



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Inversiones CMPC S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Álvaro Reyes
Antonio González
alvaro.reyes@humphreys.cl
antonio.gonzalez@humphreys.cl

FECHA
Mayo 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	AA
Tendencia	Estable
EEFF base	31 marzo 2022 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 456 de 14.03.2006
Línea de bonos	N° 570 de 16.03.2009
Serie F (BCMPC-F)	Primera emisión
Serie H (BCMPC-H)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 732 de 23.10.2012
Línea de bonos	N° 733 de 23.10.2012
Serie G (BCMPC-G)	Primera emisión
Serie M (BCMPC-M)	Segunda emisión
Línea de bonos	N° 927 de 27.02.2019
Serie N (BCMPC-N)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 928 de 27.02.2019
Serie O (BCMPC-O)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MUS \$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Ingresos de actividades ordinarias	5.146.657	6.275.000	5.670.353	5.287.272	6.323.176	1.730.051
Costo de ventas	-4.121.179	-4.477.928	-4.561.201	-4.424.072	-4.622.616	-1.259.646
Ganancia bruta	1.025.478	1.797.072	1.109.152	863.200	1.700.560	470.405
Gastos de administración y distribución	-469.388	-516.969	-535.770	-499.924	-555.320	-143.352
Cosos financieros	-219.486	-215.832	-191.671	-201.211	-217.025	-53.643
Ganancia	101.438	523.608	122.711	2.243	571.751	259.112
EBITDA	1.075.464	1.838.813	1.206.149	1.026.094	1.737.723	476.095

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2021. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2022 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 \$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	mar-22
Activos corrientes	3.341.349	3.893.906	3.622.871	3.565.480	4.222.517	4.630.838
Activos no corrientes	11.495.536	11.296.865	11.578.915	11.225.327	11.067.532	11.049.501
Total activos	14.836.885	15.190.771	15.201.786	14.790.807	15.290.049	15.680.339
Pasivos corrientes	1.423.724	1.481.660	1.501.709	1.192.597	2.259.155	2.155.292
Pasivos no corrientes	5.379.611	5.086.546	5.294.787	5.666.753	5.626.417	5.625.317
Total pasivos	6.803.335	6.568.206	6.796.496	6.859.350	7.885.572	7.780.609
Patrimonio	8.033.550	8.622.565	8.405.290	7.931.457	7.404.477	7.899.730
Total patrimonio y pasivos	14.836.885	15.190.771	15.201.786	14.790.807	15.290.049	15.680.339
Deuda financiera ²	4.116.218	3.875.230	4.146.852	4.217.207	4.624.019	4.704.742

Opinión

Fundamentos 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 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 2021, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US\$ 6.323 millones y un EBITDA de US\$ 1.737 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US\$ 1.191 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US\$ 4.624 millones y un patrimonio de US\$ 7.404 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 1,31 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 768 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un total de US\$ 3.385 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 4,4 millones de toneladas anuales de celulosa, le han permitido situarse como el segundo productor de celulosa a nivel global.

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

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\$ 1.388 millones en 2021.

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 68%) y su buen posicionamiento en la región de Latinoamérica, siendo el segundo productor en la región. Además, se destaca la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población de Chile y de los países donde opera. En la misma línea, destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la empresa lo que favorece y apoya, junto con sus canales de venta, a su elevada participación de mercado.

Las fortalezas estructurales de **Inversiones CMPC**, sumado al adecuado perfil de vencimiento de su deuda en relación con su capacidad de generación de flujos en el largo plazo, dan al emisor una fuerte capacidad para el pago de sus pasivos financieros, incluso teniendo en consideración la probabilidad de caídas abruptas en sus resultados producto de bajas significativas en el precio de la celulosa, dada la volatilidad propia de los *commodities*. En efecto, el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴ de la compañía, que asciende a US\$ 1.031 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\$ 676 millones (US\$ 341 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 46% 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

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 2021, como si sucede con el EBITDA).

particular, tal evento ya es capturado por la clasificación de riesgo, y no inhibe las fortalezas de largo plazo de la compañía.

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

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

Por otro lado, al considerar el grupo como un *holding* en el que Empresas CMPC, como se dijo más arriba, controla directa e indirectamente el 100% de la propiedad de **Inversiones CMPC**, y que ambas controlan, respectivamente, el 48,1% y 51,9% de CMPC Celulosa, el 0,1% y 99,9% de CMPC Papeles y 0,04% y 99,96% de CMPC *Tissue*, se aprecia que la deuda consolidada es baja respecto al probable valor de mercado de dichos activos. En consecuencia, bajo escenarios altamente extremos e hipotéticos, la sociedad tiene activos que facilitarían el refinanciamiento de deuda, si así fuere necesario (vía entrega de acciones garantía, apertura a bolsa, etc.).

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

La compañía, además, cuenta con un amplio acceso a fuentes de financiamiento, tanto a nivel internacional como nacional, a través de deuda financiera, o bien la colocación de instrumentos de oferta pública (bonos y acciones), que le permiten diversificar su fondeo y reducir su exposición a un solo tipo de acreedor.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por los riesgos asociados a los productores de bienes *commodity* que periódicamente están sujetos a *shocks* en precios, tomando en cuenta que gran parte de los ingresos proviene del segmento forestal. Por ejemplo, entre fines de 2018, año que el precio de la celulosa aumentó considerablemente, y, fines de 2019, el precio de fibra larga en Europa fluctuó entre US\$1.200/ton y US\$820/ton, esto es, una variación de más de 46%. Sin embargo, aun cuando la generación de flujos es determinada por el precio de la celulosa y, por lo tanto, en el futuro una caída de este precio podría significar una reducción de los ingresos y EBITDA de la compañía, las holguras que presenta la 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, entre otros aspectos, proteger el medio ambiente y el planeta.

