestal.
- Alto valor de sus activos de largo plazo respecto de su deuda financiera.
- Ventajas climatológicas.

Fortalezas complementarias

- Prestigio y experiencia del grupo controlador.
- Elevado acceso a fuentes de financiamiento.

Fortalezas de apoyo

- Marcas reconocidas y alta participación de mercado en segmentos *tissue*.
- Atomización de clientes y proveedores.

Riesgos considerados

- Exposición a fluctuaciones del precio de mercado de la celulosa.
- Riesgos políticos y ambientales.
- Exposición a siniestros (riesgo medio con probabilidad de impacto medio a muy severo).
- Exposición al tipo de cambio (riesgo administrable).

Hechos recientes

Resultados diciembre 2019

En 2019, los ingresos de **Inversiones CMPC** llegaron a US\$ 5.670 millones, mostrando una disminución de 9,6% respecto de 2018, explicado principalmente por el segmento de celulosa, el cual tuvo ingresos por US\$ 2.995 millones, inferior en un 19,8% a lo obtenido el año anterior dados los menores precios de mercado de la celulosa.

Los costos de ventas, que a diciembre de 2019 fueron de US\$ 4.561 millones, exhibieron un aumento de 1,9% respecto del año anterior. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 1.109 millones, inferior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzó US\$ 1.797 millones, pasando de representar un 28,6% de los ingresos en 2018 a un 19,6% a diciembre de 2019.

Los gastos de administración y distribución alcanzaron los US\$ 536 millones, con un incremento de 3,6% respecto del mismo periodo del año anterior, representando un 9,4% de los ingresos, superior a lo exhibido en 2018 donde alcanzaba un valor de 8,2%.

Dado esto, el EBITDA a diciembre de 2019 alcanzó US\$ 1.206 millones, lo que representó una disminución de 34,4% con respecto de igual período de 2018.

De esta manera, la empresa registró una ganancia de US\$ 123 millones en 2019, inferior a lo exhibido el año anterior, período en que se obtuvo una ganancia de US\$ 524 millones.

Resultados enero a junio 2020

A junio de 2020, los ingresos de **Inversiones CMPC** alcanzaron los US\$ 2.588 millones, mostrando una baja de 10,5% respecto del primer semestre de 2019. Por su parte, los costos de ventas exhibieron una disminución de 4,1%. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 425 millones (US\$ 636 millones a junio 2019), lo que representa un 16,4% de los ingresos del periodo.

Los gastos de administración y distribución fueron de US\$ 256 millones, con una disminución de 1,1% respecto del mismo periodo del año anterior, representando un 9,9% de los ingresos.

Dado esto, el EBITDA a junio 2020 alcanzó US\$ 497 millones, lo que representó una caída de 27,1% con respecto al periodo enero – junio de 2019. La pérdida fue de US\$ 98 millones, producto de los resultados negativos obtenidos del segmento Celulosa, aunque compensado parcialmente por los segmentos *Biopackaging* y *Softys*, lo que en su conjunto arrojó una ganancia antes de impuestos de US\$ 34 millones, a lo que se resta el efecto de impuestos a las ganancias por US\$ 132 millones.

Definición categorías de riesgo

Categoría AA (títulos de deuda de largo plazo)

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.

Nivel 1 (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

“+”: Corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Estable

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

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

“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.”