

# CMPC (CMPC:CI)

*Favorables condiciones de demanda evitarían una abrupta corrección en precios de celulosa.*

Asignamos recomendación Sobreponderar para las acciones de CMPC con un precio objetivo 2018E de \$2.550 /acción, equivalente a un retorno esperado total (incluyendo dividendos) de 13,9% para los próximos 12 meses. Hemos revisado al alza nuestra proyección para precios de la celulosa, ante mejores perspectivas en China y economías desarrolladas. A lo anterior se suma la reincorporación de Guaíba II y la consecuente normalización del cash-cost de celulosa (menores días de paralización).

- Expansión de la demanda podría igualar la nueva oferta de fibra corta.** El 2017, la demanda por fibra corta habría crecido aproximadamente 1.450 Mton, mientras que las adiciones de capacidad neta lo hicieron por -230 Mton debido a paralizaciones no esperadas e integración vertical. **Las perspectivas para el 2018 consideran una corrección en precios por mayor oferta, sin embargo, estimamos que dicha corrección podría ser menor a lo considerado inicialmente.** Fibria, líder de mercado, continúa incrementando precios (Enero y Febrero), aunque productores de papeles y tissue en China han ofrecido resistencia a los últimos incrementos, así, precios de celulosa estarían cerca de sus máximos por lo que esperamos que la corrección inicie en el 2T18. Incorporamos una corrección de US\$100 dólares por tonelada, de manera paulatina durante el 2018. Estimamos que la oferta se expandirá 2.930 Mton (principalmente Horizonte II y OKI). **La demanda en Europa se ha mantenido estable y los crecimientos se explican gracias a China.** Nuevas capacidades en papeles y tissue en China han impulsado positivamente la demanda proveniente de ese país, a esto se suma los precios del algodón (máximos de 3 años) y restricciones al uso de papeles reciclados favorecen la sustitución por celulosa de mercado. Estimamos que favorables perspectivas de demanda en China se mantendrán el año 2018 y el crecimiento de la demanda por fibra corta (2.215 Mton gracias a nuevas capacidades de papeles y tissue instaladas en China principalmente) podría absorber gran parte de la capacidad de los proyectos Horizonte II y OKI, lo que se traduciría en una corrección de precios menor a lo esperada por el mercado. En 2019 hacia adelante, no hay otros proyectos de magnitud similar que entren en operación, por lo que hasta el 2021 las expectativas son favorables. **De esta manera, nuestro modelo incorpora precios promedios realizados de fibra corta para CMPC el 2018 y el 2019 de US\$ 680/Mton y US\$ 640/Mton respectivamente, y un spread softwood-hardwood de aproximadamente US\$ 60 en precios realizados.**

- Expansión en flujos de negocio de celulosa provendrían principalmente de mayores precios promedios 2018 vs 2017, factor que sería impulsado por mejores volúmenes y normalización del cash-cost por menores días de mantención (ver figura 1).** Durante el 4T17 y parte del 2018 será posible reconstruir inventarios e incrementar las ventas gracias a menores días de paralización en las plantas. A largo plazo, asumimos volúmenes anuales de 2.786 Mton de fibra corta y 646 Mton de fibra larga, lo que es consistente con una variación nula en los inventarios (se alcanza inventario de equilibrio y tomamos en cuenta que hay que abastecer de celulosa al segmento de tissue) y con las capacidades nominales de producción (incorporando los días de mantención anual correspondiente a cada planta). Así, la recuperación en resultados sería notoria el presente año. **Con todo, estimamos que Ebitda 2018E y 2019E alcanzaría US\$ 1.570 millones y US\$ 1.448 millones, respectivamente.**

