



F I T R E S E A R C H

PELAYO GUMUCIO  
pgumucio@fit.cl  
JUNIO 2003

CMPC

REPORTE TRIMESTRAL 1Q 2003

## RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN

A pesar que el año 2002 fue un año complicado para Cmpc por su exposición en Argentina en productos de consumo masivo, su agilidad y adaptabilidad permitió que el margen operacional no se viera afectado en ese período. En el futuro esperamos buenas noticias para la compañía por mejores precios en dólares de los productos tissue, mayores ventas físicas de celulosa por ampliación de la planta Pacífico. Junto con ello, las menores pérdidas no operacionales por cierta estabilidad del peso argentino ayudarán a disminuir las pérdidas por este concepto durante el año. Pero sin lugar a dudas, el mayor impacto para la compañía será la recuperación del precio internacional de celulosa y la construcción de la nueva planta de celulosa, hechos que impactarán significativamente las utilidades y los márgenes de la compañía. Tomando en cuenta estos antecedentes, reforzamos nuestra recomendación de COMPRA.

## PERSPECTIVAS DE LARGO PLAZO

Cmpc tiene buenas perspectivas de crecimiento en sus distintas áreas por mejoras de precio y nuevas inversiones. A continuación se muestran las perspectivas de los principales productos de la compañía:

**CELULOSA:** Nuestra expectativa es que las compras de China ayudarán a mantener precios cercanos a los actuales en lo que resta del año, considerando que China consume cerca del 11% del total mundial. La disciplina de los productores Norscan más las compras de China, nos hacen estimar un precio de cierre para el año 2003 entre 541-575 US\$/Ton, es decir, un rango de 3% superior e inferior al precio actual de la celulosa que durante el año ha subido un 27%. Para el próximo año nuestras expectativas son mejores, estimamos un precio promedio entre 590-613 US\$/Ton.

**TISSUE:** Durante el año 2002 las filiales extranjeras de tissue sufrieron importantes caídas en precio debido a la devaluación del peso argentino (73%) y uruguayo (47%), Consideramos que Cmpc sorteó de muy buena forma la difícil situación Argentina, logrando tener EBITDA positivo con un acertado cambio del mix de productos. Creemos que las perspectivas de la filial tissue mejorará gradualmente, principalmente, por mejores perspectivas de la economía Argentina, ya que al menos el producto no tendrá una caída del 15% durante el presente ejercicio, sino que el crecimiento del producto será muy cercano a cero, además de la mayor eficiencia operacional lograda en este tiempo de crisis y el incrementando paulatino de los precios en dólares auguran mejoras en las ventas de la filial tissue.

**INVERSIONES:** Cmpc una planta elaboradora de cartón corrugado con capacidad de 30.000 Ton/año. En otra área de negocio –celulosa- Cmpc comenzó a producir 90.000 toneladas anuales adicionales, con esto incrementó su capacidad de producción a 1.135.000 toneladas anuales. Por otro lado, Cmpc compró en febrero de 2003 las 59.000 hectáreas pertenecientes a Shell en US\$ 100 millones como base patrimonial para el mayor proyecto de inversión de Cmpc en los próximos años, -la nueva planta de celulosa-. Inversión por US\$ 800 millones para la construcción de las instalaciones de la nueva planta que comenzará su operación el año 2007.

## UTILIDAD 1Q 2003

La utilidad del primer trimestre de 2003 fue de \$ 33.132 millones, lo que representa un incremento de 706% con respecto al mismo período del año pasado, incremento que se explica por las mejoras operacionales y la estabilización del peso argentino que impactó positivamente el resultado no operacional.



CMPC	Precio 03-06-2003	Precio Objetivo	Política Dividendo	Dividend Yield	Mkt. Cap. (MMUS\$)	E.V. (MMUS\$)
COMPRAR	Ch\$ 7.600	Ch\$ 8.860	40,0%	3,33%	1.837,20	2.529,22

Ratios	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E	CPA 2003-07
SPS	3.988,79	4.216,35	4.439,18	4.919,26	5.215,42	5.777,67	7,41%
P/S	1,38X	1,47X	1,43X	1,54X	1,46X	1,32X	
EBITPS	868,91	635,02	665,11	895,11	1.099,92	1.438,73	13,57%
P/EBIT	6,33X	9,76X	9,55X	8,49X	6,91X	5,28X	
EBITDAPS	1.263,05	1.051,15	1.093,86	1.316,60	1.529,83	1.874,04	11,27%
P/EBITDA	4,35X	5,90X	5,81X	5,77X	4,97X	4,06X	
EPS	589,98	306,39	333,21	618,39	767,97	1.049,19	14,66%
P/E	9,32X	20,24X	19,06X	12,29X	9,90X	7,24X	
CFPS	1.036,99	859,16	872,73	1.043,34	1.222,81	1.509,41	11,76%
P/CF	5,30X	7,22X	7,28X	7,28X	6,22X	5,04X	

