



Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

Analista
Carlos Garcia B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Inversiones CMPC S.A.

Mayo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2019 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 456 de 14.03.2006
Línea de bonos Serie F (BCMPC-F)	Nº 570 de 16.03.2009
Serie H (BCMPC-H)	Primera emisión
Serie I (BCMPC-I)	Segunda emisión
Serie J (BCMPC-J)	Segunda emisión
Serie K (BCMPC-K)	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 732 de 23.10.2012
Línea de bonos Serie G (BCMPC-G)	Nº 733 de 23.10.2012
Serie L (BCMPC-L)	Primera emisión
Serie M (BCMPC-M)	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 927 de 27.02.2019
Línea de bonos	Nº 928 de 27.02.2019

Características de las líneas de bonos inscritas por Inversiones CMPC (Emisor) y Empresas CMPC (Garante) Nº 927 y Nº 928	
Plazo	10 y 30 años, respectivamente.
Monto máximo	UF 10.000.000 cada una.
Moneda de emisión	Pesos, Dólares, UF u otra moneda extranjera.
Representante de Tenedores de Bonos	Banco Santander.
Uso de fondos	Los fondos que se obtengan producto de la colocación de los bonos se destinarán tanto al refinanciamiento de pasivos como a inversiones y otros fines corporativos del emisor. El uso específico que el emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada escritura complementaria.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> - El garante deberá mantener una razón entre sus Obligaciones financieras consolidadas y su Patrimonio igual o inferior a 0,80 veces. - El emisor y garante se obligan a no constituir -y el garante a no permitir que sus filiales constituyan- garantías reales con el objeto de caucionar las obligaciones emanadas de nuevas emisiones de bonos, o cualquier otra operación de crédito con algunas excepciones descritas en el contrato siempre que en conjunto la suma de todas las obligaciones garantizadas no exceda de un 5% de los activos consolidados del garante.
Pre pago	El emisor definirá en cada escritura complementaria si podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los bonos respectivos y, en su caso, los términos, las condiciones, las fechas y los períodos correspondientes.

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 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.

Garantías	Con el objeto de garantizar a los tenedores de bonos el cumplimiento de las obligaciones contraídas por el emisor en virtud del presente instrumento y de las escrituras complementarias que se suscriban producto de la emisión de bonos que se efectúen con cargo a esta línea, así como el pago íntegro y oportuno del capital, intereses y reajustes de los bonos que se emitán y coloquen con cargo a la línea de bonos, ya sea al vencimiento original de éstos, o en caso de vencimiento anticipado de los mismos, Empresas CMPC se obliga a constituirse en fiador y codeudor solidario de dichas obligaciones.
-----------	---

Características de los bonos en proceso de inscripción	
Series	N y O
Plazo	7 años y 10 años, respectivamente.
Monto máximo	UF 5 millones cada una. Sin embargo, conjuntamente no podrán colocar un monto superior a UF 5 millones.
Representante de Tenedores de Bonos	Banco Santander.
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación se destinarán en aproximadamente 50% al refinamiento de bonos corporativos vigentes emitidos por el emisor y en un 50% al financiamiento de inversiones del emisor y/o de sus filiales.

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MUS \$	2014	2015	2016	2017	2018	mar-19
Ingresos de actividades ordinarias	4.362.748	4.397.449	4.447.167	5.146.657	6.275.000	1.449.305
Costo de ventas	- 3.245.301	- 3.234.564	- 3.485.150	- 4.121.179	- 4.477.928	- 1.116.749
Ganancia Bruta	1.117.447	1.162.885	962.017	1.025.478	1.797.072	332.556
Gastos de administración y distribución	- 411.329	- 385.173	- 404.986	- 469.388	- 516.969	- 135.321
Costos financieros	- 191.220	- 187.075	- 212.757	- 219.486	- 215.832	- 52.624
Ganancia	142.787	84.902	73.075	101.438	523.608	65.396
Ebitda	886.660	1.021.201	903.221	1.075.464	1.838.813	341.799

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MUS \$	2014	2015	2016	2017	2018	mar-19
Activos corrientes	3.280.628	2.780.541	3.173.518	3.341.349	3.893.906	3.989.205
Activos no corrientes	8.505.035	8.614.310	11.780.725	11.495.536	11.296.865	11.483.610
Total activos	11.785.663	11.394.851	14.954.243	14.836.885	15.190.771	15.472.815
Pasivos corrientes	1.506.640	1.221.994	1.512.603	1.423.724	1.481.660	1.507.768
Pasivos no corrientes	5.103.253	5.161.143	5.559.241	5.379.611	5.086.546	5.325.977
Total pasivos	6.609.893	6.383.137	7.071.844	6.803.335	6.568.206	6.833.745
Patrimonio	5.175.770	5.011.714	7.882.399	8.033.550	8.622.565	8.639.070
Total patrimonio y pasivos	11.785.663	11.394.851	14.954.243	14.836.885	15.190.771	15.472.815
Deuda financiera	4.643.633	4.194.493	4.272.034	4.116.218	3.875.230	3.839.293

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.

Durante 2018, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US\$ 6.275 millones y un EBITDA de US\$ 1.839 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US\$ 1.011 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US\$ 3.875 millones y un patrimonio de US\$ 8.623 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **Inversiones CMPC** en "Categoría AA", destaca el importante patrimonio forestal con el que dispone la compañía 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\$ 4.338 millones². 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*³ 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\$ 1.613 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

² De acuerdo a los últimos estados financieros presentados por la compañía.
³ Expresado como US\$/Tonelada CIF en China.

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)⁴ de la compañía, que asciende a US\$ 942 millones, 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 una balance fuertemente concentrado en activos de largo plazo; en lo hechos, la deuda financiera representa el 36% 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 77%, sobrepasa el 100%). La características del balance, en cuanto a su liquidez, atenuan 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.

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,

⁴ 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 2018, como si sucede con el EBITDA).

respectivamente, el 48,1% y 51,9% de CMPC Celulosa, el 0,1% y 99,9% de CMPC Papeles y 0,08% y 97,7% 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 bolosa, 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.

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.

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 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 milderado 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.

Para la mantención de la clasificación es importante que la empresa mantenga una adecuado perfil de vencimiento de la deuda (en relación con sus flujos) y elevados niveles de liquidez en el tiempo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

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 2018

En 2018, los ingresos de **Inversiones CMPC** llegaron a US\$ 6.275 millones, mostrando un incremento de 21,9% respecto de 2017, explicado principalmente por el segmento de celulosa, el cual tuvo ingresos por US\$ 3.770 millones, superior en un 40,4% a lo obtenido el año anterior dados los mejores precios de mercado de la celulosa.

Los costos de ventas exhibieron un aumento de 8,7%. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 1.797 millones, superior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzó US\$ 1.025 millones, pasando de representar un 19,9% de los ingresos en 2017 a un 28,6% a diciembre de 2018.