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

Debido a las movilizaciones que se viven en la zona centro sur del país, la compañía decidió, en mayo de 2022, detener las operaciones en diversas plantas para no poner en riesgo la seguridad de sus colaboradores. Esto no tuvo mayor impacto, ya que las plantas estuvieron detenidas solo unos pocos días. Por otro lado, la menor producción de celulosa a nivel mundial ha tenido un efecto positivo en el mercado, provocando un alza de precios, contrarrestando los niveles más bajos de ventas que pudiese tener la empresa.

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 2021

En 2021, los ingresos de **Inversiones CMPC** llegaron a US\$ 6.323 millones, mostrando un aumento de 19,6% respecto de 2020, explicado principalmente por el segmento de celulosa, el cual tuvo ingresos por US\$ 3.428 millones, superior en un 32,1% a lo obtenido el año anterior dados los mayores precios de mercado de la celulosa.

Los costos de ventas, que a diciembre de 2021 fueron de US\$ 4.623 millones, exhibieron un alza de 4,5% respecto del año anterior. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 1.701 millones, superior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzó US\$ 863 millones, pasando de representar un 16,3% de los ingresos en 2020 a un 26,9% a diciembre de 2021.

Los gastos de administración y distribución alcanzaron los US\$ 555 millones, con un decrecimiento de 11,1% respecto del mismo periodo del año anterior, representando un 8,8% de los ingresos, menor a lo exhibido en 2020 donde alcanzaba un valor de 9,5%.

Dado esto, el EBITDA a diciembre de 2021 alcanzó US\$ 1.738 millones, lo que representó un alza de 69,4% con respecto de igual período de 2020.

Entre 2021 y 2022, la compañía realizó la adquisición de Carta Fabril S.A. e *Iguaçu Celulose, Papel S.A.*, con lo cual aumenta sus niveles de producción y participación de mercado en Brasil.

Definición de 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.

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 1,306 millones de hectáreas, que permiten plantaciones que totalizan alrededor de 768 mil hectáreas, de las cuales 48% corresponde a pino y 52% a eucalipto, localizados principalmente en Chile (63%), Brasil (30%) y Argentina (7%).

Más aún, la valorización de estos activos biológicos alcanza a US\$ 3.385 millones, valor que representa un 73% de la deuda financiera de **Inversiones CMPC**, que, a diciembre de 2021, alcanzaba a US\$ 4.624 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 9,7 miles de metros cúbicos al año en Chile y 7,6 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\$ 189/ton; como de fibra larga, que alcanza a US\$ 317/ton; que ha significado que la compañía se haya situado como el segundo productor mundial de celulosa de mercado⁵.

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\$ 2.196 millones al cierre del año 2021. 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.

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 Celulosa, 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 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

⁵ Fuente: Hawkins Wright, RISI (diciembre 2021).

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. También, la compañía ha obtenido financiamiento verde, cuyo fin es la mejora de la gestión sostenible. Asimismo, la empresa ha desarrollado proyectos para crear vínculos con las comunidades 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 51% 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.

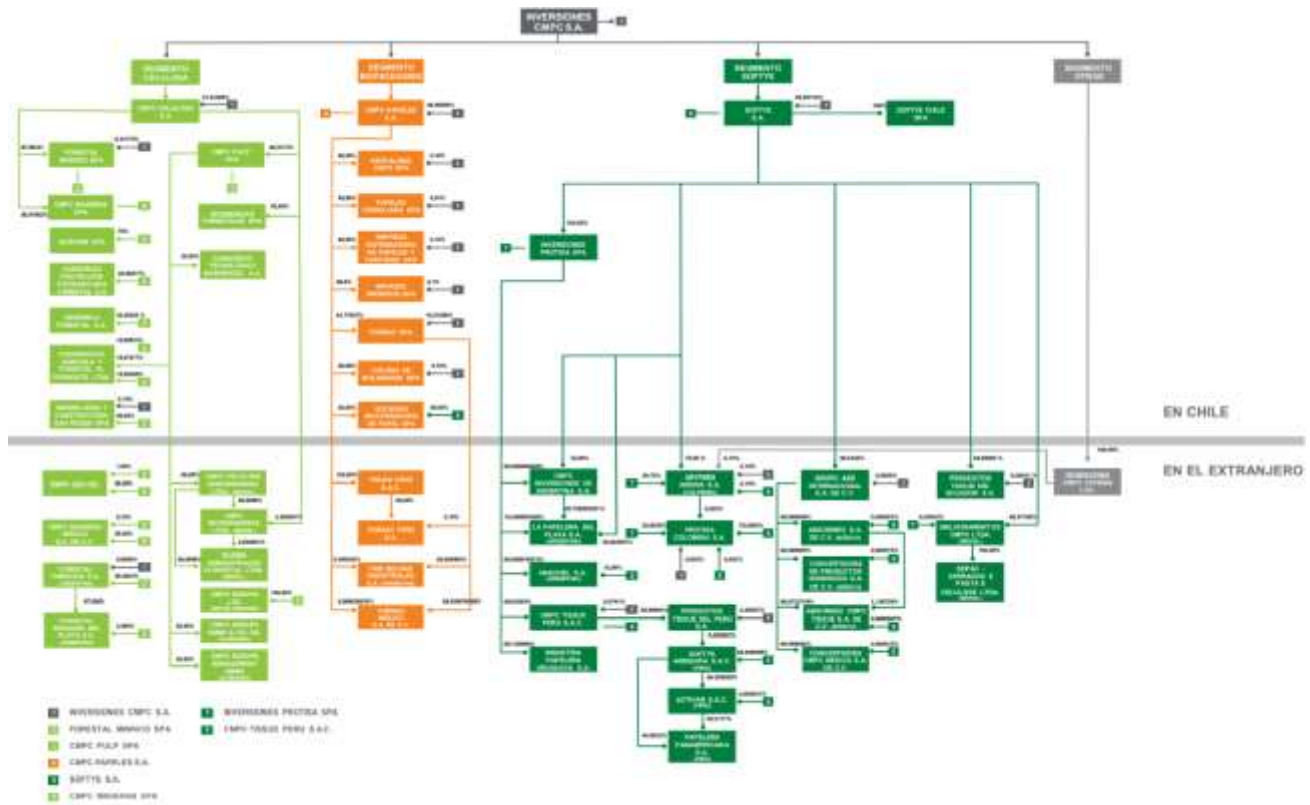
Antecedentes generales

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 51,93%, 99,90% y 99,96%, 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 cinco 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 de 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

⁶ Memoria 2021 Inversiones CMPC.

representado entre el 49% y 60% del total de la empresa; en caso del EBITDA este porcentaje ha variado entre 62% y 88%.