## SOBREPONDERAR

**Precio Objetivo 2018E: \$2.550**

Precio cierre (02.03.2018): \$2.248

Upside: 13,4%

Resumen Actualización			
Recomendación	Sobreponderar		
Riesgo	Medio		
Precio Actual	2.248		
Precio Objetivo 2018 (\$)	2.550		
Precio Objetivo ADR 2018 (US\$)	-		
Rango Precio 52 Semanas	1.449-2.388		
Retorno Esperado Precio	13,4%		
Retorno Esperado Dividendo	0,5%		
<b>Retorno Esperado Total</b>	<b>13,9%</b>		
Información Bursátil			
Rentabilidad Acción YTD	7,5%		
Market Cap (MMUS\$)	8.726		
Free Float	45%		
Ticker Bloomberg	CMPC CI		
DATV (MMUS\$)	5,4		
ADR (Conversión)	-		
Ratios Bursátiles			
	2017E	2018E	2019E
UPA (US\$)	0,06	0,18	0,13
P/U 12 M	64,3	21,0	28,4
B/L 12 M	1,1	1,2	1,2
EV/Ebitda 12 M	10,4	8,0	8,7
EV/Ventas 12M	2,3	2,2	2,2
FCF Yield	8,2%	10,5%	9,2%
Dividend Yield	-	0,5%	1,4%
Dividendo/Acción (US\$)	-	0,02	0,05

Fuentes: Bloomberg; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa



Fuentes: Bloomberg; Equity Research – Bci Corredor de Bolsa

**Valorización:** Asignamos una recomendación Sobreponderar, con un P.O. 2018E de \$2.550/acción. Nuestra valorización mediante DCF contempla un WACC de 7,9%

- **Plan de inversiones incorporado en nuestra valorización contempla US\$500 millones para el período 2018 en adelante, de los cuales, la administración ha manifestado que los principales proyectos serían nuevas plantas de Tissue en Brasil y México.** A largo plazo incorporamos una nueva planta de Tissue cada 2 años (de manera gradual), adicionando capacidades en países cuyo factor de planta se acerque a 100% por una mayor demanda proveniente de crecimiento demográfico y mayor consumo per cápita (ver figura 2).
- **Mejoras en capital de trabajo y mayor Ebitda posibilitarán un favorable desapalancamiento del balance.** Esperamos que el ratio se sitúe en la parte baja de la política financiera gran parte del año (2,5x – 3,5x) e incluso termine en torno a 2,1x, entregando holgura para financiar nuevos proyectos (ver figura 3).
- Múltiplo EV/Ebitda trailing se encuentra en 12,2x, nivel relativamente alto, sin embargo, estimamos EV/Ebitda forward de 8,0x debido a un fuerte Ebitda 2018E, lo que daría espacio para alzas en el precio de la acción en búsqueda de nuestro precio objetivo. Adicionalmente, noticias de posible consolidación de empresas en Brasil y una consecuente menor competitividad en precios, junto a un menor atractivo de retorno en dólares (reciente apreciación CLP) abrió una brecha en múltiplos respecto a sus comparables (ver figura 4)
- **Dada la importancia que el precio de la celulosa de fibra corta tiene en la valorización de CMPC, hemos incorporado sensibilizaciones de precio objetivo tomando en cuenta distintos niveles para el activo subyacente** (ver recuadro abajo) y como supuesto de trabajo, fijamos un spread de US\$ 60 con la celulosa de fibra larga (precio China) al largo plazo.

Escenarios/Precio F. Corta China (US\$)	2018	2019	2020	LP	P.O (\$)
Bull	730	690	730	670	<b>2720</b>
Base	680	640	700	650	<b>2550</b>
Bear	620	600	660	630	<b>2270</b>

Con todo, mantenemos una recomendación de **Sobrepoderar el papel de CMPC, con un precio objetivo \$2.550 /acción, lo que implica un retorno total esperado de 13,9% en un horizonte de 12 meses.**

### Riesgos

(+,-) Retrocesos/incrementos en precios de la celulosa más allá de los incorporados en nuestro modelo de valorización, específicamente en la fibra corta, dada la alta dependencia de CMPC en el precio de esta.

(+) Cambio en mix geográfico: Mayores ventas a Asia en búsqueda de mejores precios de corto plazo impulsarían resultados 2018.

(+,-) Decisiones corporativas y/o cambios en la temporalidad de expansiones de oferta.

(+) Esfuerzos para reducir Capex y capital de trabajo por debajo a nuestro escenario base.

