



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Álvaro Reyes A.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

alvaro.reyes@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Inversiones CMPC S.A.

Mayo 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Línea de efectos de comercio	AA Nive 1+/AA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo 2021 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 456 de 14.03.2006
Línea de bonos	Nº 570 de 16.03.2009
Serie F (BCMPC-F)	Primera emisión
Serie H (BCMPC-H)	Segunda 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	Nº 733 de 23.10.2012
Serie G (BCMPC-G)	Primera emisión
Serie L (BCMPC-L)	Segunda emisión
Serie M (BCMPC-M)	Segunda emisión
Línea de bonos	Nº 927 de 27.02.2019
Serie N (BCMPC-N)	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 928 de 27.02.2019
Serie O (BCMPC-O)	Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 139 de 17.11.2020

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MUS \$	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2021
Ingresos de actividades ordinarias	4.447.167	5.146.657	6.275.000	5.670.353	5.287.272	1.429.149
Costo de ventas	- 3.485.150	- 4.121.179	- 4.477.928	- 4.561.201	- 4.424.072	- 1.085.591
Ganancia Bruta	962.017	1.025.478	1.797.072	1.109.152	863.200	343.558
Gastos de administración y distribución	- 404.986	- 469.388	- 516.969	- 535.770	- 499.924	- 137.354
Costos financieros	- 212.757	- 219.486	- 215.832	- 191.671	- 201.211	- 51.694
Ganancia	73.075	101.438	523.608	122.711	2.243	76.561
Ebitda	903.221	1.075.464	1.838.813	1.206.149	1.026.094	354.816

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2021 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.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MUS \$	2016	2017	2018	2019	2020	Marzo 2021
Activos corrientes	3.173.518	3.341.349	3.893.906	3.622.871	3.565.480	3.607.203
Activos no corrientes	11.780.725	11.495.536	11.296.865	11.578.915	11.225.327	11.069.172
Total activos	14.954.243	14.836.885	15.190.771	15.201.786	14.790.807	14.676.375
Pasivos corrientes	1.512.603	1.423.724	1.481.660	1.501.709	1.192.597	1.116.919
Pasivos no corrientes	5.559.241	5.379.611	5.086.546	5.294.787	5.666.753	5.644.228
Total pasivos	7.071.844	6.803.335	6.568.206	6.796.496	6.859.350	6.761.147
Patrimonio	7.882.399	8.033.550	8.622.565	8.405.290	7.931.457	7.915.228
Total patrimonio y pasivos	14.954.243	14.836.885	15.190.771	15.201.786	14.790.807	14.676.375
Deuda financiera ²	4.272.034	4.116.218	3.875.230	4.146.852	4.217.207	4.164.309

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 el 49% 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 2020, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US\$ 5.287 millones y un EBITDA de US\$ 1.026 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US\$ 767 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US\$ 4.217 millones y un patrimonio de US\$ 7.931 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 cerca de 1,29 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 896 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un total de US\$ 3.372 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 aproximadamente 4,3 millones de toneladas anuales de celulosa, le han permitido situarse como el tercer 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

² Desde el año 2019, incluye pasivos por arrendamiento operativos corrientes y no corrientes.

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\$ 640 millones en 2020.

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 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)⁴ de la compañía, que asciende a US\$ 930 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\$ 651 millones (US\$ 310 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 41% 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. 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

³ Expresado como US\$/Tonelada CIF en China.

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 2020, como si sucede con el EBITDA).

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 0,04% y 98,7% 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 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.

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. 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 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 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 compañía integra los Objetivos de Desarrollo Sostenible planteados por las Naciones Unidas para proteger el medio ambiente.

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.

En relación con la crisis asociada al Covid-19, en opinión de esta clasificadora, **Inversiones CMPC** ha mostrado mantener sus holgados niveles de liquidez histórico, lo cual ha capacitado a la compañía para resistir los meses más severos de crisis. Si bien los precios de la celulosa se mantuvieron bajos durante 2020, lo que afecta los ingresos de este segmento, su demanda no se vio afectada. En tanto, el segmento *Softys* al producir insumos de primera necesidad ha logrado mantener sus niveles de ingresos. Con todo, se observa una disminución en los resultados de la compañía, sin embargo, en ningún caso 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.

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 2020

En 2020, los ingresos de **Inversiones CMPC** llegaron a US\$ 5.287 millones, mostrando una disminución de 6,8% respecto de 2019, explicado principalmente por el segmento de celulosa, el cual tuvo ingresos por US\$ 2.595 millones, inferior en un 13,4% a lo obtenido el año anterior dados los menores precios de mercado de la celulosa.

Los costos de ventas, que a diciembre de 2020 fueron de US\$ 4.424 millones, exhibieron una baja de 3,0% respecto del año anterior. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 863 millones, inferior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzó US\$ 1.109 millones, pasando de representar un 19,6% de los ingresos en 2019 a un 16,3% a diciembre de 2020.

Los gastos de administración y distribución alcanzaron los US\$ 500 millones, con un decrecimiento de 6,7% respecto del mismo periodo del año anterior, representando un 9,5% de los ingresos, similar a lo exhibido en 2019 donde alcanzaba un valor de 9,4%.

Dado esto, el EBITDA a diciembre de 2020 alcanzó US\$ 1.026 millones, lo que representó una disminución de 14,9% con respecto de igual periodo de 2019.