Indices	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E
EV/Ingresos	1,89X	1,99X	1,94X	2,06X	1,94X	1,75X
EV/EBITDA	5,98X	8,00X	7,87X	7,70X	6,62X	5,41X
P/BV	0,71X	0,71X	0,67X			
ROIC	8,46%	5,32%	5,12%	6,39%	7,81%	10,21%
ROE	7,62%	3,53%	3,52%	6,43%	7,99%	10,91%
D/(P+IM)	0,41X	0,39X	0,38X			
EBITDA/DF CP	1,83X	1,80X	1,55X			

SPS: Ventas por Acción  
 EBITPS: Resultado Operacional por Acción  
 EBITDAPS: Flujo de Caja Operacional por Acción  
 EPS: Utilidad por Acción  
 CFPS: Flujo de Caja por Acción  
 EV: Economic Value

EBITDA: Flujo de Caja Operacional  
 ROIC: Retorno Sobre Capital Invertido  
 ROE: Retorno Sobre Patrimonio  
 D/(P+IM): Deuda / Patrimonio + Interes Minoritario  
 DF CP: Deuda Financiera Corto Plazo  
 P/BV: Precio/Valor Libro

**DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA**

NOMBRE	Empresas CMPC
PRESIDENTE	Eliodoro Matte
GTE. GENERAL	Arturo Mackenna Iñiguez
NEMOTÉCNICO	CMPC

**PROPIEDAD**

56%	Grupo Matte
12%	AFP's
32%	Otros

**PRINCIPALES FILIALES**

100%	Forestal Mininco S.A.
100%	CMPC Celulosa S.A.
100%	CMPC Papeles S.A.
100%	CMPC Tissue S.A.
100%	CMPC Productos de Papel S.A.
81.95%	Inforsa S.A.

**LIQUIDEZ**

200,000,000	Acciones
-------------	----------



## DESCRIPCIÓN SECTOR

SECTOR  
FORESTAL

Chile es considerado un país forestal porque tiene una superficie cubierta por bosque de 15,6 millones de hectáreas, lo que representa el 20,7% del territorio continental de Chile. El 87% del recurso boscoso del país (13,4 millones de ha) es bosque nativo y el 12,4% (2,2 millones de ha) corresponde a plantaciones, de las cuales el 75% corresponde a pino radiata, 17% a eucalipto y el 8% restante a otras especies. A pesar que el bosque nativo constituye el mayor recurso boscoso del país, la economía forestal de Chile se sustenta casi en un 90% en las plantaciones de pino y eucalipto. Algunos informes parciales indican que existen a lo menos 3 millones de hectáreas susceptibles de forestar con pino radiata, eucalipto u otras especies alternativas.

Las exportaciones forestales el año 2001 tuvieron un retorno total de US\$2.205 millones, lo que representa un 13% de participación en el monto total exportado por Chile. A julio de 2002, las exportaciones habían totalizado US\$1.289 millones. A continuación se muestra un cuadro con los montos exportados totales y el peso que tienen los principales productos exportados.

	1997	1998	1999	2000	2001
Pulpa química	38%	42%	39%	47%	39%
Madera Aserrada	12%	11%	9%	8%	8%
Molduras	5%	7%	9%	6%	8%
Astillas	8%	8%	7%	6%	7%
Madera elaborada	4%	4%	6%	6%	7%
Papeles y cartones	5%	6%	6%	6%	7%
Tableros y chapas	6%	5%	6%	5%	7%
Papel para periódico	4%	4%	4%	4%	5%
Trozas pulpables	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Total (MMUS\$ FOB)</b>	<b>1.830</b>	<b>1.661</b>	<b>1.971</b>	<b>2.365</b>	<b>2.206</b>

Fuente: INFOR

La pulpa química ha sido lejos el principal producto exportado en el sector forestal, el cual ha representado, en promedio, 41% de los envíos totales. En el futuro, existirán algunas transformaciones porque las astillas perderán terreno paulatinamente y los tableros aumentarán su participación a partir del ejercicio 2002 en los envíos totales. Los principales destinos de las exportaciones forestales el año 2002 fueron Estados Unidos, Japón y China concentrando el 46,4% de las exportaciones sectoriales.