Los gastos de administración y distribución alcanzaron los US\$ 517 millones, con un incremento de 10,1% respecto del mismo periodo del año anterior, representando un 9,1% de los ingresos, inferior a lo exhibido en 2017 donde alcanzaba un valor de 8,2%.

Dado esto, el EBITDA a diciembre de 2018 alcanzó US\$ 1.839 millones, lo que representó un incremento de 71,0% con respecto de igual periodo de 2017.

De esta manera, la empresa registró una ganancia de US\$ 524 millones en 2018, superior a lo exhibido el año anterior, periodo en que se obtuvo una ganancia de US\$ 101 millones.

Definición categoría 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.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Elevado patrimonio forestal y alto valor de activos no corrientes: La compañía dispone de más de 1.150 millones de hectáreas, que permiten plantaciones que totalizan alrededor de 700 mil hectáreas, de las cuales 52% corresponde a pino y 48% a eucalipto, localizados principalmente en Chile (69%), Brasil (23%) y Argentina (8%).

Más aún, la valorización de estos activos biológicos alcanza a US\$3.401 millones, valor que es cercano al de la deuda financiera de **Inversiones CMPC**, que, a diciembre de 2018, alcanzaba a US\$3.875 millones.

Velocidad de crecimiento de bosques: El clima de los países donde están ubicadas principalmente las plantaciones de bosques posibilita una mayor velocidad de crecimiento de los activos biológicos, que alcanza a 10,1 millón de metros cúbicos al año en Chile y 7,2 millones de metros cúbicos anuales en Brasil, lo que supera ampliamente lo registrado en los países competidores de potencial forestal. Esta ventaja se traduce en mayores niveles de competitividad y menores niveles de *cash-cost* en la producción tanto de celulosa de

fibra corta, que alcanza a US\$300/Tons; como de fibra larga, que alcanza a US\$400/Tons; que ha significado que la compañía se haya situado como el cuarto productor mundial de celulosa de mercado.⁵

Posicionamiento de los productos *tissue* en el mercado local: El segmento *tissue* lidera las ventas nacionales en papeles *tissue* y productos sanitarios, las que alcanzaron cerca de US\$1.975 millones al cierre del año 2018. El fuerte posicionamiento de mercado va emparejado por el uso de marcas reconocidas entre los consumidores, tales como *Confort*, *Elite*, *Nova*, *Noble*, *Babysec*, entre otras; lo cual obliga a los intermediarios a disponer de dichos productos en su gama de oferta. Cabe destacar que la compañía es capaz de atender todos los segmentos socioeconómicos dado que posee productos en todo el espectro de relación precio-calidad.

Atomización de clientes y proveedores: La emisora presenta una cartera de clientes atomizada, ya que ningún cliente representa más de un 10% de los ingresos en cada uno de los segmentos, a excepción del segmento *tissue*, en que un cliente representa un porcentaje ligeramente superior a 10% de los ingresos de esa área de negocios, pero este riesgo se morigera por la calidad crediticia del deudor.

Más aún, posee una amplia red de proveedores, ya que ninguno de ellos representa más del diez por ciento del total de las compras.

Experiencia en el rubro: Participando en la industria papeles y celulosa, la compañía ostenta casi 100 años en el mercado chileno en los cuales ha mostrado capacidad para enfrentar y sobrellevar diversos escenarios económicos y aprovechar las oportunidades que se han generado en el mercado doméstico y en el extranjero.

Experiencia del grupo controlador: El elevado reconocimiento que posee el grupo controlador, correspondiente al grupo Matte, que posee 55,5% del capital societario, como uno de los grupos más relevantes del país, con inversiones en el sector forestal, energético y bancario, entre otros; es considerado como una fortaleza al momento de asignar la clasificación de riesgo.

Factores de riesgo

Producto commodity: Dado que la celulosa es un *commodity*, se ve expuesto a variaciones en el precio internacional de este. Sin embargo, esto se ve mitigado por la diversificación de los negocios que tiene la compañía y que brinda mayor flexibilidad a las bajas en el precio de la celulosa en años particulares. Es decir, ante disminuciones en el precio de la celulosa el segmento forestal se ve afectado lo que se logra contrarrestar, aunque en menor medida, con un menor costo de producción de los segmentos *tissue* y papeles.

Exposición a siniestros: Dentro del proceso productivo, existe la posibilidad de que ocurran eventos de tipo climáticos tales como inundaciones, tormentas o sequías y también está expuesta a incendios ya sea por efectos naturales o de terceros que podrían paralizar la operación de las instalaciones operativas de la compañía. Sin embargo, la compañía cuenta con seguros que mitigan este riesgo.

⁵

Fuente: Hawkins Wright, RISI

Exposición al tipo de cambio: La volatilidad del tipo de cambio genera efectos en los resultados de la compañía; se estima que el 67% de las ventas de la compañía es flujo de ingresos en dólares o indexados a esta moneda, no obstante, la mayor parte de los egresos están en dólares o indexados a dicha moneda.

Sin embargo, dado que la mayoría de sus obligaciones de pago están en monedas distintas a la funcional, la empresa realiza operaciones de cobertura cambiaria lo que permite atenuar el riesgo de descalce de monedas.