De esta manera, la empresa registró una ganancia de US\$ 2 millones en 2020, inferior a lo exhibido el año anterior, periodo en que se obtuvo una ganancia de US\$ 123 millones.

Definición categoría 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.

Categoría Nivel 1 (N-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 ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

(+) Corresponde a aquellos títulos de deuda con un menor riesgo relativo dentro de su categoría.

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 cerca de 1,287 millones de hectáreas, que permiten plantaciones que totalizan alrededor de 896 mil hectáreas, de las cuales 51% corresponde a pino y 49% a eucalipto, localizados principalmente en Chile (63%), Brasil (30%) y Argentina (7%).

Más aún, la valorización de estos activos biológicos alcanza a US\$ 3.371 millones, valor que representa un 80% de la deuda financiera de **Inversiones CMPC**, que, a diciembre de 2020, alcanzaba a US\$ 4.217 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 9,8 miles de metros cúbicos al año en Chile y 7,2 miles 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\$ 164/ton; como de fibra larga, que alcanza a US\$ 299/ton; que ha significado que la compañía se haya situado como el tercer 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\$ 2.069 millones al cierre del año 2020. 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

⁵ Fuente: Hawkins Wright, RISI (Diciembre 2020).

de atender todos los segmentos socioeconómicos dado que posee productos en todo el espectro de relación precio-calidad.

Elevado acceso a fuentes de financiamiento: La compañía, como grupo, cuenta con un amplio acceso a fuentes de financiamiento en Chile y en el extranjero, a través de deuda financiera, o por medio de colocación de instrumentos de oferta pública (bonos y acciones). Lo anterior permite diversificar el fondeo y reducir su exposición a un solo tipo de acreedor.

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 dos clientes representan 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 10% del total de las compras.

Experiencia en el rubro: Participando en la industria papeles y celulosa, la compañía ostenta 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 56% 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.

Riesgos políticos y ambientales: Un eventual mal manejo del recurso forestal que afecte el medio donde se insertan las plantaciones de bosques de la compañía puede generar la oposición de las comunidades al desarrollo de estas actividades. En este sentido, las plantaciones forestales de CMPC cuentan con certificaciones internacionales de alto estándar respecto de la gestión del agua, Manejo Forestal Sustentable CERTFOR/PEFC y Manejo Forestal Responsable FSC, para resguardar la eficiencia y disminuir el impacto ambiental en el uso

de este recurso, también considerando los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Asimismo, la empresa ha desarrollado proyectos para crear vínculos con las comunidades indígenas vecinas de sus operaciones.

Exposición al tipo de cambio: La volatilidad del tipo de cambio genera efectos en los resultados de la compañía; se estima que el 61% 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 y el segmento softys tiene una exposición contraria al de celulosa, por lo que funciona como una cobertura natural.

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.