PRINCIPALES  
PRODUCTORES  
DE CELULOSA

CMPC es uno de los principales productores de celulosa a nivel mundial, el cual tiene una capacidad de 1.135 miles de toneladas desde noviembre de 2002, de las cuales cerca del 80% fueron vendidas al mercado internacional, el resto fueron ventas inter-filiales para la elaboración de papeles y productos Tissue. A continuación se muestra un cuadro con los principales productores de celulosa a nivel mundial:

Rank.	Compañía	LOCALIDAD	CAPACIDAD (Mton)	CAP. MUNDIAL (%)
1	Weyerhaeuser	Usa/Canadá	2.300	5,5%
2	International Paper	Usa	2.250	5,4%
3	Tembec	Canadá	2.100	5,0%
4	Georgia-Pacific	Usa	2.000	4,8%
5	Aracruz	Brasil	1.980	4,7%
6	Sodra	Suecia	1.900	4,5%
7	Stora-Enso	Finlandia/suecia	1.465	3,5%
8	Celarauco	Chile/Argentina	1.450	3,5%
9	Canfor	Canadá	1.180	2,8%
10	Cmpc	Chile	1.135	2,7%
11	Parsons&Whittemore	Usa	1.125	2,7%

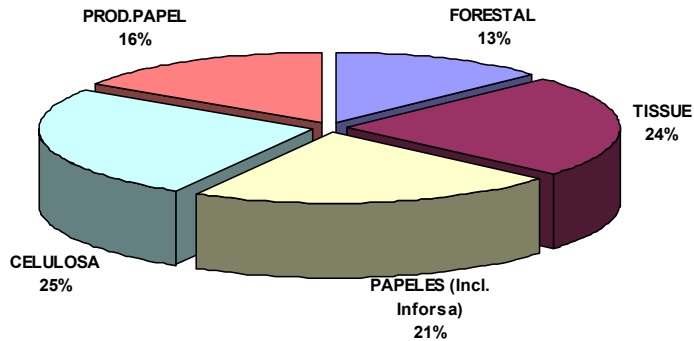
Fuente: Paperloop, Hawkins&amp;wright, FIT Research



### DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN

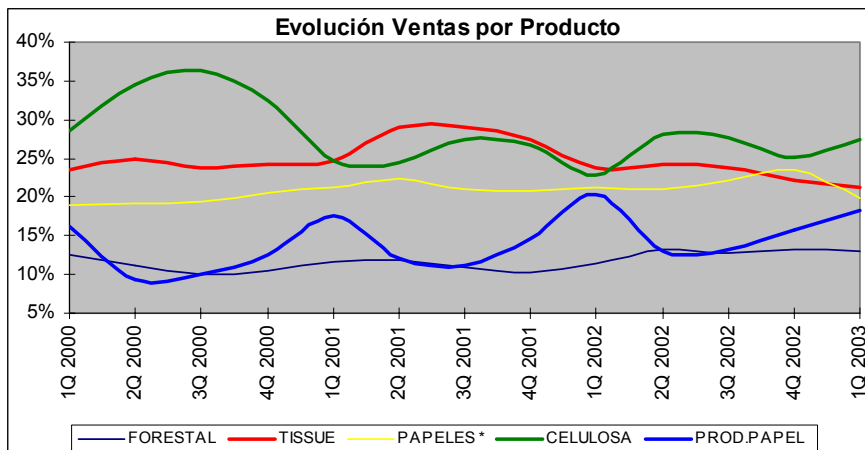
CMPC es una empresa líder en la producción de celulosa y productos Tissue en latinoamericano, sus ventas el año 2002 totalizaron US\$1.235 millones. Además, CMPC es la empresa forestal chilena con mayor integración vertical, lo que le permite sortear de mejor manera las oscilaciones del precio internacional de la celulosa. A continuación se muestra un gráfico con el mix de productos de CMPC el año 2001.

Distribución Ventas Según Producto el 2002



Durante el año 2002 los productos Tissue tuvieron una participación casi similar a la celulosa debido que la caída de precios en dólares en el mercado argentino se contrarrestó con el bajo nivel de precios internacionales de la celulosa. Las filiales productos de papel, tissue utilizan celulosa como materia prima, lo que permite aminorar las oscilaciones en los márgenes operacionales de la compañía. De hecho cerca de 250.000 toneladas de celulosa son vendidas a sus filiales para la elaboración de productos con mayor grado de elaboración. A continuación se muestra un gráfico con la evolución de las ventas por área de negocio de CMPC.

Evolución Ventas por Producto



#### CMPC FORESTAL

Por medio de la filial forestal Mininco Crecex, CMPC tiene un patrimonio de 635 mil hectáreas, donde 433 mil están plantadas con pino y eucalipto. En Chile es propietario de 537 mil hectáreas de terreno, donde posee 378 mil hectáreas plantadas con pino, eucalipto y otras especies, mientras en Argentina tiene 54 mil están forestadas con pino y eucalipto. Además, Mininco tiene bajo su dominio los aserraderos Bucalemu (240.000 m<sup>3</sup>/año), Mulchen (200.000 m<sup>3</sup>/año) y Nacimiento (260.000 m<sup>3</sup>/año), además, la planta de remanufacturas de Los Angeles (80.000 m<sup>3</sup>/año).



