

## Empresa con elevada liquidez para soportar crisis por covid-19

### **Humphreys mantiene clasificación "Categoría AA" a bonos de Inversiones CMPC S.A.**

---

Santiago, 23 de junio de 2020. **Humphreys** decidió mantener la clasificación de los bonos emitidos por **Inversiones CMPC S.A. (Inversiones CMPC)** en "Categoría AA", con tendencia "Estable".

En relación con la crisis asociada al Covid-19, en opinión de esta clasificadora, **Inversiones CMPC** posee una sólida posición de liquidez, considerando sólo su nivel de caja, lo cual capacita a la compañía para resistir los meses venideros de crisis. Lo anterior, se ve reforzado al tener líneas de crédito disponibles con diversos bancos. La clasificadora, salvo en períodos acotados, no estima fuertes caídas en sus flujos, dado que no se espera una disminución en la demanda por celulosa ni tampoco una fuerte caída en sus precios (considerando que éstos ya han tendido a la baja), sin embargo, podría tener impactos puntuales principalmente por la mayor dificultad en la distribución. El segmento *Softys* produce insumos de primera necesidad, sector en que ha aumentado la demanda en el último tiempo, por la necesidad de la población de abastecerse, sin embargo, se espera que esto se normalice en los próximos meses (con caídas en las ventas en períodos acotados producto de la restricción al desplazamiento de las personas). Con todo, es esperable que la crisis se refleje en los resultados de la compañía, sin que por ello denote 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 al mantener una liquidez elevada (sobre las 2 veces, medida como razón corriente) y vencimientos de deuda reducidos en relación con la generación de flujos bajo escenarios normales.

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 1,19 millones de hectáreas, que han posibilitado una plantación de alrededor de 690 mil hectáreas, principalmente en Chile, Brasil y Argentina. Además, sus activos biológicos están valorizados por un valor de US\$ 3.363 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 4,1 millones de toneladas anuales de celulosa, le han permitido situarse como el cuarto productor de celulosa a nivel global.

En forma complementaria, 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*<sup>1</sup> en la producción tanto de celulosa de fibra corta como de fibra larga a nivel mundial.

En consecuencia, la capacidad instalada del emisor, sumado a las ventajas climatológicas del país, favorecen la competitividad de la empresa lo que se manifiesta en su buen posicionamiento de mercado dentro de la industria de celulosa y la elevada importancia de los flujos generados por esta línea de mercado, que en términos de EBITDA alcanzó los US\$ 929 millones en 2019.

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

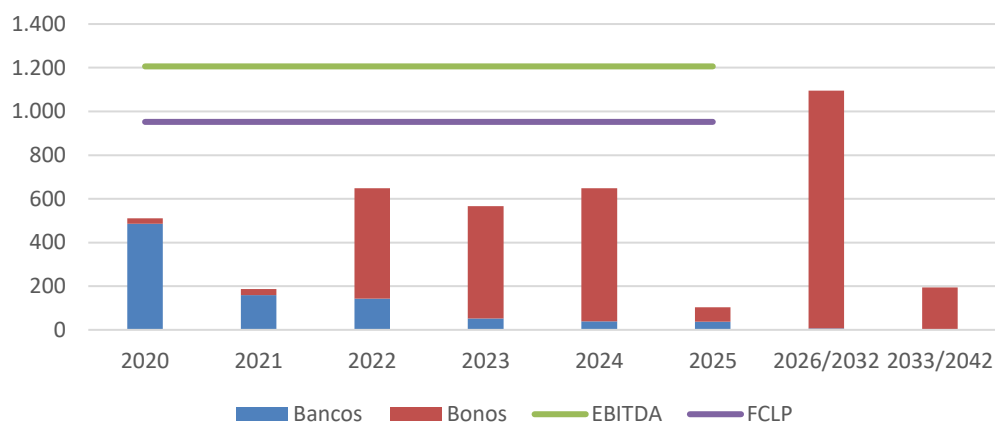
---

<sup>1</sup> Medido como US\$/Tonelada CIF en China.

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)<sup>2</sup> de la compañía, que asciende a US\$ 952 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\$ 649 millones (US\$ 290 millones en promedio para los próximos 13 años).