La línea *Softys* se posiciona como la segunda en importancia con una participación en los ingresos totales de un 36% promedio en los últimos cinco años, y de 20% en términos de EBITDA. En las Ilustraciones 1 y 2 se muestra la composición y evolución del ingreso y EBITDA, respectivamente, por líneas de negocio.

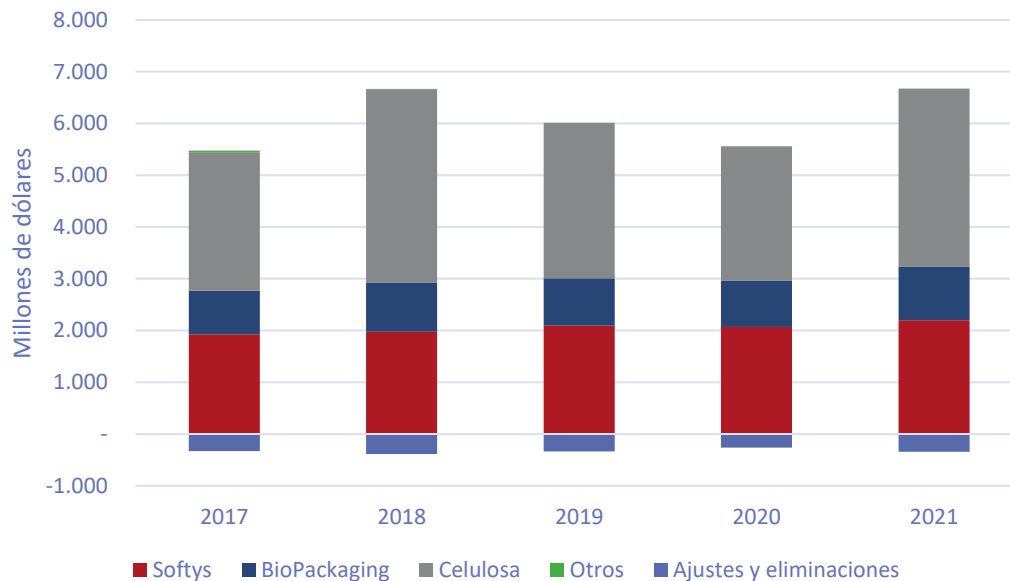


Ilustración 1: Estructura de ingresos por segmento⁷

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.

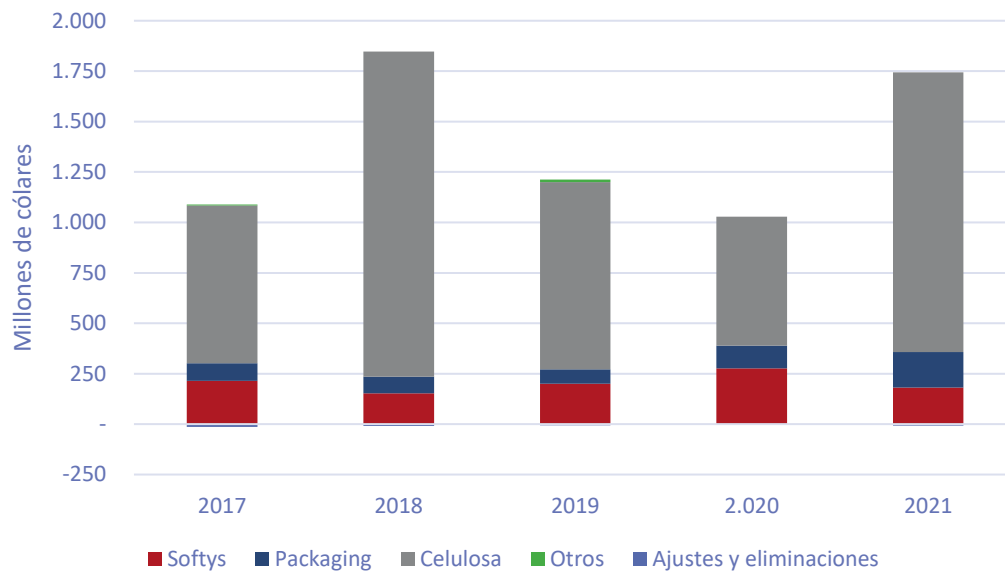


Ilustración 2: Estructura de EBITDA por segmento

En términos de destino, las ventas se han orientado crecientemente a Asia, zona que pasó de representar un 20% de los ingresos durante 2017, a 23% en 2021, 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 la tercera plaza con mayor participación de las ventas, fluctuando entre un 9% y un 12% de los ingresos totales de la compañía (Ver Ilustración 3).