- CMPC CELULOSA** El área celulosa del holding CMPC tiene una capacidad global de 1.165.000 toneladas anuales. La planta de Laja tiene una capacidad de 325.000 toneladas anuales, donde se elabora principalmente celulosa de fibra larga blanqueada, también produce fibra corta y fluff. Además tiene una capacidad de 81.000 toneladas de papel para imprimir y escribir (P&W paper). La planta Pacífico tiene una capacidad ampliada recientemente de 500.000 Ton./año de celulosa blanqueada de fibra larga. Por otro lado, la planta de Santa Fe (340.000 Ton./año) elabora celulosa de fibra corta. En función del mix utilizado de celulosa se elaboran distintos tipos de papeles con propiedades físico-mecánicas diferentes. Con la celulosa de fibra corta se fabrican papeles más finos y absorbentes pero menos resistentes como ciertos papeles para escribir y Tissue, mientras con la celulosa de fibra larga se elaboran papeles más corrientes y resistentes como el papel de embalaje. No obstante, en la fabricación de papel es necesario utilizar un mix con ambas clases de fibra en función del tipo de papel que se elabora para lograr papeles con características físico-mecánicas adecuadas. Los usos más típicos de la celulosa son la fabricación de papeles de impresión y escritura, especiales, sanitarios, periódico y embalaje.
- CMPC PAPELES** La filial papeles esta conformada por CMPC Cartulinas con las plantas de Maule (180.000 Ton/año) y Valdivia (40.000 ton/año). Además posee la filial Papeles Cordillera que tiene una planta en Puente alto (77.000 Ton/año) de *printing&writing paper* y de embalaje. Esta filial también incluye a Inforsa, empresa líder en la fabricación de papel periódico en Chile, la cual en 1999 llevaron a cabo un plan de mejoramiento (Calidad 2000) que le permitió mejorar su calidad, ampliar su capacidad a 200.000 toneladas anuales y disminuir los costos directos en la producción de papel periódico en la planta de Nacimiento.
- CMPC TISSUE** Esta filial fabrica y comercializa productos tissue en Chile, Argentina, Perú y Uruguay. En Chile tiene dos plantas con una capacidad global de 85 mil toneladas anuales. En Argentina tiene una capacidad de 100.000 Ton/año, mientras en Perú y Uruguay tienen una capacidad de 12.000 y 18.000 Ton/año, respectivamente.
- CMPC PRODUCTOS DE PAPEL** A través de Envases Impresos S.A fabrican cajas de cartón corrugado en las plantas de Quilicura, Buin y Roble Alto con una capacidad global de 160.000 toneladas al año. Además la filial PROPA tiene una planta en Chillán que produce 110.000 unidades de sacos multiwall, que son utilizados para el envasado de cemento, harina, azúcar y otros productos que requieren envases muy resistentes. Además, a través de Productos Austral S.A., la compañía elabora y distribuye cuadernos y productos de oficina.



## EVOLUCIÓN DEL PRECIO CELULOSA Y INVENTARIOS NORSCAN

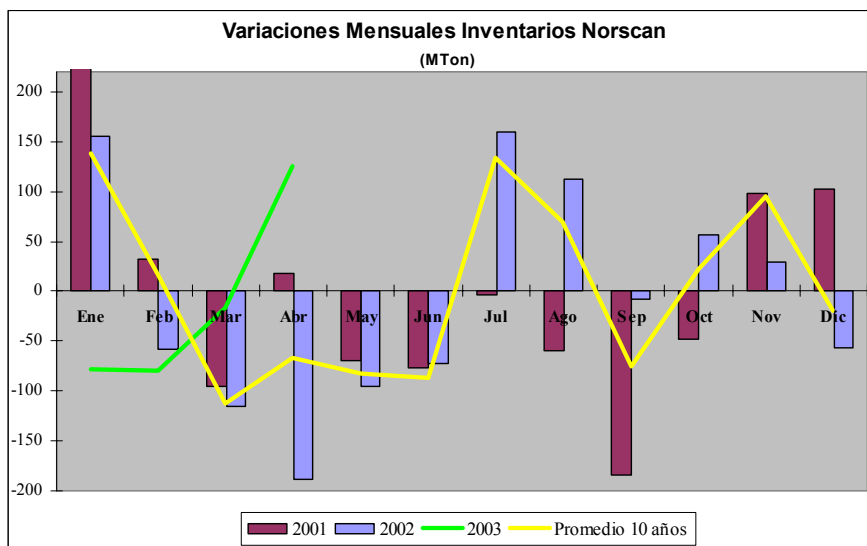
La celulosa es el producto que tiene mayores ventajas competitivas con respecto a otros productores mundiales de este commodity, especialmente la celulosa de fibra larga dado que la tasa de crecimiento de las plantaciones de pino radiata en Chile crecen a un promedio cercano a 22m<sup>3</sup>/Ha/año, por lo cual se requiere menor cantidad de años para cosechar el bosque (18-22 años en comparación con los 40-60 años en países del hemisferio norte). También la cercanía a los puertos y plantas que, en promedio, no distan más de 100 km a la redonda incrementa las ventajas naturales existentes en nuestro país. Junto con ello, el menor valor de la mano de obra ayuda aún más a incrementar las ventajas con otros productores del hemisferio norte. A continuación se muestra un cuadro con los costos de producción de Cmpc comparados con Finlandia, Estados Unidos y Canadá.