Antecedentes generales

Historia

Inversiones CMPC

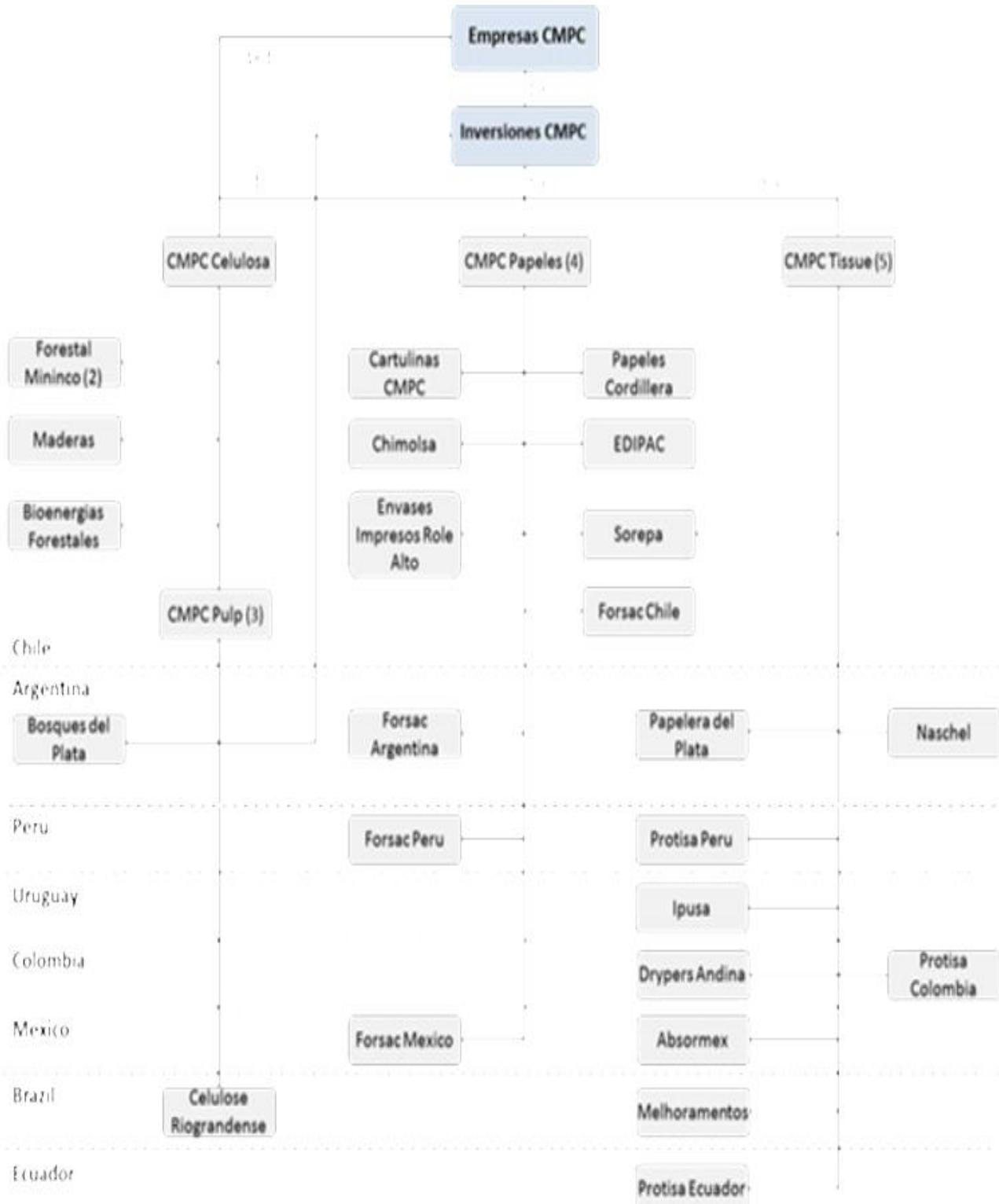
Inversiones CMPC, filial de Empresas CMPC, es una empresa cuya actividad se materializa por medio de tres filiales operativas: CMPC Celulosa S.A., CMPC Papeles S.A. y a CMPC Tissue S.A., de las cuales mantiene una participación accionaria de 51,9%, 99,9% y 97,7%, respectivamente. En los hechos, el grupo se orienta a la producción y comercialización de madera, celulosa, productos de embalaje, productos sanitarios, de fuera del hogar y de papel *tissue*.

En sus inicios la compañía se orientó a la producción de papeles y cartones. En 1940 comienzan el desarrollo de su patrimonio forestal, mediante las primeras plantaciones de pino radiata, en tanto que en 1959 comienza la operación de la primera planta de celulosa en Chile, que significó el inicio de las exportaciones de este producto en 1960.

Posteriormente ha expandido sus operaciones a diversos países, con producción en ocho países, y exportaciones a 45 destinos.

El control de la sociedad, a través de Empresas CMPC, lo ejercen las familias Larraín Matte, Matte Capdevila y Matte Izquierdo, quienes han suscrito un pacto de control y actuación conjunta, y que incluye limitaciones a la libre disposición de acciones.

Malla Societaria



Composición de los Flujos

Inversiones CMPC, presenta una estructura de flujos diversificada, tanto por líneas de negocios como por mercados geográficos. En los hechos se estructura a través de tres líneas de negocios y tiene presencia comercial en 45 países y 5 continentes.

Operativamente la actividad del emisor se desglosa en tres líneas de negocios: *Celulosa* (a través de su filial CMPC Celulosa S.A., y que, a su vez, agrupa las actividades de diversas compañías, tales como Forestal Mininco SpA, CMPC Pulp SpA y otras), *Packaging* (a través de su filial CMPC Papeles S.A., y que, a su vez, agrupa las actividades de diversas compañías, tales como Cartulinas CMPC SpA, Papeles Cordillera SpA y otras) y *Softys* (a través de CMPC Tissue S.A.).

Dentro de las tres líneas de negocios, destaca por su elevada importancia el rubro celulosa, ya sea medido en término de ingresos o EBITDA; no obstante, su influencia es variable y dependiente del precio de la celulosa. De esta forma, en los últimos cuatro años los ingresos de esta área de negocio han representado entre el 38% y 54% del total de la empresa; en caso del EBITDA este porcentaje ha variado entre 61% y 87%.

La línea *softys* se posiciona como la segunda en importancia con una participación en los ingresos totales de un 38% promedio en los últimos cuatro años, y de 19% en término de EBITDA. En las Ilustraciones 1 y 2 se muestra la composición y evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por líneas de negocio.

Ilustración 1
Estructura ingresos por segmento
(MMUS\$. 2015 - 2018)

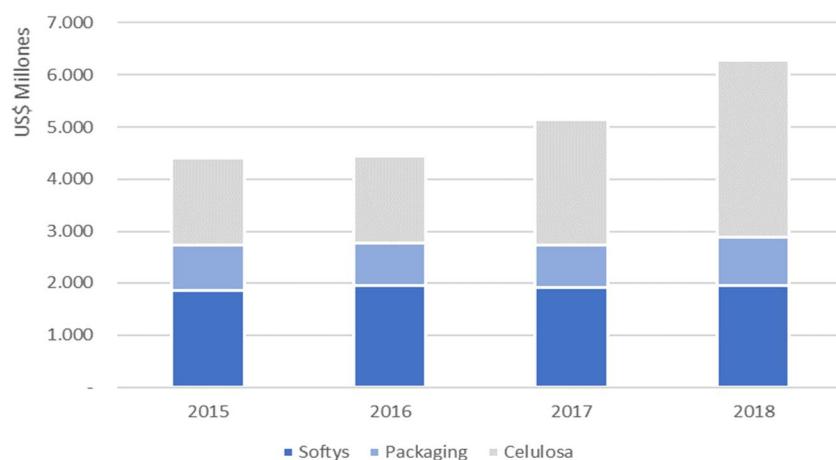
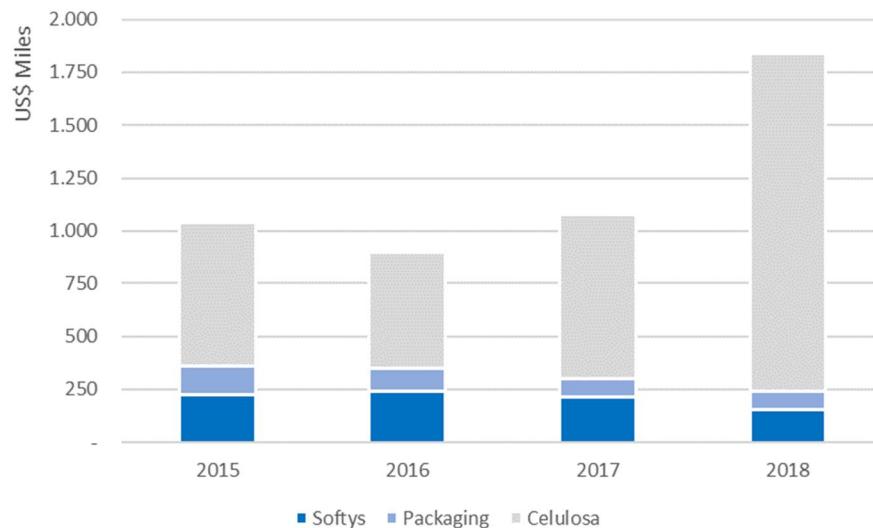
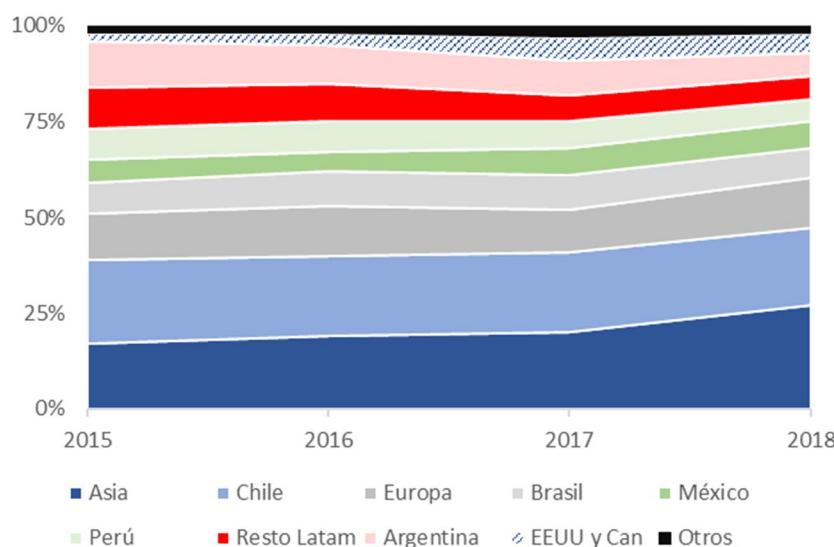