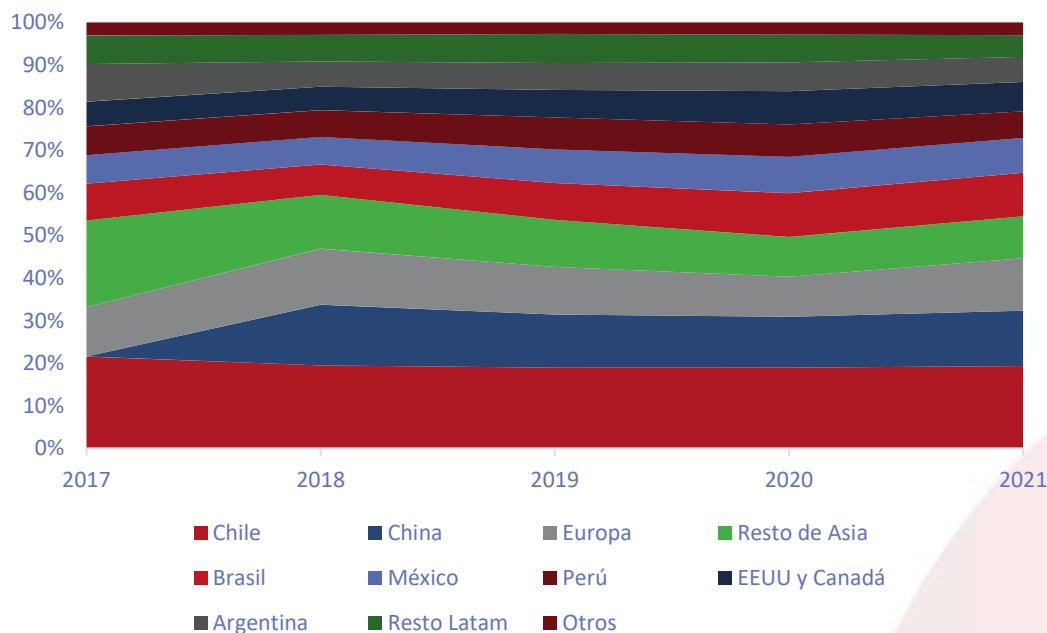


Ilustración 3: Estructura de ingresos por país

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 2021 los ingresos totales de **Inversiones CMPC** totalizaron US\$ 6.323 millones, que provinieron en un 49% del segmento Celulosa, en un 35% del negocio *Softys* y en un 16% de *Packaging*. En términos de EBITDA, durante 2021 alcanzó US\$ 1.738 millones, siendo Celulosa el segmento más relevante en términos de generación de flujos, toda vez que representó un 80% de ese monto, mientras que *Softys* significó 10% y *Packaging* otro 10%.

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 1.306 miles de hectáreas. Las plantaciones, por su parte, alcanzan 768 mil hectáreas, concentradas principalmente en Chile (63%), Brasil (30%) y Argentina (7%). La ilustración 4 muestra la trayectoria de las plantaciones de la compañía para el período 2017-2021.

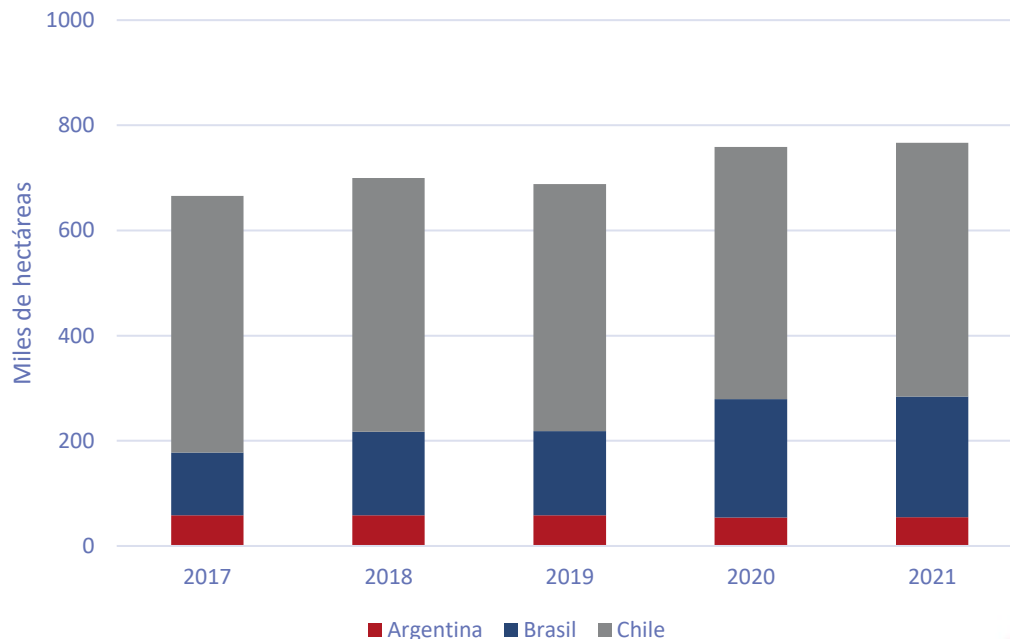


Ilustración 4: Plantaciones

Por su parte, la capacidad de producción de sus cuatro plantas de celulosa -Laja, Pacífico, Santa Fe y Guáiba- alcanza un total aproximado de 4,4 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 1,4 millones de m³.

Evolución de los ingresos y EBITDA

A diciembre de 2021, el segmento de celulosa representa aproximadamente el 49%⁸ de los ingresos totales de la compañía, generando US\$ 3.428 millones (US\$ 2.595 a diciembre de 2020); 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 aumento del 116,9% en 2021, alcanzando US\$ 1.388 millones (US\$ 640 millones a diciembre de 2020). Ello sucede, principalmente por el alza de los precios de celulosa durante el 2021, explicada por una menor oferta, que se prevé que se regularice durante el año 2022. Por otra parte, el margen EBITDA alcanzó un 40,5% durante 2021.