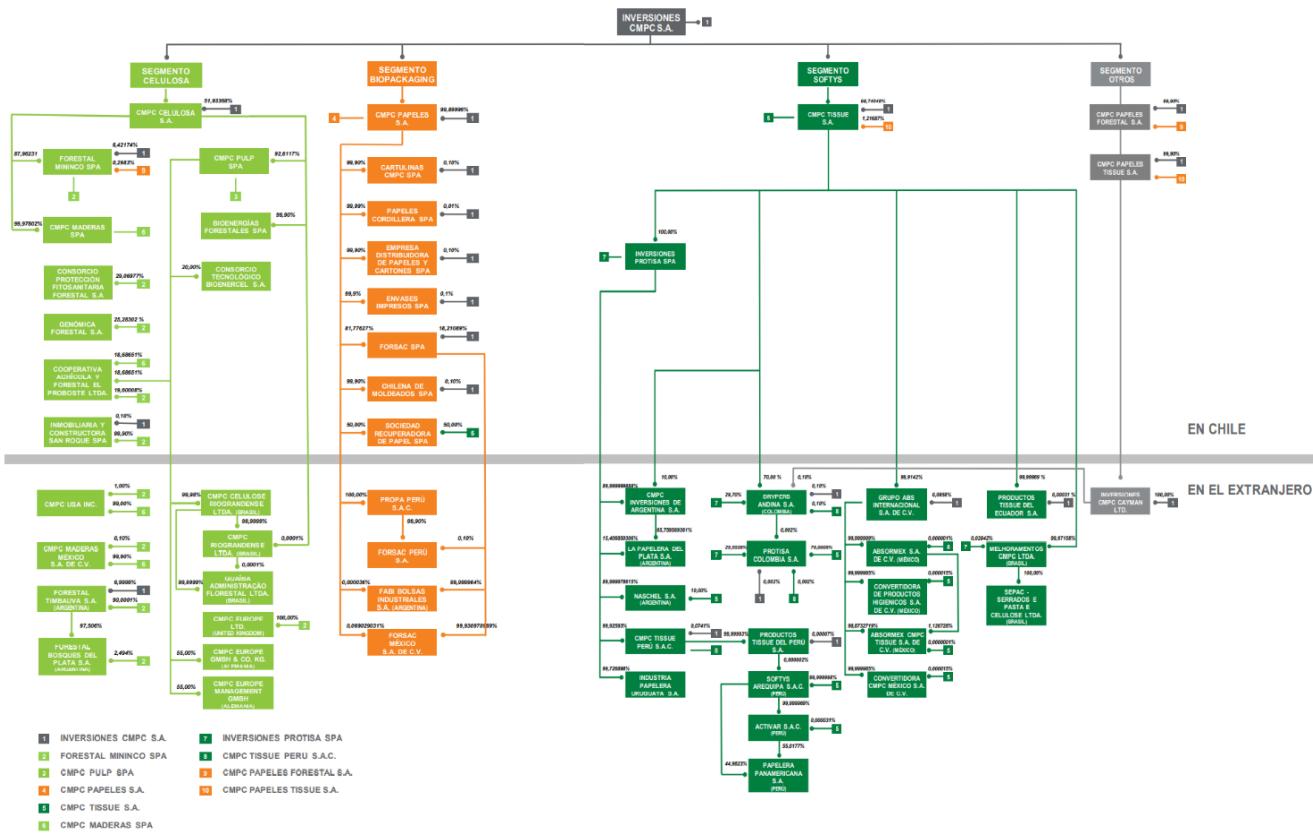
Antecedentes generales

La compañía

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 directa de 51,9%, 99,9% y 98,7%, respectivamente. En los hechos, el grupo se orienta a la producción y comercialización de madera, celulosa, productos de embalaje, papel *tissue*, productos sanitarios y fuera del hogar. Actualmente posee operaciones en ocho países (Chile, Brasil, Argentina, Perú, Uruguay, México, Ecuador y Colombia), y exporta 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 societaria⁶



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 más de 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 cinco años los ingresos de esta área de negocio han representado entre el 47% y 60% del total de la empresa; en caso del EBITDA este porcentaje ha variado entre 61% y 88%.

⁶ Memoria 2020 Inversiones CMPC.

La línea *softys* se posiciona como la segunda en importancia con una participación en los ingresos totales de un 37% promedio en los últimos cinco años, y de 20% 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 segmento⁷
(MMUS\$. 2016 - 2020)

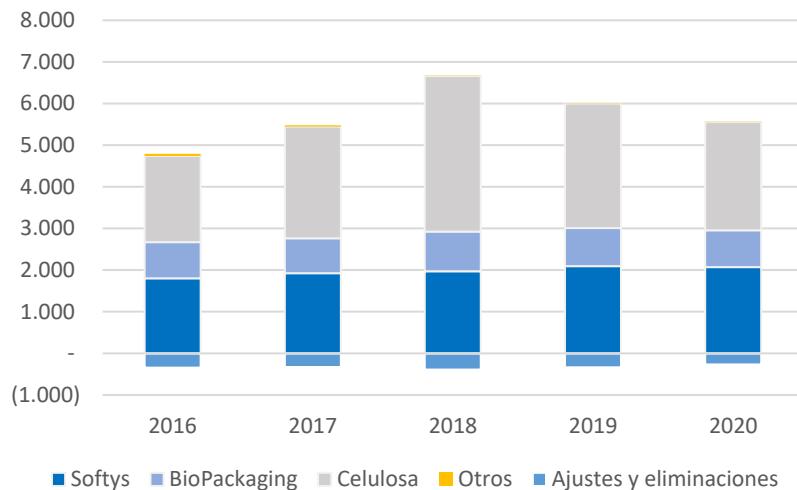
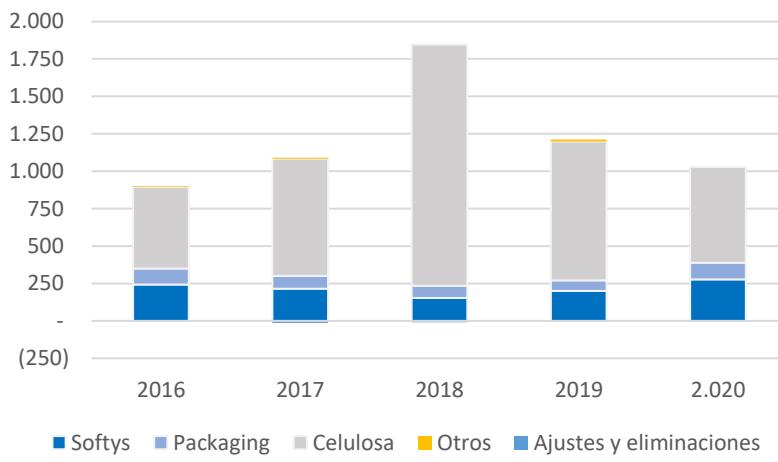


Ilustración 2
Estructura EBITDA por segmento
(MMUS\$. 2016 - 2020)