Ilustración 2
Estructura EBITDA por segmento
(MMUS\$. 2015 - 2018)



En términos de destino, las ventas se han orientado crecientemente a Asia, destino que pasó de representar un 17% de los ingresos durante 2015, a 27% en 2018, en tanto que las ventas al mercado nacional se han mantenido en torno al 21% en los últimos cuatro años. Europa, por su parte, se posiciona como el tercer destino con mayor participación de las ventas, fluctuando entre un 11% y un 13% de los ingresos totales de la compañía (Ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Estructura ingresos por país
(MMUS\$. 2015 - 2018)



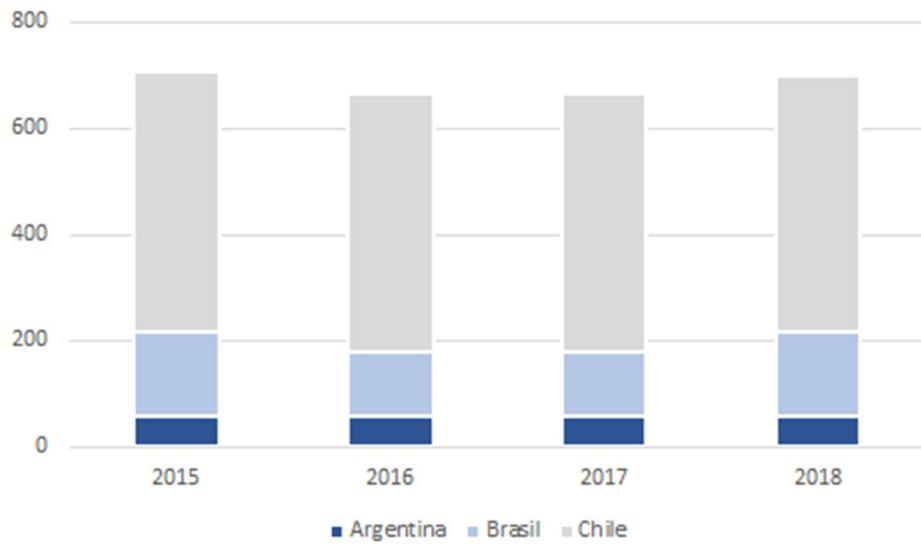
Líneas de negocios

Como ya se mencionó, el emisor opera a través de tres líneas de negocios que se canalizan por distintas razones sociales. Durante 2018 los ingresos totales de **Inversiones CMPC** totalizaron US\$ 6.274 millones, que provinieron en un 54% del segmento celulosa, en un 31% del negocio *softys* y en un 15% de *packaging*. En términos de EBITDA, durante 2018 alcanzó US\$1.816 millones, siendo celulosa el segmento más relevante en términos de generación de flujos, toda vez que representó un 88% de ese monto, mientras que *softys* significó 8% y *packaging* un 4%.

Segmento celulosa

Esta área de negocio conforma uno de los mayores grupos forestales a nivel mundial. A través de sus filiales, produce y comercializa celulosa y productos de madera, además de gestionar el patrimonio forestal de CMPC, que totaliza 1.153 miles de hectáreas. Las plantaciones, por su parte, alcanzan 688 mil hectáreas, concentradas principalmente en Chile (69%), Brasil (22,7%) y Argentina (8,3%). La ilustración 4 muestra la trayectoria de las plantaciones de la compañía para el período 2015-2018.

Ilustración 4
Plantaciones
(Miles de Hectáreas. 2015 - 2018)



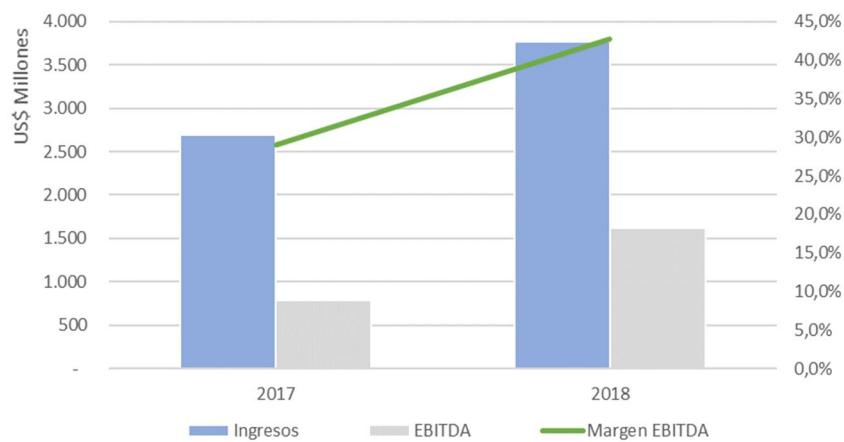
Por su parte, la capacidad de producción de sus cuatro plantas de celulosa -Laja, Pacífico, Santa Fe y Guaíba- alcanza un total aproximado de 4,1 millones de toneladas anuales de celulosa. En cuanto al negocio de madera, la compañía dispone de seis fábricas madereras -una planta de plywood, tres aserraderos y dos plantas de remanufactura- con una capacidad total de 1,6 millones de m³.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2018 CMPC Celulosa representa aproximadamente el 54% de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 3.770 millones (US\$ 2.694 a diciembre de 2017); no obstante, como ya se mencionó, la importancia de esta línea de negocio, en cada ejercicio anual, depende del precio de la celulosa.