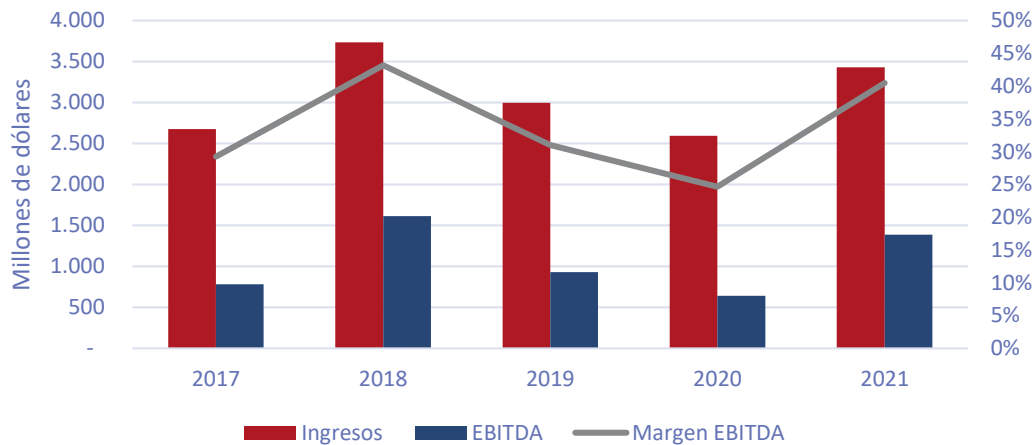


Ilustración 5: Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA Celulosa

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 2017-2021.

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

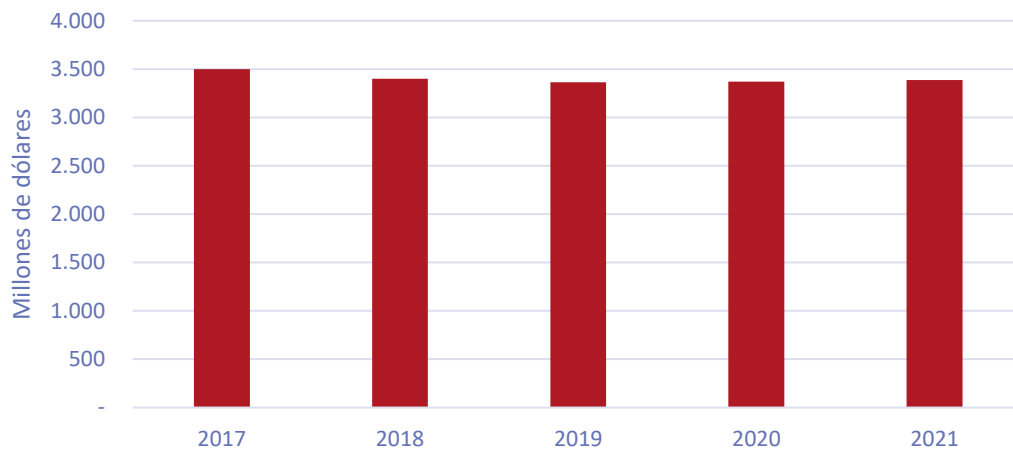


Ilustración 6: Activos biológicos

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

El segmento *Tissue* representa aproximadamente el 35% de los ingresos totales de la compañía, según datos a diciembre de 2021, generando US\$ 2.196 millones; dado esto, a igual fecha el EBITDA de este segmento exhibe un valor de US\$ 181 millones (US\$ 277 millones a diciembre de 2020). 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 8,2% al cierre de 2021.

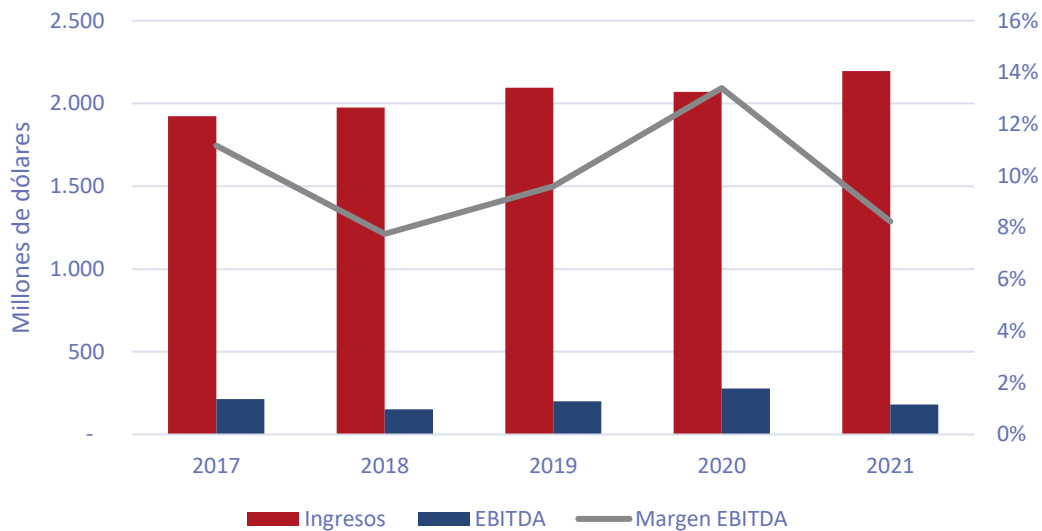


Ilustración 7: Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA Tissue

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 16% de los ingresos totales de la compañía, según datos a diciembre de 2021, generando US\$ 1.042 millones (US\$ 888 a diciembre de 2020), dado esto, a igual fecha, el EBITDA exhibe un valor de US\$ 176 millones (US\$ 112 millones a diciembre de 2020). El margen EBITDA alcanzó un 16,9% en 2021.