Costos Producción	Arauco	CMPC-BHKP	CMPC-NBSK	Finland	US South	BC Coast
Wood	100	100	100	199	122	207
Chemicals	37	34	39	34	49	50
Energy		24	9	6	15	38
<i>Variable costs</i>	137	158	148	239	186	295
Labour	15	17	12	33	64	76
Other	21	37	36	26	54	79
<i>Fixed Costs</i>	36	54	48	59	118	155
<b>Operating Costs</b>	<b>189</b>	<b>212</b>	<b>196</b>	<b>298</b>	<b>304</b>	<b>450</b>
Freight to NW Europe	48	42	42	35	66	43
Sales and Marketing	17	24	23	8	10	12
<b>T.Cash Operating Costs</b>	<b>238</b>	<b>278</b>	<b>261</b>	<b>341</b>	<b>380</b>	<b>505</b>

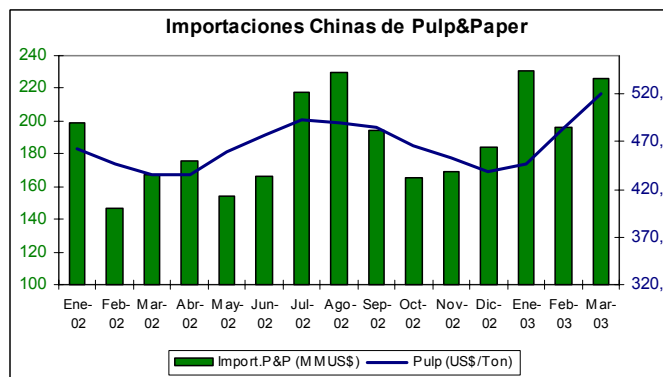
Fuente: Paperloop, Hawkins&wright, 20-FCAC, FIT Research

En el caso de los costos de producción de la celulosa de fibra corta, CMPC es menos competitivo que los productores de Brasil e Indonesia, no obstante, continúa siendo más competitiva que los productores del hemisferio norte. En el mediano plazo, CMPC reducirá el diferencial que se produce con los países más competitivos disminuyendo las compras a terceros y reemplazándolas por plantaciones propias genéticamente mejoradas (se necesita menor volumen de madera para obtener una tonelada de celulosa) más eficientes de Eucaliptus Globulus y Nitens.

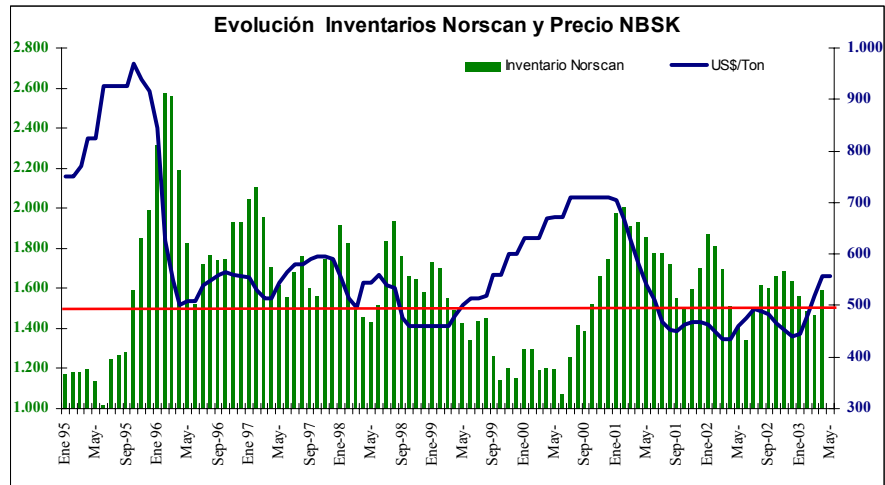
Los inventarios Norscan (Canadá, Estados Unidos, Suecia, Finlandia y Noruega) son clave para estimar las variaciones en los precios de la celulosa mundial y definir el ciclo de la celulosa para ambos tipos de celulosa –fibra larga (NBSK) y corta (BHKP). A continuación se muestra un gráfico con las variaciones mensuales de los inventarios de celulosa:



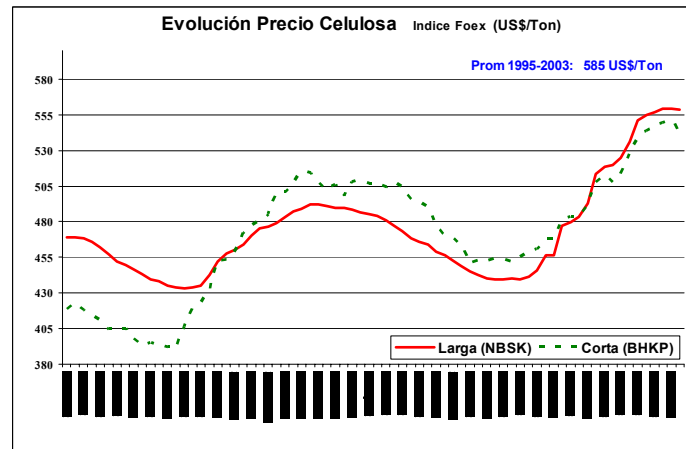
Las variaciones mensuales del presente año han tenido un comportamiento muy distinto al registrado en los últimos diez años, debido a l mayores compras desde China de celulosa, país que representa el 11% del consumo mundial de este commodity y la producción industrial creció el primer trimestre a una tasa del 15%, aún no se sabe el impacto real que tendrá el SARS en las exportaciones de China. A continuación se muestra un gráfico con la relación del precio de la celulosa y las importaciones de celulosa por parte de China:



A continuación se muestra un cuadro donde se ve la evolución del precio de la celulosa y los inventarios Norscan, los cuales han crecido dada la menor demanda existente y el empeoramiento de los ratios analizados anteriormente

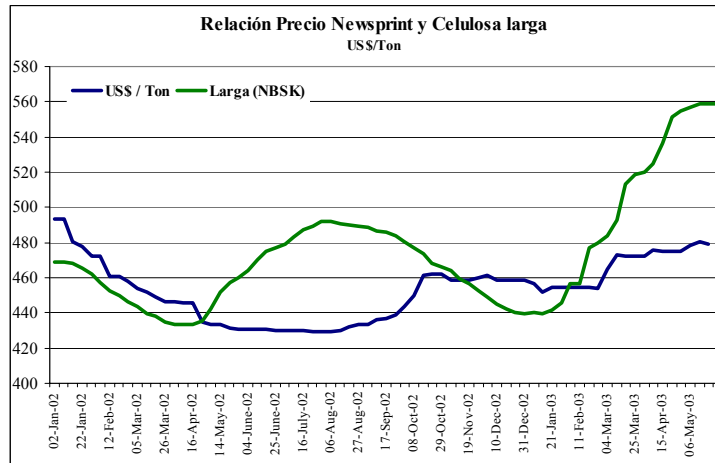


Los inventarios de celulosa durante los primeros meses del año han disminuido por las fuertes compras de China y la estabilidad de producción de los productores Norscan, lo cual ha impactado positivamente el precio del commodity, donde la celulosa de fibra larga ha subido un 27% durante el ejercicio 2003, mientras la celulosa corta lo ha hecho en un 20% en el mismo período. En el siguiente gráfico se puede apreciar el desempeño del precio de ambos tipos de celulosa desde el año 2002 en adelante.



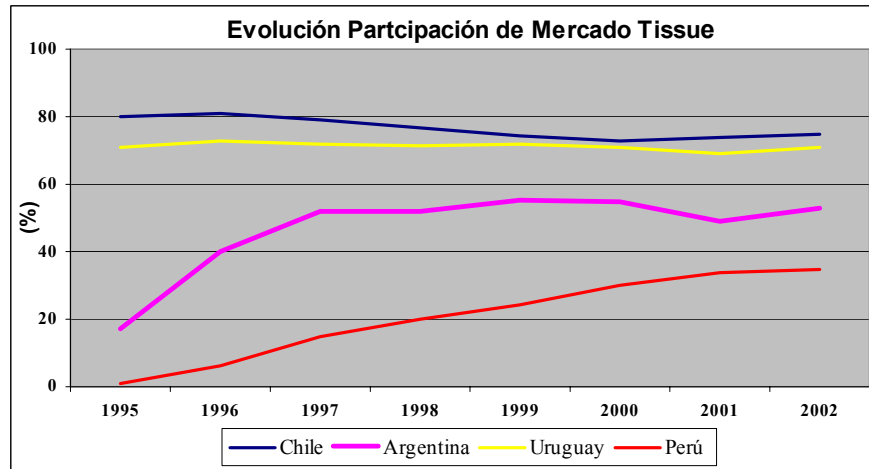
### EVOLUCIÓN NEWSPRINT

El precio del papel periódico durante este año ha subido un 4,9%, llegando a finales de mayo a 478 US\$/Ton, lo que representaba un incremento de 11% con respecto al mismo período del año pasado. Hay que considerar que la celulosa utilizada para la fabricación de papel de diario es la celulosa mecánica, la cual tiene características muy distintas a la celulosa química y su desempeño no está tan correlacionado con el precio de este commodity. Sin embargo, su comportamiento en el mediano-largo plazo se rige por el comportamiento del precio de la celulosa y el crecimiento económico mundial. Es por esto que las curvas del gráfico no tienen una correlación tan cercana como se esperaría en el corto plazo.