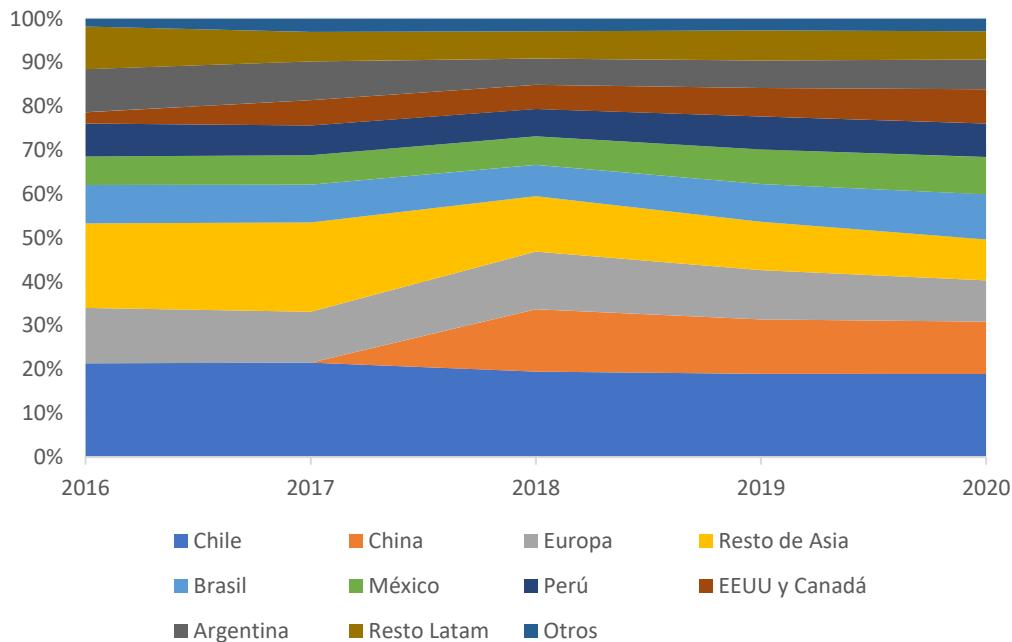


En términos de destino, las ventas se han orientado crecientemente a Asia, destino que pasó de representar un 19% de los ingresos durante 2016, a 21% en 2020, en tanto que las ventas al mercado nacional se han mantenido en torno al 19% en los últimos tres años. Europa, por su parte, se posiciona como el tercer destino

⁷ "Otros" corresponde a las operaciones no incluidas en los segmentos principales. "Ajustes y eliminaciones" corresponde a los ajustes por operaciones entre segmentos de la misma entidad.

con mayor participación de las ventas, fluctuando entre un 9% y un 13% de los ingresos totales de la compañía (Ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Estructura ingresos por país
(Porcentaje. 2016 - 2020)



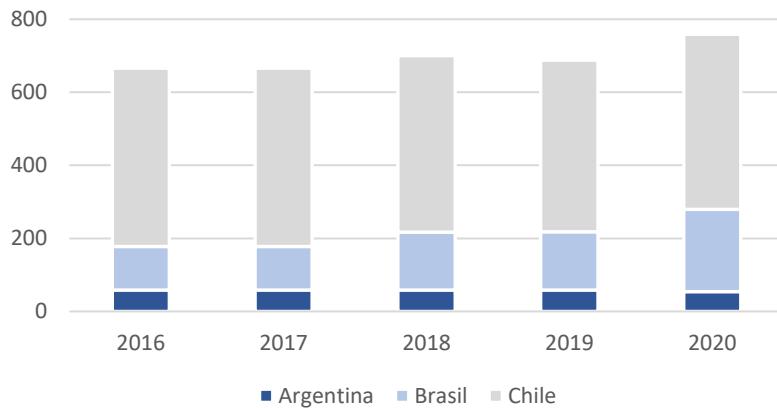
Líneas de negocios

Como ya se mencionó, el emisor opera a través de tres líneas de negocios que se canalizan por distintas razones sociales. Durante 2020 los ingresos totales de **Inversiones CMPC** totalizaron US\$ 5.287 millones, que provinieron en un 44% del segmento celulosa, en un 39% del negocio *softys* y en un 17% de *packaging*. En términos de EBITDA, durante 2020 alcanzó US\$ 1.026 millones, siendo celulosa el segmento más relevante en términos de generación de flujos, toda vez que representó un 62% de ese monto, mientras que *softys* significó 27% y *packaging* un 11%.

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 1.287 miles de hectáreas. Las plantaciones, por su parte, alcanzan 896 mil hectáreas, concentradas principalmente en Chile (63,2%), Brasil (29,6%) y Argentina (7,1%). La ilustración 4 muestra la trayectoria de las plantaciones de la compañía para el período 2016-2020.

Ilustración 4
Plantaciones
(Miles de Hectáreas. 2016 - 2020)



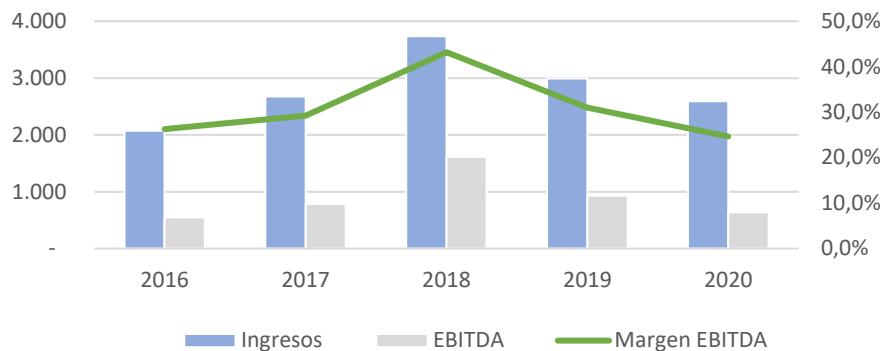
Por su parte, la capacidad de producción de sus cuatro plantas de celulosa -Laja, Pacífico, Santa Fe y Guaíba- alcanza un total aproximado de 4,3 millones de toneladas anuales de celulosa. En cuanto al negocio de madera, la compañía dispone de seis fábricas madereras -una planta de plywood, tres aserraderos y dos plantas de remanufactura- con una capacidad total de 1,52 millones de m³.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2020 el segmento celulosa representa aproximadamente el 44%⁸ de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 2.595 millones (US\$ 2.995 a diciembre de 2019); 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 una disminución del 31,1% en 2020, alcanzando US\$ 640 millones (US\$ 929 millones a diciembre de 2019). Ello sucede, principalmente por el bajo precio histórico de la celulosa sostenido durante el último año, que comienza a repuntar en los últimos meses de 2020. Por otra parte, el margen EBITDA alcanzó a un 24,7% durante 2020.