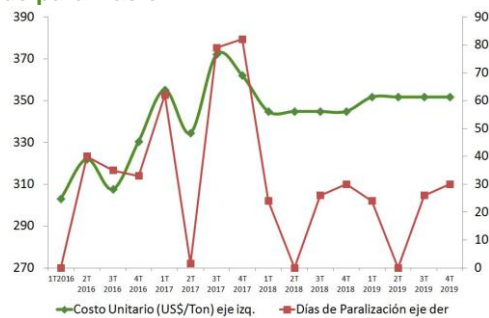
(+) Consolidación de la industria implique una mayor disciplina en la oferta, y por ende mejores precios de celulosa

Fernando Errázuriz A.  
fernando.errazuriz@bci.cl

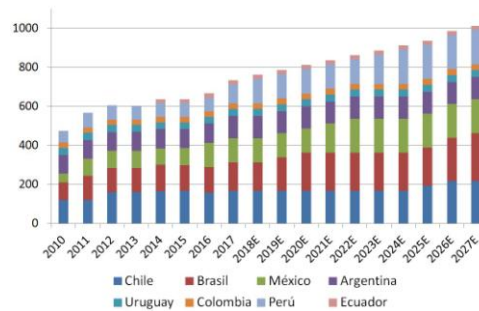
Marcelo Catalán G.  
marcelo.catalan@bci.cl

05 de Marzo 2018

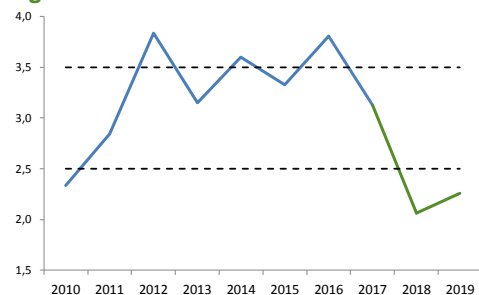
**Figura 1: Costo Unitario celulosa y días de paralización.**



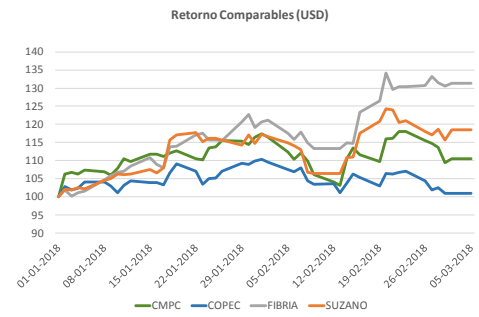
**Figura 2: Expansiones en Tissue (Capacidad de conversión MTon año).**



**Figura 3: Evolución DFN/Ebitda**



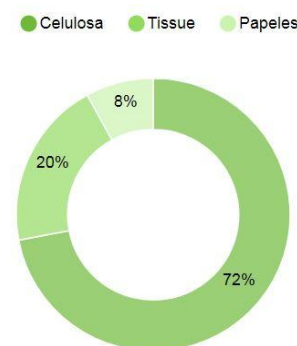
**Figura 4: Ytd comparables celulosa (retorno en dólares)**