TISSUE

La división Tissue en la última década ha cuadruplicado su capacidad de producción diversificando sus países de destino en sudamericana (mercado objetivo). La filial Tissue representó el año 2002 el 24% de las ventas totales de la compañía. En el contexto sudamericano, CMPC es un participante líder en el mercado de los productos Tissue como se muestra en el siguiente gráfico:



CMPC tiene una capacidad de 215.000 Ton/año, repartida en Argentina (100.000 Ton/año), Chile (85.000 Ton/año), Perú (12.000 Ton/año) y Uruguay (18.000 Ton/año). Cmpc en cada país tiene sus plantas lo más cerca de los centros de consumo debido al alto costo de transporte que tienen los productos tissue por el alto volumen por unidad de peso.

A continuación se muestra un gráfico con los principales productores de Tissue en el mundo:



## ANÁLISIS DE RESULTADOS 1Q 2003

INGRESOS  
OPERACIONALES

Los ingresos el tercer trimestre de 2002 fueron \$230.819 millones, lo que representa un incremento de 6% en relación al mismo periodo del año pasado, situación que se explica únicamente por el alza de 7,7% del dólar con respecto al peso chileno durante el período en estudio. Al analizar las ventas en dólares se produce una pérdida de 3,6% en el período. A continuación se presenta un cuadro con las ventas valoradas en el período y las variaciones porcentuales de precio y volumen.

CMPC	1 Q 2002	1 Q 2003	Var %
<b>FORESTAL (MUSS)</b>	<b>31.794</b>	<b>41.936</b>	<b>32%</b>
Volumen			12%
Precio			18%
<b>TISSUE (MUSS)</b>	<b>66.756</b>	<b>68.173</b>	<b>2%</b>
Volumen			15%
Precio			-11%
<b>PAPELES (MUSS)</b>	<b>41.309</b>	<b>47.408</b>	<b>15%</b>
Volumen			25%
Precio			-8%
<b>CELULOSA (MUSS)</b>	<b>64.123</b>	<b>87.306</b>	<b>36%</b>
Volumen			18%
Precio			15%
<b>INFORSA (MUSS)</b>	<b>18.015</b>	<b>15.805</b>	<b>-12%</b>
Volumen			-10%
Precio			-3%
<b>PROD.PAPEL (MUSS)</b>	<b>56.844</b>	<b>58.161</b>	<b>2%</b>
Volumen			8%
Precio			-5%
<b>Ventas (MUSS)</b>	<b>279.911</b>	<b>319.642</b>	<b>14%</b>

Forestal: Las ventas valoradas de la filial crecieron un 32% debido a mayores volúmenes y cambio en el mix de productos afectando positivamente el precio, donde las ventas de madera aserrada crecieron 40 mil metros cúbicos, lo que representa un alza de 27% en el período. Además, las ventas de productos clear con mayor valor agregado también crecieron y los rollizo aserrables se mantuvieron. Hechos que afectaron positivamente el precio de venta del mix.

Tissue: Las ventas valoradas sólo crecieron un 2% en el período, sin embargo, lo relevante es la mejora existente en las filiales extranjeras de Argentina y Uruguay, países que durante el año 2002 sufrieron tremendas devaluaciones afectando los precios en dólares y la demanda interna. En el caso de las filiales extranjeras, los volúmenes crecieron un 25% y 12% con respecto al año y trimestre anterior, respectivamente. Por el lado de los precios en dólares, estos han caído un 17% con respecto al primer trimestre del año anterior, pero han crecido un 2,5% en relación al trimestre pasado.

Papeles: Estos incrementaron sus despachos físicos en 61% por mayores ventas de cartulinas ( 35%) y ventas de papeles especiales en mercados internacionales. No obstante, el precio de venta disminuyó en el período cerca de 8% por menores precios internacionales.

Celulosa: Las ventas físicas del principal generador de EBITDA de la compañía



crecieron un 18% por el ingreso de la ampliación de la planta Pacifico. Por otro lado, el precio se recuperó un 4,2% y 15% en relación al trimestre y año anterior, respectivamente.

Productos de Papel: Las ventas físicas de productos de papel crecieron un 8% por mayores ventas de cajas de cartón corrugado hortofrutícola e industrial debido a la compra de Inland que aumento la producción de estas cajas.

<b>COSTOS OPERACIONALES</b>	Los costos de explotación totalizaron \$162.801 millones el primer trimestre de 2003, lo que representa un incremento de 26% con respecto al mismo período del año pasado. Sin embargo, al medirlo en función de las ventas realizadas estas representaron un 62,6% de las ventas de Cmpc, un punto porcentual menor al primer trimestre del año anterior. Por otro lado, los costos de administración y ventas totalizaron \$ 50.209 millones y representaron el 19,3% de las ventas de la compañía, casi dos puntos porcentuales menos que el mismo período del año anterior. El resultado operacional totalizo \$47.179 millones, lo que representa un aumento del 50% con respecto al primer trimestre de 2002, además el margen operacional creció tres puntos porcentuales, ubicándose en 18% de las ventas de Cmpc.
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	El resultado no operacional registró una pérdida de \$5.786 millones, lo que se compara positivamente con la pérdida registrada el 1Q 2002 de \$24.637 millones. El principal efecto en el resultado no operacional se explica por la utilidad en diferencia de cambio en las operaciones en Argentina por US\$ 3,3 millones, versus una pérdida de US\$25 millones el mismo período del año anterior.
<b>UTILIDAD NETA</b>	La utilidad del primer trimestre de 2003 fue de \$ 33.132 millones, lo que representa un incremento de 706% con respecto al mismo período del año pasado, incremento que se explica por las mejoras operacionales y la estabilización del peso argentino que impacto positivamente el resultado no operacional.