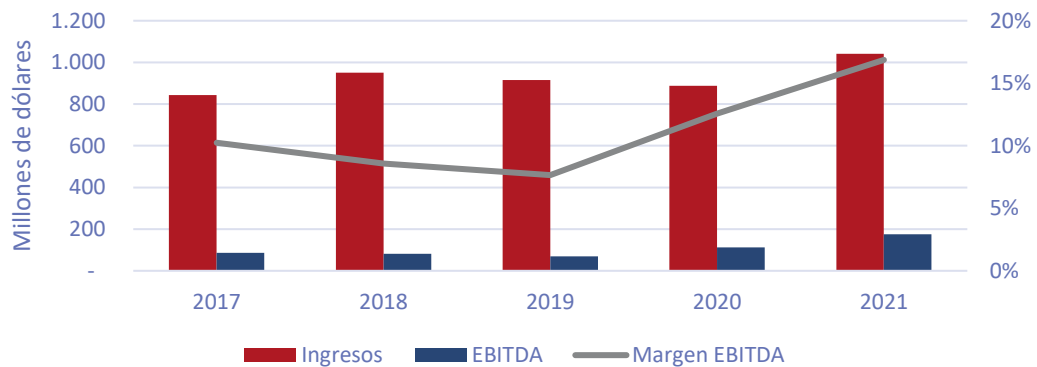


Ilustración 8: Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA Papeles

Precio de la Celulosa

A continuación, se muestra como ha fluctuado el precio promedio neto efectivo de exportación de la celulosa. La celulosa kraft 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 efecto positivo en 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 mantuvo durante 2020 producto de la pandemia, pero que se ha revertido durante el año 2021, dada la alta demanda por celulosa.

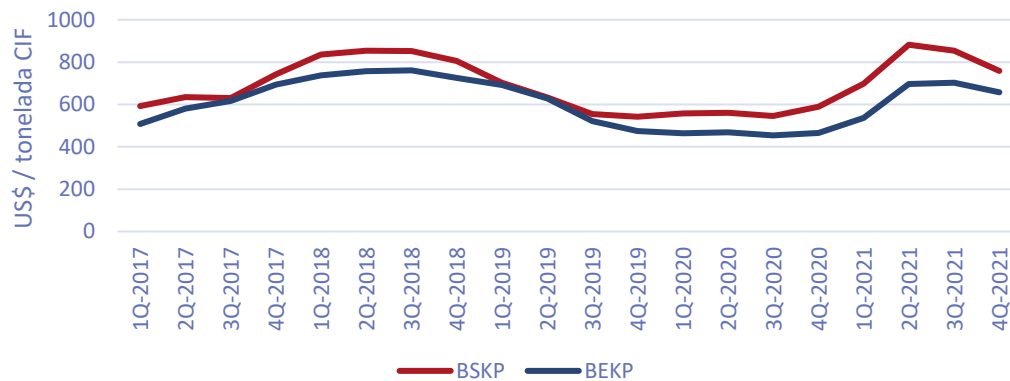


Ilustración 9: Evolución precio promedio de exportación celulosa

Análisis financiero⁹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Inversiones CMPC** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre diciembre de 2017 y diciembre de 2021.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Inversiones CMPC** exhiben un incremento de 19,6% entre 2020 y 2021, explicado principalmente por el precio de mercado de la celulosa que experimentó alzas durante el año 2021, con lo que se produjo una mejora en los ingresos del segmento.

Las ventas al mercado externo alcanzaron US\$ 5.100 millones, lo que representa un 81% de los ingresos totales de la compañía, manteniendo la relación respecto del año 2020. Asimismo, el alza de las ventas en el mercado nacional fue de 22%, en términos de ingreso, respecto a 2020, totalizando US\$ 1.223 millones.

Respecto al EBITDA, este presenta una tendencia similar a la de los ingresos, tal como se muestra en la Ilustración 10. El margen EBITDA ronda el 25% (27,5% a diciembre de 2021), observándose una relación directa con el precio de la celulosa, cuyos precios se ven más elevados en los años 2018 y 2021.

Por su parte, el flujo de actividades de la operación registra valores positivos durante todo el periodo de evaluación, llegando en 2021 a US\$ 1.191 millones, lo que representa un alza respecto de 2020 cuando alcanzó US\$ 767 millones.

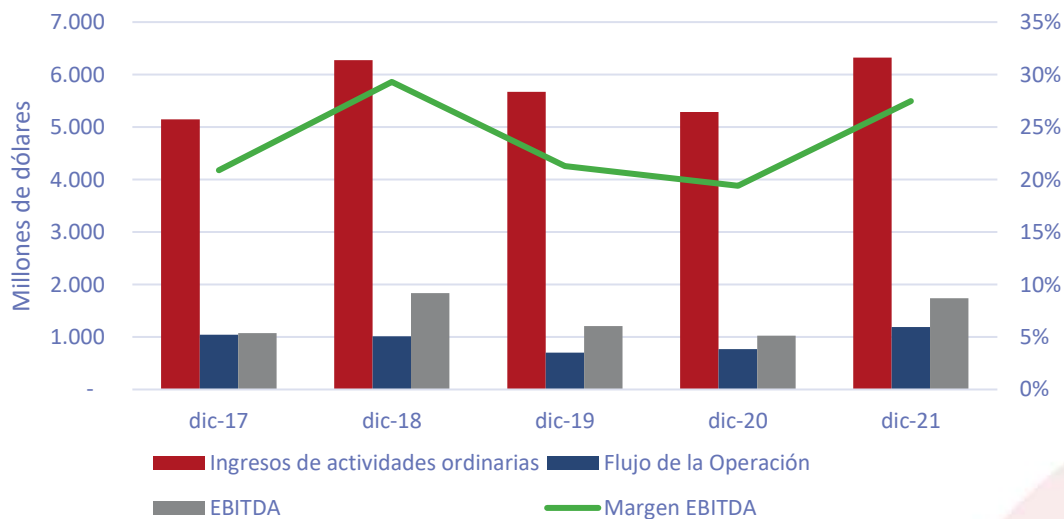


Ilustración 10: Ingresos totales, flujo, EBITDA y margen EBITDA

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.

Evolución del endeudamiento

A diciembre 2021, la deuda financiera consolidada de **Inversiones CMPC** ascendió a US\$ 4.624 millones, aumentando 9,6% respecto de 2020.