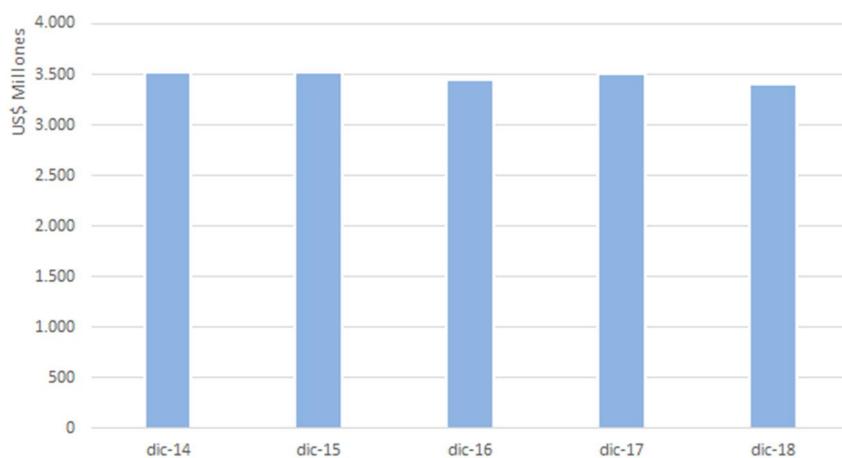
El EBITDA presenta un crecimiento en 2018 alcanzando US\$ 1.613 millones (US\$ 783 millones a diciembre de 2017). Ello sucede, principalmente por la variación del precio de la celulosa que aumentó en el último año. Por otra parte, el margen EBITDA alcanzó a un 42,8% durante 2018.

Ilustración 5
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA CMPC Celulosa
(MMUS\$. 2017 - 2018)



Uno de los determinantes del desarrollo de esta línea de negocios lo constituye la disponibilidad del activo biológico requerido para obtener la celulosa que se exporta a los diversos mercados globales. La Ilustración 6 muestra la trayectoria que han exhibido los activos biológicos de Empresas CMPC. Se aprecia que la valorización de los bosques se ha situado consistentemente en valores en torno a los US\$3.500 millones durante el período 2014-2018.

Ilustración 6
Activos biológicos
(MMUS\$. 2014 - 2018)



Segmento tissue (softys)

El segmento *tissue* se encarga de la producción y comercialización de papel *tissue*, productos sanitarios de hogar e industriales, los cuales son elaborados a partir de la fibra virgen y materiales reciclados.

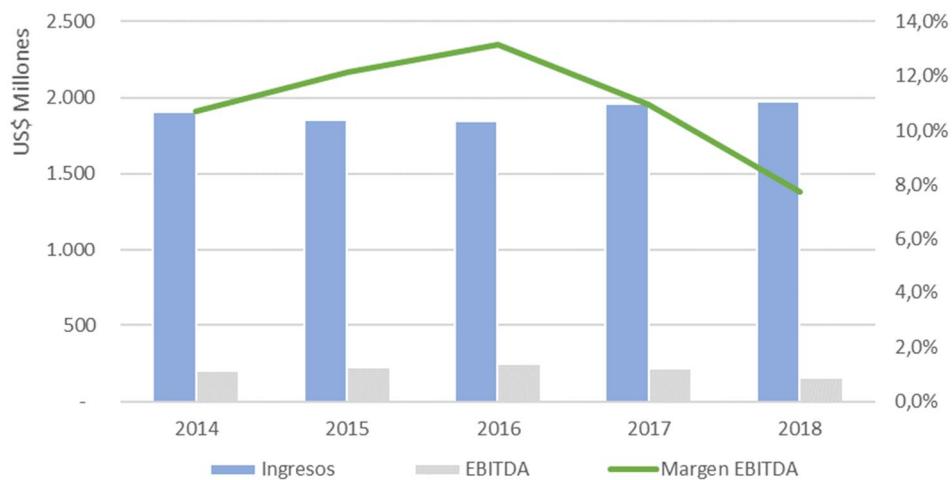
Sus productos son principalmente papel higiénico, toallas de papel y húmedas, servilletas, pañales y productos sanitarios femeninos.

Cuenta con aproximadamente 25 marcas, tales como Elite, Confort, Noble, Ladysoft, entre otras, operando en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Uruguay.

Evolución de los ingresos y EBITDA

CMPC Tissue representa aproximadamente el 31% de los ingresos totales de la compañía, según datos a diciembre de 2018 generando US\$ 1.975 millones; dado esto, a igual fecha el EBITDA de este segmento exhibe un valor de US\$ 153 millones (US\$ 215 millones a diciembre de 2017). Cabe señalar que se trata de una línea de negocio con exposición a la variable precio, sin embargo, sus flujos tienen una relación inversa con el precio de la celulosa. El margen EBITDA alcanzó un 7,8% al cierre de 2018.

Ilustración 7
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA CMPC Tissue
(MMUS\$. 2014 - 2018)



Segmento papeles (packaging)

Este segmento se dedica a la elaboración y comercialización de productos de embalaje proveniente de fibras naturales y celulosa. Además, sus productos se pueden reciclar y son capaces de ser reutilizados en su cadena productiva.

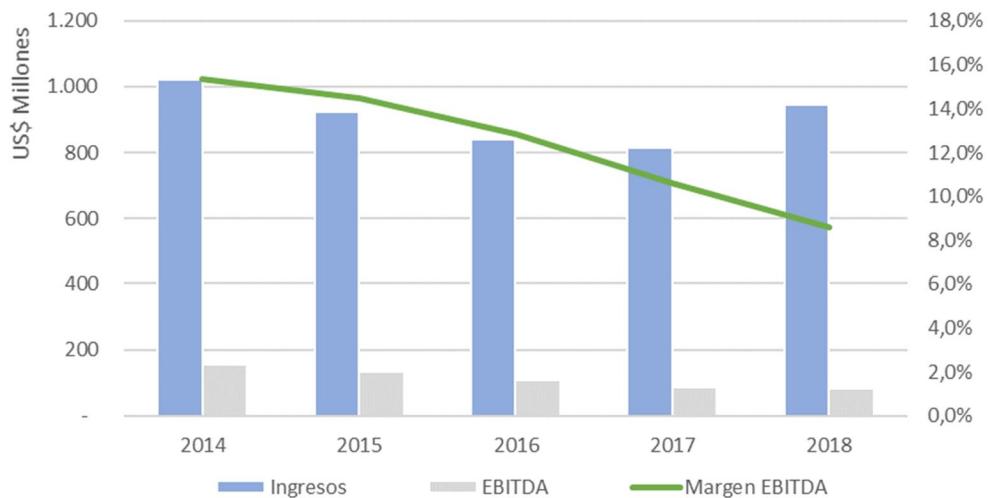
Sus productos son principalmente papeles de embalaje como cartulinas, papel corrugado, cajas de cartón corrugado, sacos industriales (cemento), bandejas de alimentos y papeles de impresión.