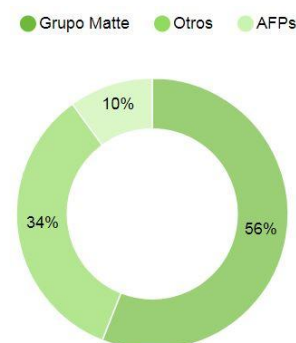
## Principales proyecciones

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Datos Operacionales</b>				
Ebitda Celulosa+Forestal	632	843	1.294	1.142
Ebitda Tissue	242	228	191	222
Ebitda Papeles	110	98	96	100
Otros y Ajustes y Eliminaciones	-18	-13	-10	-11
<b>Estado de Resultados (MMUS\$)</b>				
Ingresos Ordinarios	4.866	5.143	5.676	5.766
<b>Resultado Operacional</b>	<b>359</b>	<b>524</b>	<b>938</b>	<b>794</b>
Margen Operacional	7,4%	10,2%	16,5%	13,8%
<b>Ebitda</b>	<b>966</b>	<b>1.156</b>	<b>1.571</b>	<b>1.453</b>
Margen Ebitda	19,9%	22,5%	27,7%	25,2%
<b>Ganancia Controladores</b>	<b>-17</b>	<b>146</b>	<b>447</b>	<b>331</b>
Margen Neto	-0,4%	2,8%	7,9%	5,7%
<b>Utilidad por Acción (US\$)</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,06</b>	<b>0,18</b>	<b>0,13</b>
<b>Tasas de Crecimiento Estimadas</b>				
Ventas	0,5%	5,7%	10,4%	1,6%
Ebitda	-12,7%	19,6%	36,0%	-7,5%
Ganancia Controladores	-	-	206,9%	-26,1%
UPA	-	-	206,9%	-26,1%
<b>Balance (MMUS\$)</b>				
Activos Corrientes	3.185	3.479	3.693	3.578
Activos no Corrientes	11.674	11.942	12.021	12.212
<b>Total Activos</b>	<b>14.860</b>	<b>15.420</b>	<b>15.715</b>	<b>15.789</b>
Pasivos Corrientes	1.287	1.827	1.672	1.616
Pasivos no Corrientes	5.597	5.480	5.532	5.473
<b>Total Pasivos</b>	<b>6.884</b>	<b>7.307</b>	<b>7.204</b>	<b>7.089</b>
Patrimonio	7.976	8.114	8.511	8.700
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>14.860</b>	<b>15.420</b>	<b>15.715</b>	<b>15.789</b>
<b>Flujo de Caja Consolidado (MMUS\$)</b>				
Ebit	359	524	938	794
(-) Impuesto	107	157	280	237
<b>NOPAT</b>	<b>252</b>	<b>367</b>	<b>658</b>	<b>557</b>
(+) Depreciación	568	578	599	625
(-) Inversión	535	530	500	503
(-) Inversión en K de Trabajo	0	-82	-5	56
<b>Flujo de Caja Proyectado</b>	<b>286</b>	<b>498</b>	<b>761</b>	<b>624</b>
<b>Ratios</b>				
<b>Solvencia</b>				
Leverage	0,9	0,9	0,8	0,8
Deuda Fin. Neta/Ebitda	3,8	2,9	2,1	2,3
Cobertura de Intereses	4,6	5,2	6,9	6,1
Deuda Corriente/Deuda Total	0,19	0,25	0,23	0,23
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	-0,2%	1,8%	5,5%	4,1%
ROA	-0,1%	0,9%	2,8%	2,1%
ROCE	2,9%	4,1%	7,5%	6,4%

### Figura 5: Desglose Ebitda 2017E



### Figura 6: Estructura de Propiedad



Fuente: Reportes compañía, reportes industria, BCI Equity Research, Bloomberg.

### Descripción Empresa

CMPC se encuentra en la industria P&P en Latinoamérica, mediante la producción de Celulosa, Papeles, Tissue y Productos Forestales. Sus principales activos forestales se encuentran localizados en Chile, Brasil y Argentina. Ingresos el 2017 totalizarían US\$5.143 millones y principales fuentes de expansión de corto y mediano plazo se encuentran representadas por su negocio de Celulosa y Tissue.

**Equity Research**  
**BCI Corredor de Bolsa**

Pamela Auszenker, CFA  
**Subgerente Equity Research**  
pamela.auszenker@bci.cl

Marcelo Catalán  
**Jefe Equity Research**

*Eléctrico*  
marcelo.catalan@bci.cl

Verónica Pérez  
**Analista Senior**  
*Retail*  
veronica.perez@bci.cl

Francisco Domínguez  
**Analista**  
*Bancos y Eléctrico*  
francisco.dominguez@bci.cl

Fernando Errázuriz  
**Analista**  
*Commodities, Forestal y Sanitarias*  
fernando.errazuriz@bci.cl

Fernando Domeyko  
**Analista**  
*Bebidas, TI, Telecom y Transporte*  
fernando.domeyko@bci.cl

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Equity Research - BCI Corredor de Bolsa

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el upside potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.