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 (FCLP¹⁰), muestran una tendencia decreciente hasta el año 2018, debido al incremento de los flujos en los últimos periodos y a la disminución de la deuda. A diciembre de 2021, la deuda financiera sobre el FCLP es de 4,5 veces, levemente inferior a lo exhibido en diciembre de 2020. Respecto al ratio deuda financiera sobre EBITDA este alcanza, en la misma fecha, valores de 2,7 veces (4,1 en 2020).

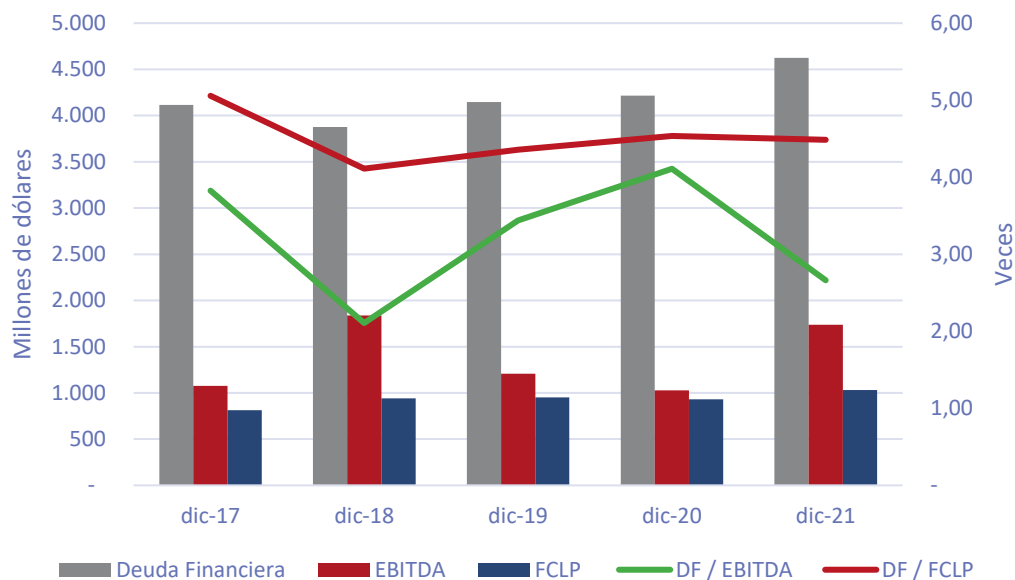


Ilustración 11: Endeudamiento relativo

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 refinanciamiento producto de las holguras de flujos que debieran producirse los años siguientes (dado que el precio de la celulosa es variable).

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.

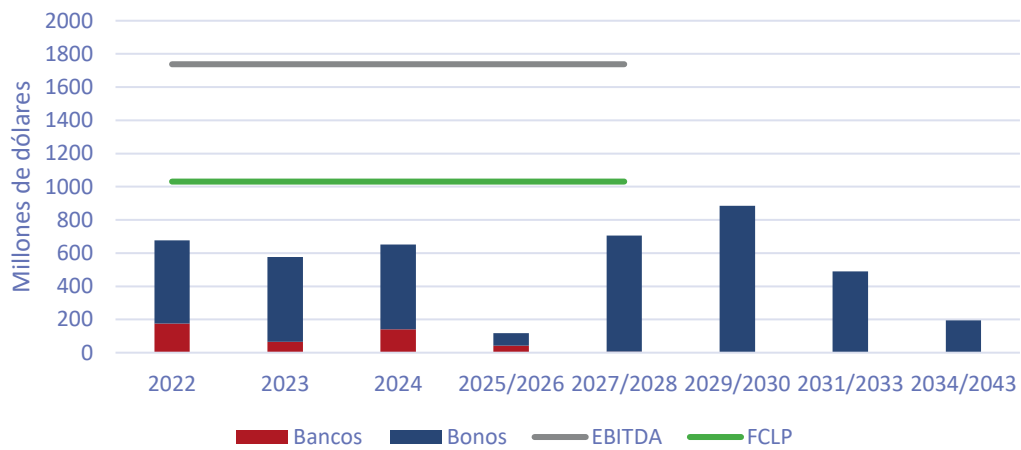


Ilustración 12: Calendario de vencimiento actual

Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez, medida como razón corriente, a diciembre de 2021 mostró una disminución, pasando de 2,99 veces a 1,87 veces, bajando por primera vez en los últimos años de 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.

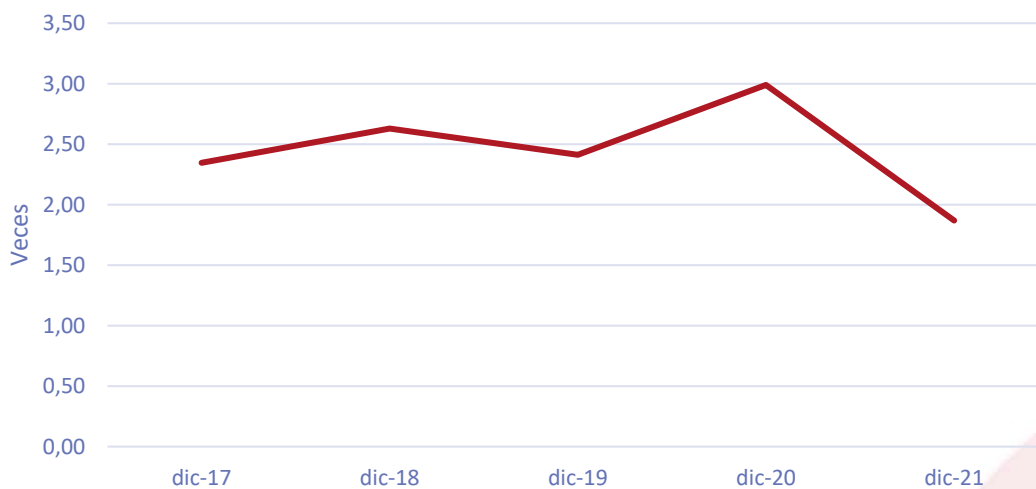


Ilustración 13: Evolución liquidez

Activos productivos y deuda individual

Dado el carácter de *holding* de **Inversiones CMPC** (ya 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 disímiles (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.).