Esta línea de negocio cuenta con operaciones en Argentina, Chile, México y Perú.

Evolución de los ingresos y EBITDA

CMPC Papeles representa aproximadamente el 15% de los ingresos totales de la compañía, según datos a diciembre de 2018, generando US\$ 947 millones (US\$ 814 a diciembre de 2017), dado esto, a igual fecha, el EBITDA exhibe un valor de US\$ 81 millones (US\$ 86 millones a diciembre de 2017). El margen EBITDA alcanzó un 8,6% en 2018.

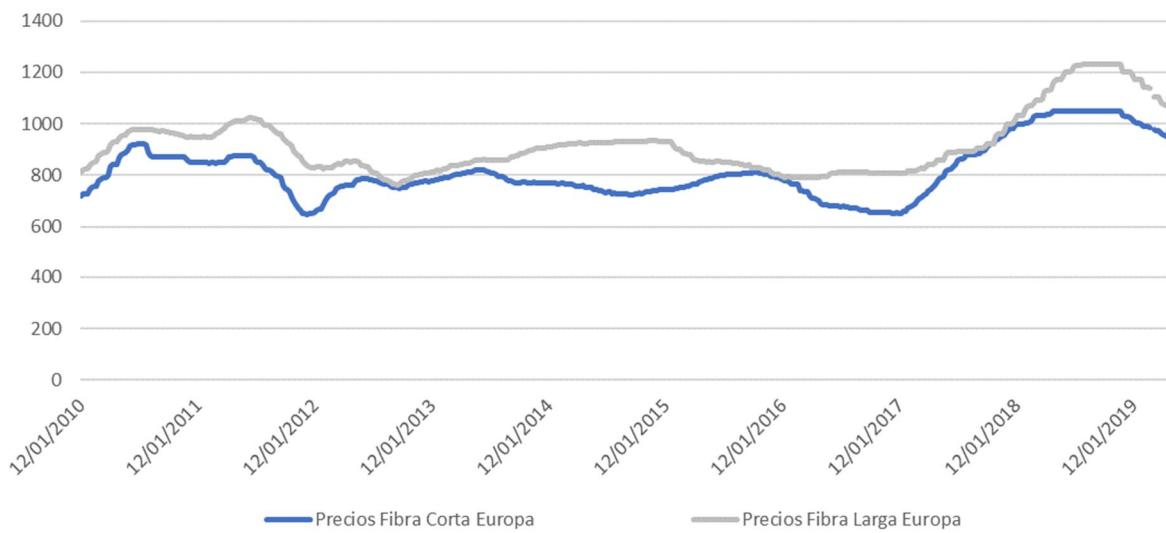
Ilustración 8
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA CMPC Papeles
(MMUS\$. 2014 - 2018)



Precio de la celulosa

A continuación, se muestra como ha fluctuado el precio de mercado de la celulosa. La fibra corta corresponde a la celulosa que proviene del Eucalipto y la fibra larga proviene del pino radiata. Se aprecia el incremento registrado en 2018, que tuvo, como se señaló anteriormente, un incremento de los resultados del segmento celulosa y una compresión de los márgenes del sector softys.

Ilustración 9
Precio de mercado celulosa
(US\$/Tonelada)



Análisis financiero⁶

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Inversiones CMPC** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2014 y diciembre de 2018.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Inversiones CMPC** han tenido una tendencia creciente en los últimos dos años, , exhibiendo un aumento de 21,9% entre 2017 y 2018, explicado principalmente por el precio de mercado de la celulosa que se mantuvo en niveles elevados durante todo el año 2018, segmento que representó más del 50% de los ingresos de la compañía, contrarrestado, en menor medida, por una baja en los resultados del segmento de *tissue*, dada la relación inversa que se genera con el segmento de celulosa.

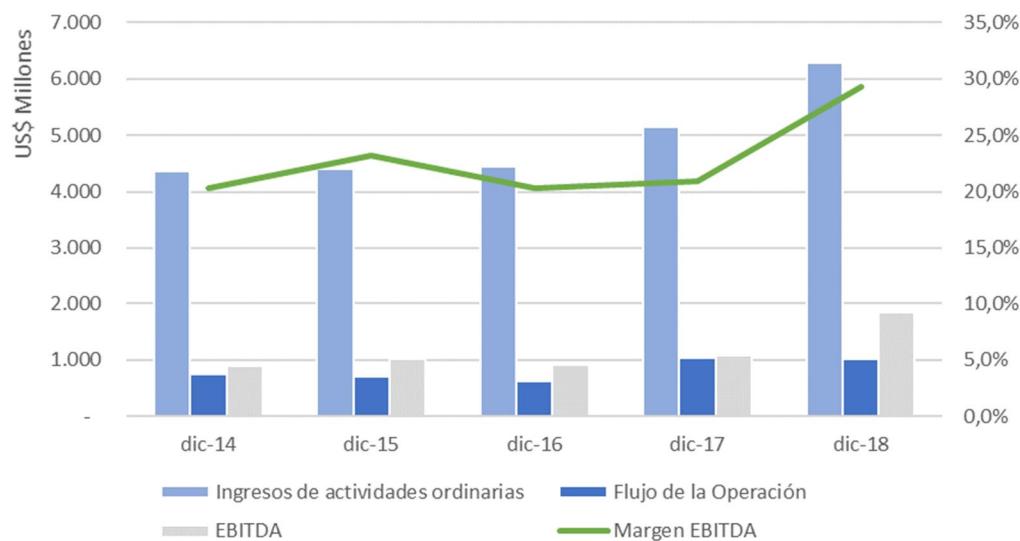
Las ventas al mercado externo alcanzaron a US\$ 4.988 millones, lo que representa un 80,0% de los ingresos totales de la compañía, aumentando un 22,7% respecto del año 2017. Por otro lado, las ventas en el mercado nacional aumentaron un 19,0%, en términos de ingreso, respecto a 2017, totalizando US\$ 1.286 millones.

Respecto al EBITDA, este presenta una tendencia similar a la de los ingresos, a excepción del año 2016 donde presenta una leve disminución (11,6% respecto de 2015) influido en parte por la caída del precio de la celulosa, para luego incrementarse en los años posteriores, tal como se muestra en la Ilustración 10. Dado esto, el margen EBITDA en 2018 fue de 29,3%, superior a lo obtenido en años anteriores donde rondaba el 20%.

Por su parte, el flujo de actividades de la operación registra valores positivos durante todo el periodo de evaluación, llegando en 2018 a US\$ 1.011 millones, lo que significa una leve caída respecto de 2017 cuando alcanzó US\$ 1.044 millones.