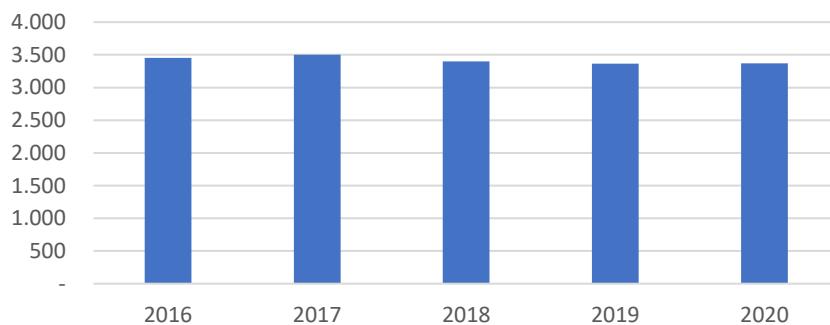
⁸ Este porcentaje considera la eliminación de los ingresos ordinarios provenientes de operaciones entre segmentos de la misma entidad.

Ilustración 5
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Celulosa
(MMUS\$. 2016 - 2020)



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\$ 3.400 millones durante el período 2016-2020.

Ilustración 6
Activos Biológicos
(US\$ millones. 2016 - 2020)



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, Ladyssoft, entre otras, operando en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Uruguay.

Evolución de los ingresos y EBITDA

El segmento *Tissue* representa aproximadamente el 39% de los ingresos totales de la compañía, según datos a diciembre de 2020 generando US\$ 2.069 millones; dado esto, a igual fecha el EBITDA de este segmento exhibe un valor de US\$ 277 millones (US\$ 201 millones a diciembre de 2019). 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 13,4% al cierre de 2020.



Segmento Papeles (*Biopackaging*)

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.

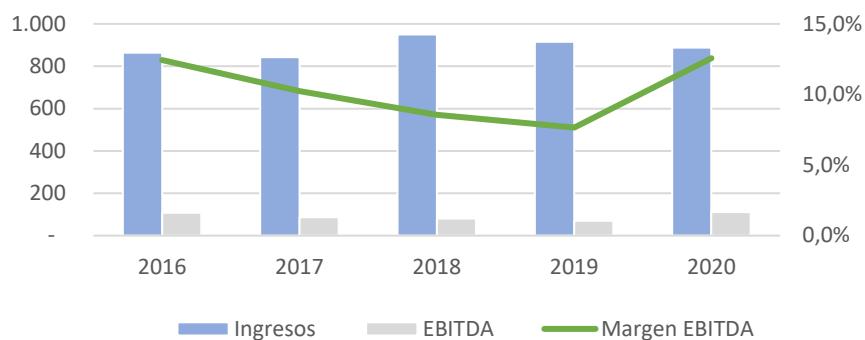
Sus productos son principalmente papeles de embalaje como cartulinas, papel corrugado, cajas de cartón corrugado, sacos industriales (cemento), bandejas de alimentos y papeles de impresión.

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

Evolución de los ingresos y EBITDA

El segmento Papeles representa aproximadamente el 17% de los ingresos totales de la compañía, según datos a diciembre de 2020, generando US\$ 888 millones (US\$ 915 a diciembre de 2019), dado esto, a igual fecha, el EBITDA exhibe un valor de US\$ 112 millones (US\$ 70 millones a diciembre de 2019). El margen EBITDA alcanzó un 12,6% en 2020.

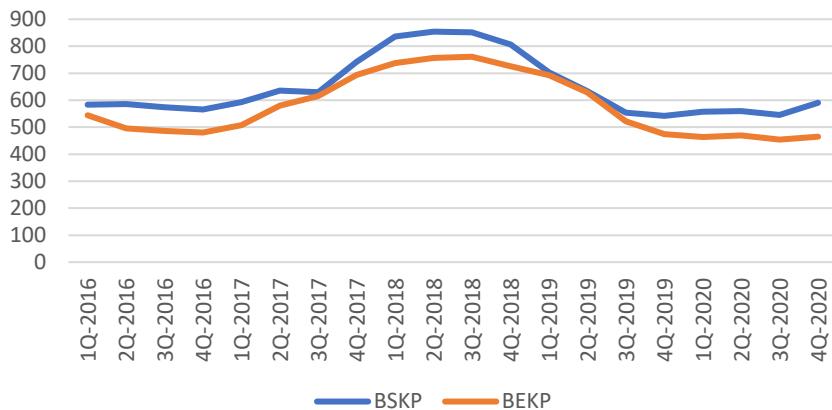
Ilustración 8
Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA Papeles
(MMUS\$. 2016 - 2020)



Precio de la Celulosa

A continuación, se muestra como ha fluctuado el precio promedio neto efectivo de exportación de la celulosa. La celulosa draft blanca de fibra corta (BEKP) proviene del Eucalipto y la de fibra larga (BSKP) proviene del pino radiata. Se aprecia el incremento registrado en 2018, que tuvo un incremento de los resultados del segmento celulosa y una compresión de los márgenes del sector softys. En 2019 se comienza a manifestar una baja en los precios situación que se mantiene durante 2020 producto de la pandemia, pero que en el último trimestre comienza en subir.