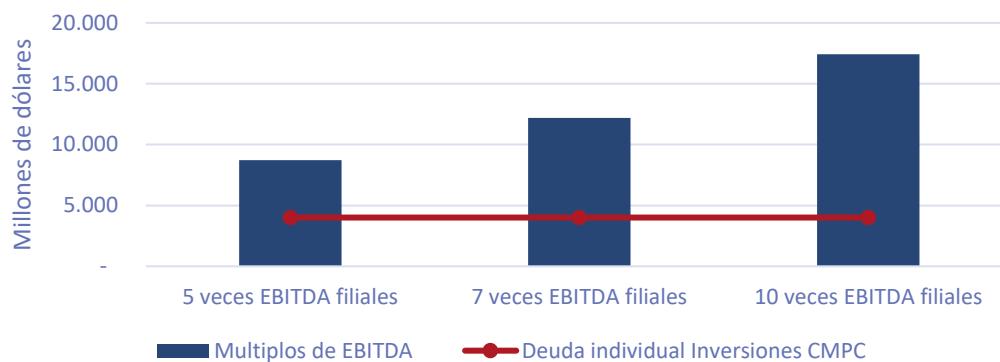


Ilustración 14: Valor económico estimado

Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad muestran una contracción el año 2020, dada la menor utilidad registrada por menores precios de mercado de la celulosa. En los años 2018 y 2021 se observan rentabilidades elevadas, también en relación a los mayores precios de la celulosa. Para el año 2021 la rentabilidad del activo, operacional y sobre patrimonio son de 3,8%, 8,6% y 7,5%, respectivamente, como se muestra en la Ilustración 15.

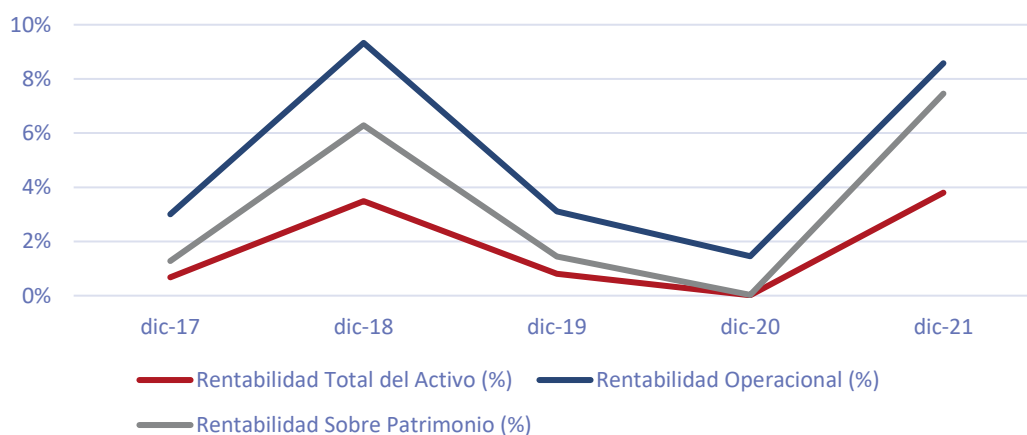


Ilustración 15: Evolución rentabilidad

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez (veces)	1,40	1,56	1,41	1,36	1,53
Razón Circulante (Veces)	2,35	2,63	2,41	2,99	1,87
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,35	2,53	2,28	2,99	1,87
Razón Ácida (veces)	1,48	1,77	1,56	1,97	1,29
Rotación de Inventarios (veces)	3,53	3,59	3,59	3,55	3,66
Promedio Días de Inventarios (días)	103,46	101,57	101,81	102,79	99,63
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,92	6,48	6,66	6,31	5,76
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	52,78	56,35	54,84	57,88	63,41
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,74	4,94	5,04	5,32	4,75
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	76,98	73,91	72,40	68,61	76,86
Diferencia de Días (días)	24,19	17,56	17,56	10,73	13,45
Ciclo Económico (días)	-79,27	-84,01	-84,25	-92,06	-86,18
Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021
Endeudamiento (veces)	0,46	0,43	0,45	0,46	0,52
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,85	0,76	0,81	0,86	1,06
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,26	0,29	0,28	0,21	0,40

Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,83	2,11	3,44	4,11	2,66
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,26	0,47	0,29	0,24	0,38
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,50%	59,00%	61,01%	61,48%	58,64%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,52%	0,34%	0,37%	0,29%	4,25%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,53	4,20	1,42	0,46	4,21
Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto (%)	19,93%	28,64%	19,56%	16,33%	26,89%
Margen Neto (%)	1,97%	8,34%	2,16%	0,04%	9,04%
Rotación del Activo (%)	34,69%	41,31%	37,30%	35,75%	41,35%
Rentabilidad Total del Activo (%) ¹¹	0,70%	3,59%	0,83%	0,02%	3,87%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,68%	3,49%	0,81%	0,01%	3,80%
Inversión de Capital (%)	97,10%	88,76%	90,34%	91,35%	95,76%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,68	2,60	2,67	2,23	3,22
Rentabilidad Operacional (%)	3,00%	9,33%	3,11%	1,45%	8,58%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	1,27%	6,29%	1,44%	0,03%	7,46%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	71,37%	64,07%	71,11%	73,27%	65,29%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	80,07%	71,36%	80,44%	83,67%	73,11%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,65%	4,07%	5,08%	4,87%	4,60%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	4,52%	12,83%	4,11%	2,02%	12,26%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,90%	29,30%	21,27%	19,41%	27,48%
Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,90%	3,03%	3,74%	1,56%	1,73%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	20,25%	22,11%	21,64%	21,41%	18,67%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,02%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	4,97%	4,63%	4,75%	5,03%	5,39%

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."