⁶ La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Ilustración 10
Ingresos Totales, Flujo, Ebitda y Margen Ebitda
(2014 – 2018)



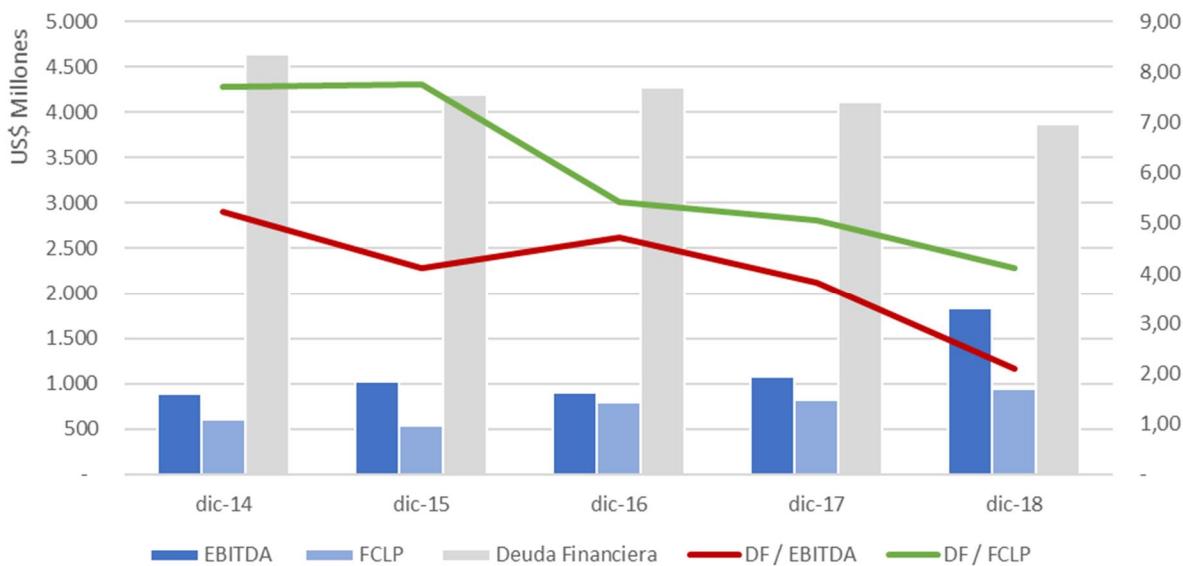
Evolución del endeudamiento y la liquidez

A diciembre 2018, la deuda financiera consolidada de **Inversiones CMPC** ascendió a US\$ 3.875 millones, disminuyendo 5,9% respecto de 2017, dados los pagos de la deuda asumida con motivo por la construcción de Guaíba II, la cual se amortiza trimestralmente.

De esta manera, como se aprecia en la Ilustración 11 los indicadores de endeudamiento relativo, tales como Deuda Financiera sobre EBITDA y Deuda Financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁷, muestran una tendencia decreciente, debido al incremento de los flujos en los últimos períodos y a la disminución de la deuda. A diciembre de 2018, la deuda financiera sobre el FCLP es de 4,1 veces, inferior a lo exhibido en diciembre de 2017 donde el indicador rondaba las 5,1 veces. Respecto al ratio deuda financiera sobre EBITDA este alcanza, en la misma fecha, valores de 2,1 veces (3,8 en 2017).

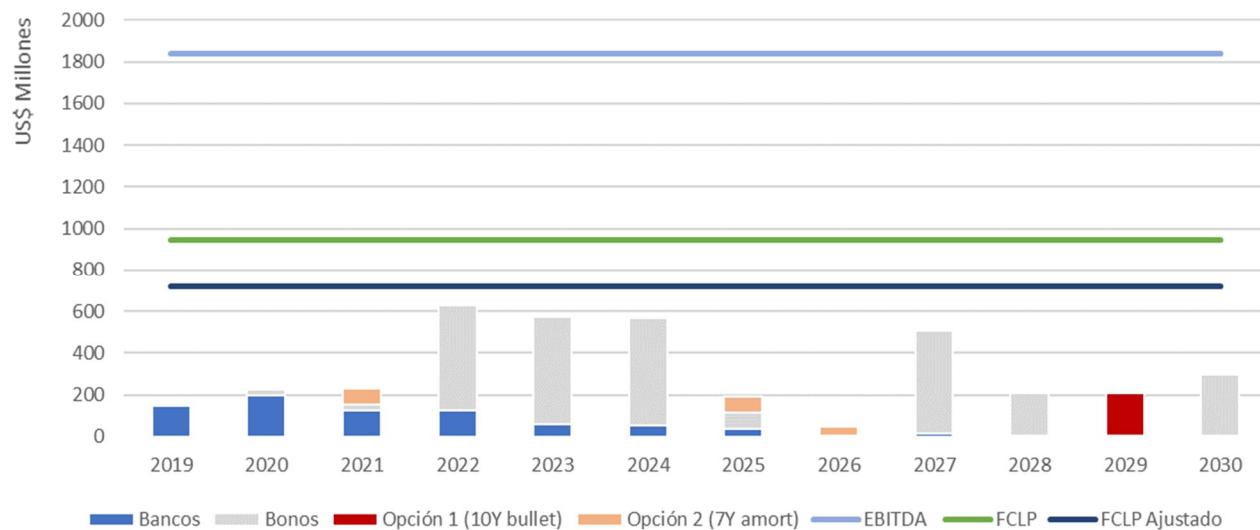
⁷ Como se dijo, el FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular, que en el caso particular de **Inversiones CMPC** se ven afectados por el precio de la celulosa.

Ilustración 11
Endeudamiento relativo
(2014 – 2018)



La Ilustración 12 muestra el perfil de vencimientos de **Inversiones CMPC**, posterior a la emisión de bono en proceso de colocación por UF 5 millones, para lo cual la compañía cuenta con tres opciones. La primera opción es la emisión de un bono *bullet* a 10 años, la segunda corresponde a la colocación de un bono a 7 años amortizable (los pagos se realizarían en 2021, 2025 y 2026), mientras que la tercera opción es una combinación de ambas. En cualquiera de los casos anteriores, se aprecia que la compañía exhibe adecuada holgura respecto de su generación de flujos. Incluso si se realiza un ajuste al FCLP, asumiendo como rentabilidad futura de los activos la más baja exhibida en los últimos cinco años, la emisora aún exhibe holguras razonables para el pago de sus obligaciones. Dado ello, más allá que no se mantenga el precio de la celulosa del año 2018 (situación esperable), la empresa mantendría una adecuada capacidad para responder al servicio de su deuda, sin perjuicio que sus EBITDA y utilidades se verían disminuidos en relación al ejercicio de 2018.