Ilustración 9
Evolución Precio promedio de exportación celulosa
(US\$/Tonelada CIF. 2016-2020)



Análisis financiero⁹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Inversiones CMPC** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre diciembre de 2015 y diciembre de 2020.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Inversiones CMPC** exhiben una disminución de 6,8% entre 2019 y 2020, explicado principalmente por el precio de mercado de la celulosa que se mantuvo en niveles bajos durante la mayor parte del año 2020, con lo que se produjo una baja en los ingresos del segmento.

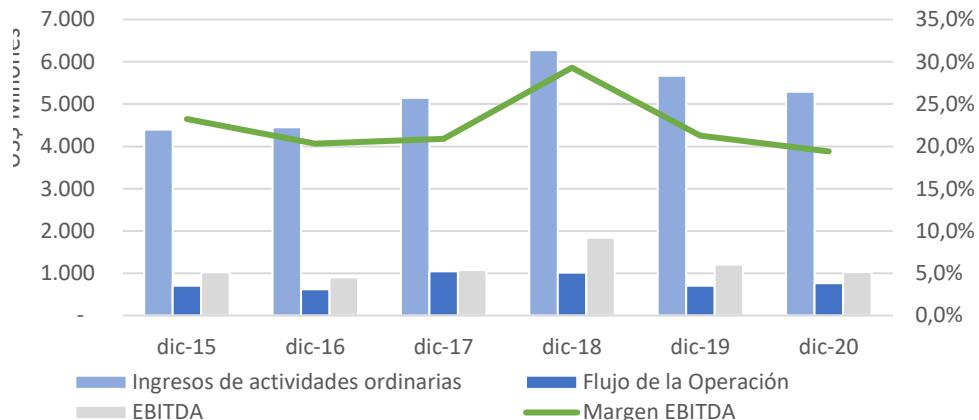
Las ventas al mercado externo alcanzaron a US\$ 4.286 millones, lo que representa un 81% de los ingresos totales de la compañía, manteniendo la relación respecto del año 2019. Asimismo, la caída de las ventas en el mercado nacional fue de 6,9%, en términos de ingreso, respecto a 2019, totalizando US\$ 1.002 millones.

Respecto al EBITDA, este presenta una tendencia similar a la de los ingresos, a excepción del año 2016 donde presenta una disminución (11,6% respecto de 2015), no obstante que los ingresos se mantuvieron relativamente estables, tal como se muestra en la Ilustración 10. El margen EBITDA ronda el 20% (19,4% a diciembre de 2020), a excepción del año 2018 que fue de 29,3%, producto, como se dijo anteriormente, del elevado precio de la celulosa.

Por su parte, el flujo de actividades de la operación registra valores positivos durante todo el periodo de evaluación, llegando en 2020 a US\$ 767 millones, lo que representa un alza respecto de 2019 cuando alcanzó US\$ 701 millones.

⁹ 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
(MMUS\$ y porcentaje. 2015 – 2020)



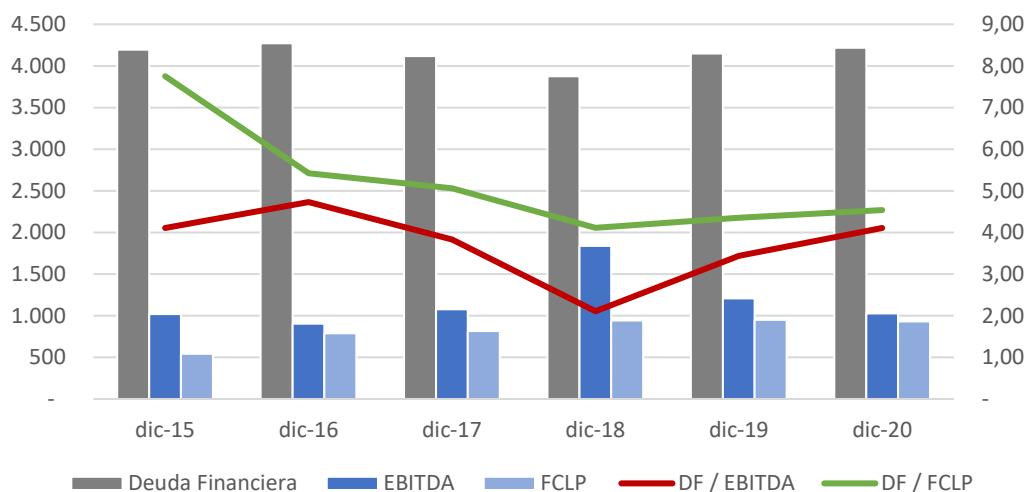
Evolución del endeudamiento

A diciembre 2020, la deuda financiera consolidada de **Inversiones CMPC** ascendió a US\$ 4.217 millones, aumentando 1,7% respecto de 2019 en parte, por la decisión de mantener mayores niveles de liquidez.