Ilustración 1  
**Calendario de Vencimientos**  
 (US\$ millones. 2020 - 2025)



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 37% 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%). Las características del balance, en cuanto a su liquidez, atenúan el eventual riesgo de bajas en el precio de la celulosa, más allá que el perfil de vencimiento de la deuda favorece las posibilidades de refinanciamiento ante eventuales reducciones puntuales en la generación de caja. En resumen, el hecho que la volatilidad del precio de la celulosa podría, ocasionalmente, afectar los resultados de la empresa en un año en particular, tal evento ya es capturado por la clasificación de riesgo, y no inhibe las fortalezas de largo plazo de la compañía.

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

<sup>2</sup> 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 2019, como si sucede con el EBITDA).

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 controla directa e indirectamente el 100% de la propiedad de **Inversiones CMPC**, y que ambas controlan, respectivamente, el 48,1% y 51,9% de CMPC Celulosa, el 0,1% y 99,9% de CMPC Papeles y 0,05% y 98,5% de CMPC *Tissue* se aprecia que la deuda consolidada es baja respecto al probable valor de mercado de dichos activos. En consecuencia, bajo escenarios altamente extremos e hipotéticos, la sociedad tiene activos que facilitarían el refinanciamiento de deuda, si así fuere necesario (vía entrega de acciones garantía, apertura a bolsa, etc.).

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

La compañía, además, cuenta con un amplio acceso a fuentes de financiamiento, tanto a nivel internacional como nacional, a través de deuda financiera, o bien la colocación de instrumentos de oferta pública (bonos 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 empresa le permitirían sortear un escenario transitorio de bajos precios. De esta manera, caídas puntuales de los precios no afectarán necesariamente la clasificación de riesgo.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por los riesgos asociados a los productores de bienes *commodity* que periódicamente están sujetos a *shocks* en precios, tomando en cuenta que gran parte de los ingresos proviene del segmento forestal. En efecto, entre fines de 2018 y 2019 el precio de la celulosa 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.

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

Finalmente, dada la operación de la compañía en diversos países, existe el riesgo de descalce de sus flujos denominados en dólares, tanto ingresos, costos y gastos; respecto de aquellos denominados en otras monedas. Asimismo, existiría riesgo de un eventual descalce entre los activos y pasivos del estado de situación financiera. No obstante, la compañía administra estos

descalces a través, por ejemplo, de operaciones de cobertura mediante derivados (en el caso de las ventas a Europa de cartulinas y maderas), en tanto que las empresas dedicadas al negocio de *tissue*, dado que los ingresos son recibidos en moneda local, toma parte de su deuda en la misma denominación.

La tendencia de la clasificación se califica como "Estable" ya que, en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

**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. 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.

A marzo de 2020, los ingresos de **Inversiones CMPC** alcanzaron los US\$ 1.348 millones, mostrando una baja de 7,0% respecto del primer trimestre de 2019. Por su parte, los costos de ventas exhibieron un aumento de 3,3%. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 195 millones (US\$ 333 millones en 2019), lo que representa un 14,4% de los ingresos del periodo.

Los gastos de administración y distribución fueron de US\$ 135 millones, con una disminución de 0,2% respecto del mismo periodo del año anterior, representando un 10,0% de los ingresos. Dado esto, el EBITDA a marzo 2020 alcanzó US\$ 232 millones, lo que representó una caída de 32,3% con respecto al periodo enero - marzo de 2019. La pérdida fue de US\$ 123 millones, producto de los resultados negativos obtenidos de los segmentos Celulosa y *Softys*, aunque compensado parcialmente por el segmento *Biopackaging*, lo que en su conjunto arrojó una pérdida antes de impuestos de US\$ 9 millones, a lo que se suma el efecto de impuestos a las ganancias por US\$ 114 millones.

#### Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Categoría
Líneas de bonos		AA
Bonos	BCMPC-F	AA
Bonos	BCMPC-H	AA
Bonos	BCMPC-I	AA
Bonos	BCMPC-J	AA
Bonos	BCMPC-K	AA
Bonos	BCMPC-G	AA
Bonos	BCMPC-L	AA
Bonos	BCMPC-M	AA
Bonos	BCMPC-N	AA
Bonos	BCMPC-O	AA

Contacto en **Humphreys**:

Alejandra Bravo C. / Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: [alejandra.bravo@humphreys.cl](mailto:alejandra.bravo@humphreys.cl) / [carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 - Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200- Fax (56) 22433 5201  
E-mail: [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".