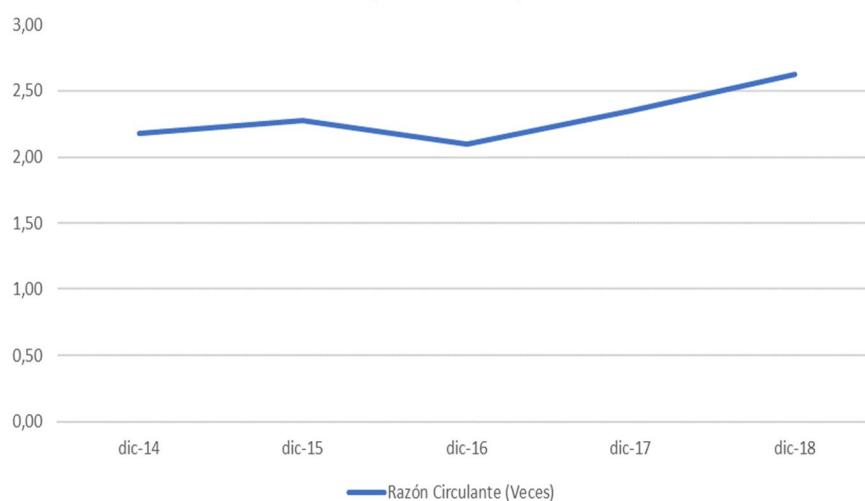
Ilustración 12
Calendario de vencimientos actual
(2019 - 2030)



Asimismo, la estructura de deuda de la empresa, junto con su Flujo de Caja Largo Plazo (FCLP) permiten presumir que antes bajas significativas en el precio de la celulosa, en años particulares, la sociedad tendría capacidad de refinaciamiento producto de las holguras de flujos que debieran producirse los años siguientes (dados que el precio de la celulosa es variable).

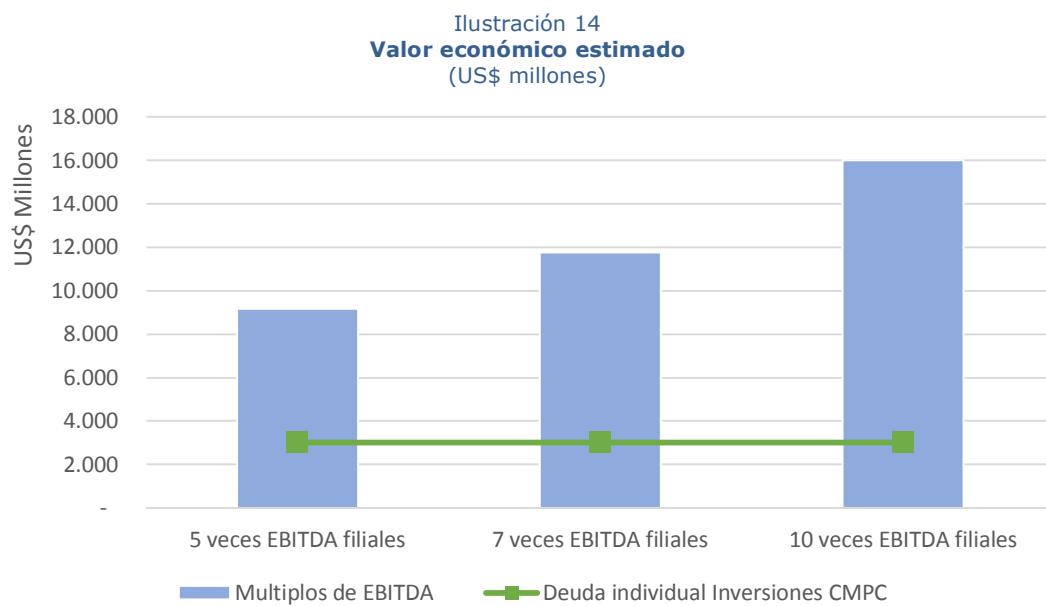
En cuanto a la liquidez, medida como razón corriente, a diciembre de 2018 mostró un crecimiento pasando de 2,35 veces a 2,63 veces, manteniéndose en todo el periodo de evaluación en niveles sobre las dos veces. Cabe destacar que la empresa se ha caracterizado por mantener un elevado indicador de liquidez, situación que, a juicio de **Humphreys**, es necesaria y se constituye como un mitigante de riesgo para empresas expuestas a volatilidad en sus resultados.

Ilustración 13
Evolución liquidez
(2014 - 2018)



Activos productivos y deuda individual

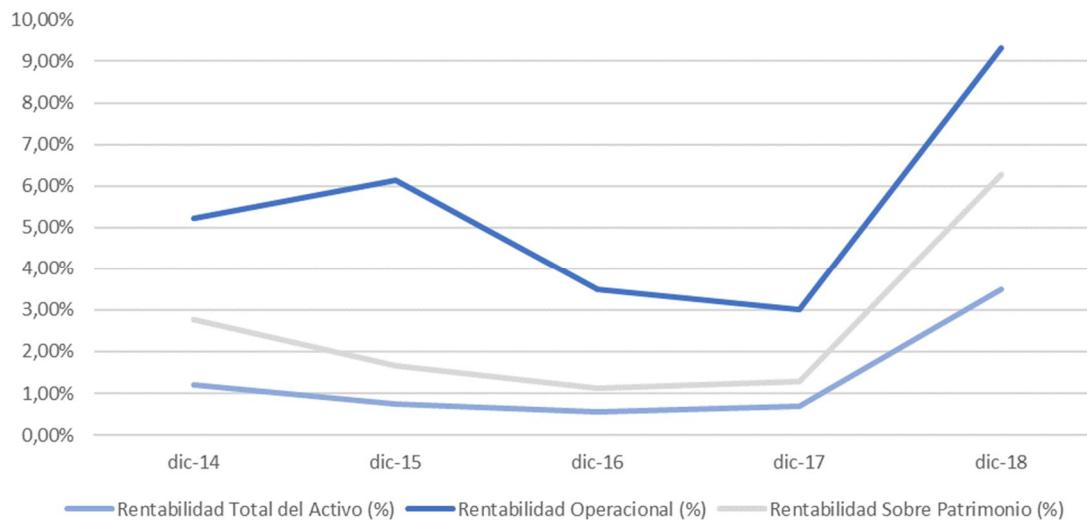
Dado el carácter de *holding* de **Inversiones CMPC** (dado que son sus filiales las generadoras de flujos), es interesante contrastar aproximaciones al valor económico de sus activos productivos con el valor de su deuda financiera individual. Para efectos de lo anterior, se utilizan diferentes “múltiplos de EBITDA” como aproximaciones a valores económicos bajo escenarios disimiles (Ver Ilustración 14), apreciándose que el valor económico supera ampliamente la deuda de **Inversiones CMPC**, por lo cual, en caso de *stress* financieros muy severos, ésta podría hacer uso de sus activos para responder a sus obligaciones (prenda de acciones para refinaciamiento, apertura en bolsa de filiales, etc.).



Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad muestran una contracción los años 2016 y 2017, dada la menor utilidad registrada por menos precios de mercado de la celulosa. Posteriormente, hacia 2018 se observa una mejora importante en todos los indicadores tal como se muestra en la Ilustración 15.

Ilustración 15
Evolución rentabilidad
(2014 – 2018)



"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."