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)¹⁰, muestran una tendencia decreciente hasta el año 2018, debido al incremento de los flujos en los últimos períodos y a la disminución de la deuda. A diciembre de 2020, la deuda financiera sobre el FCLP es de 4,5 veces, levemente superior a lo exhibido en diciembre de 2019 donde el indicador rondaba las 4,4 veces. Respecto al ratio deuda financiera sobre EBITDA este alcanza, en la misma fecha, valores de 4,1 veces (3,4 en 2019).

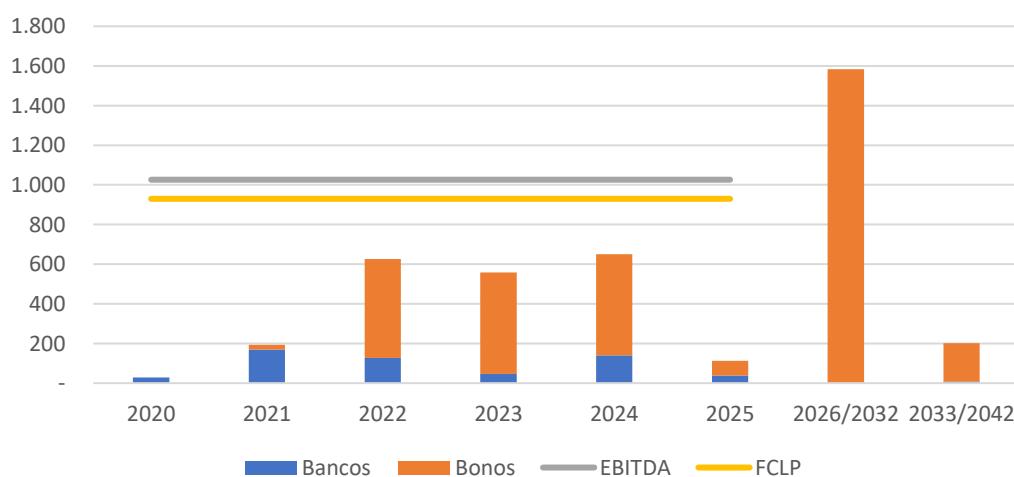
¹⁰ Como se dijo, el FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA 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
 (MMUS\$ y veces. 2015 – 2020)



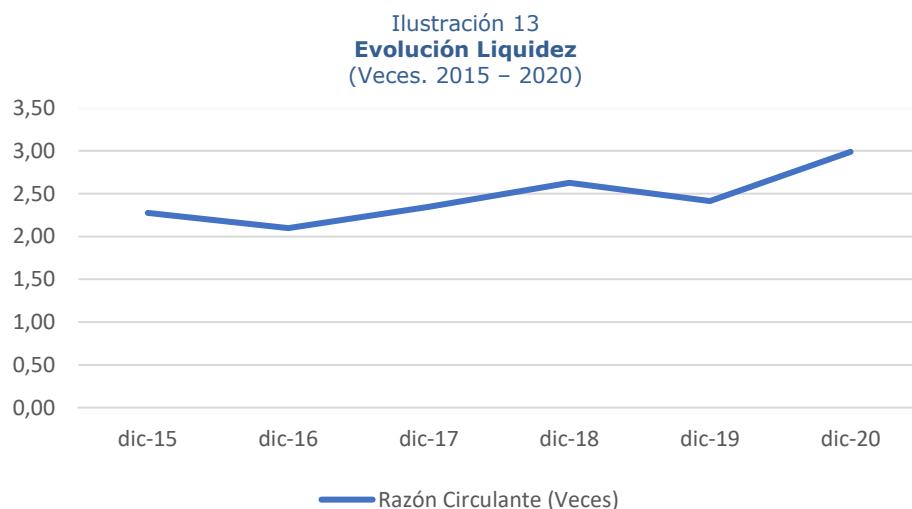
La Ilustración 12 muestra el perfil de vencimientos de **Inversiones CMPC**, donde se aprecia que la compañía exhibe adecuada holgura respecto de su generación de flujos y por tanto una adecuada capacidad para responder al servicio de su deuda. Asimismo, la estructura de deuda de la empresa, junto con 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 (dado que el precio de la celulosa es variable).

Ilustración 12
Calendario de Vencimientos Actual
 (MMUS\$. 2020 - 2025)



Evolución de la liquidez

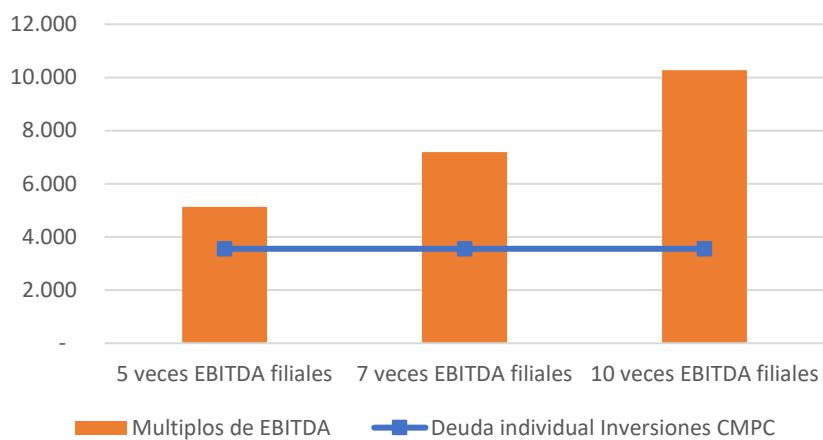
En cuanto a la liquidez, medida como razón corriente, a diciembre de 2020 mostró un aumento, pasando de 2,41 veces a 2,99 veces, manteniéndose en todo el periodo de evaluación en niveles sobre las dos veces. Cabe destacar que la empresa se ha caracterizado por mantener un elevado indicador de liquidez, situación que, a juicio de **Humphreys**, es necesaria y se constituye como un mitigante de riesgo para empresas expuestas a volatilidad en sus resultados.



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 refinanciamiento, apertura en bolsa de filiales, etc.).

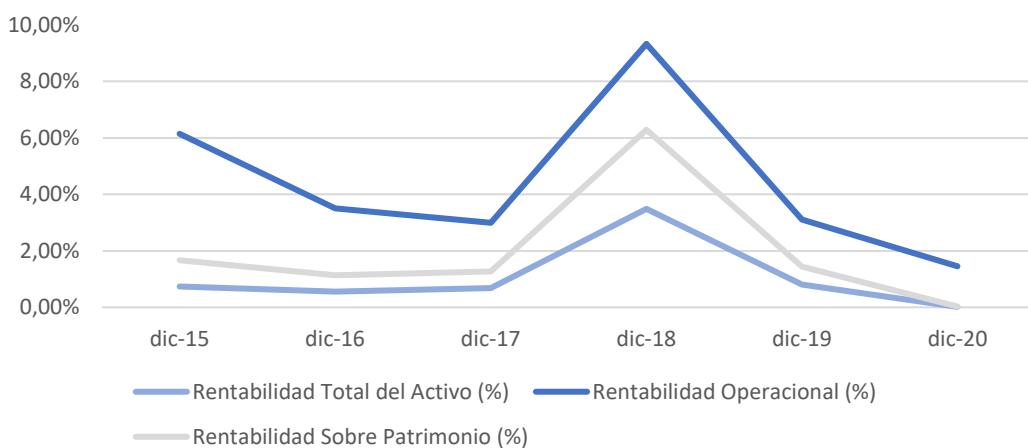
Ilustración 14
Valor económico estimado
(MMUS\$)



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, decayendo para el año 2020 a una rentabilidad del activo, operacional y sobre patrimonio de 0,01%, 1,45% y 0,03%, respectivamente, como se muestra en la Ilustración 15, nuevamente afectado por el precio de la celulosa.

Ilustración 15
Evolución Rentabilidad
(Porcentaje. 2015 – 2020)



Covenants

A diciembre de 2020, los *covenants* de las líneas de bonos de la empresa son los siguientes:

Covenants	Límites	dic-2020
Razón de Endeudamiento (Endeudamiento Financiero Garante (Empresas CMPC))	<= 0,8	0,53
Mantener Activo Fijo	>= 0,7	1,0

Ratios financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,44	1,40	1,56	1,41	1,36
Razón Circulante (Veces)	2,10	2,35	2,63	2,41	2,99
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,09	2,35	2,53	2,28	2,99
Razón Ácida (veces)	1,37	1,48	1,77	1,56	1,97
Rotación de Inventarios (veces)	3,49	3,53	3,59	3,59	3,55
Promedio Días de Inventarios (días)	104,72	103,46	101,57	101,81	102,79
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,08	6,92	6,48	6,63	6,31
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	71,83	52,78	56,35	55,02	57,88
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,72	4,74	4,94	5,04	5,32
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	77,29	76,98	73,91	72,40	68,61
Diferencia de Días (días)	5,46	24,19	17,56	17,38	10,73
Ciclo Económico (días)	-99,26	-79,27	-84,01	-84,43	-92,06
Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,47	0,46	0,43	0,45	0,46
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,90	0,85	0,76	0,81	0,86
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,27	0,26	0,29	0,28	0,21
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,73	3,83	2,11	3,44	4,11
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,21	0,26	0,47	0,29	0,24
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,4%	60,5%	59,0%	61,0%	61,48%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	3,4%	0,5%	0,3%	0,4%	0,29%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,34	0,53	4,20	1,42	0,46
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto (%)	21,6%	19,9%	28,6%	19,6%	16,33%
Margen Neto (%)	1,6%	2,0%	8,3%	2,2%	0,04%
Rotación del Activo (%)	29,7%	34,7%	41,3%	37,3%	35,75%
Rentabilidad Total del Activo (%) ¹¹	0,6%	0,7%	3,6%	0,8%	0,02%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,6%	0,7%	3,5%	0,8%	0,01%
Inversión de Capital (%)	99,3%	97,1%	88,8%	92,5%	91,35%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,68	2,68	2,60	2,67	2,23
Rentabilidad Operacional (%)	3,5%	3,0%	9,3%	3,1%	1,45%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	1,1%	1,3%	6,3%	1,4%	0,03%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	69,3%	71,4%	64,1%	71,1%	73,27%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	78,4%	80,1%	71,4%	80,4%	83,67%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,5%	4,7%	4,1%	5,1%	4,87%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	5,7%	4,5%	12,8%	4,1%	2,02%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,3%	20,9%	29,3%	21,3%	19,41%
Otros indicadores	2016	2017	2018	2019	2019
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	4,7%	1,9%	3,0%	3,7%	1,56%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	19,3%	20,2%	22,1%	21,6%	21,41%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Capital sobre Patrimonio (%)	5,1%	5,0%	4,6%	4,8%	5,03%

¹¹ Activos en Ejecución Descontados.

"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."