## NÚMEROS

RESULTADO (MMCh\$)	1Q 2002	1Q 2003	Var 02/01
Ingresos de Explotación	203.558	260.190	28%
Costos de Explotación	-129.163	-162.801	-26%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>74.396</b>	<b>97.389</b>	<b>31%</b>
<i>Margen Bruto</i>	<i>36,55%</i>	<i>37,43%</i>	
Gastos Operativos	-42.983	-50.209	-17%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>31.413</b>	<b>47.180</b>	<b>50%</b>
<i>Margen Operacional</i>	<i>15,43%</i>	<i>18,13%</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>53.278</b>	<b>68.254</b>	<b>28%</b>
<i>Margen EBITDA</i>	<i>26,17%</i>	<i>26,23%</i>	
Ingresos Financieros	604	485	-20%
Gastos Financieros	-7.884	-7.092	10%
Result. Inv. Emp. Relac.	527	287	-46%
Otros Ingresos No Operac.	785	821	5%
Otros Egresos No Operac.	-277	-1.018	-268%
Amort. Menor Valor Inv.	-1.173	-1.252	-7%
C. Monetaria + Dif. Cambio	-17.220	1.982	112%
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-24.638</b>	<b>-5.787</b>	<b>77%</b>
<b>Resultado antes de Impuesto</b>	<b>6.775</b>	<b>41.393</b>	<b>511%</b>
Impuesto a la Ganancia	-2.278	-7.618	-234%
Interes Minoritario	-574	-838	-46%
Amort. Mayor Valor Inv.	189	196	4%
<b>Resultado Neto</b>	<b>4.112</b>	<b>33.133</b>	<b>706%</b>
<i>Margen Neto</i>	<i>2,02%</i>	<i>12,73%</i>	
<b>Flujo de Caja</b>	<b>44.182,12</b>	<b>53.281,32</b>	<b>21%</b>
<i>Margen Flujo de Caja</i>	<i>21,70%</i>	<i>20,48%</i>	



## BALANCE

BALANCE (MMCh\$)	1Q 2002	1Q 2003	Var 03/02
Caja	56.874,31	17.342,94	-69,5%
Activo Circulante	518.243,23	521.454,05	0,6%
Activo Fijo	1.878.295,45	2.099.685,30	11,8%
Otros Activos	93.662,71	61.837,39	-34,0%
<b>Total Activos</b>	<b>2.490.201,39</b>	<b>2.682.976,74</b>	<b>7,7%</b>
Deuda Financiera CP	180.598,74	104.458,12	-42,2%
Pasivo Corto Plazo	279.196,48	211.599,74	-24,2%
Deuda Financiera LP	291.383,58	346.576,55	18,9%
Pasivo Largo Plazo	428.635,07	483.805,70	12,9%
Interes Minoritario	62.307,37	64.663,97	3,8%
Patrimonio	1.720.062,47	1.922.907,40	11,8%
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>2.490.201,39</b>	<b>2.682.976,81</b>	<b>7,7%</b>

## Flujo de caja

El flujo de caja está determinado sobre la base de las proyecciones que tenemos de la compañía en un horizonte de tiempo de 10 y 20 años a contar de 2003. La tasa de descuento de los flujos o WACC (Weight Average Capital Cost) se calcula considerando el costo de capital ponderado por la estructura de deuda/patrimonio, tomando en cuenta para la tasa de descuento del capital, la tasa libre de riesgo, el beta de la compañía, inflación y premio por riesgo.

CMPC (MMCHS)	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012 E
EBIT	179.023	219.984	287.747	305.431	297.856	292.972	305.256	310.062	314.968	319.977
<i>Tasa impto efectiva</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,0%</i>
NOPLAT	148.589	182.586	238.830	253.508	247.221	243.167	253.362	257.351	261.423	265.581
Depreciación	84.297	85.983	87.060	88.150	105.780	105.780	105.780	105.780	105.780	105.780
Inversión bruta	-154.880	-107.728	-109.899	-298.968	-304.993	-116.677	-99.984	-101.998	-104.054	-104.054
<b>Free Cash Flow</b>	<b>78.006</b>	<b>160.842</b>	<b>215.991</b>	<b>42.690</b>	<b>48.008</b>	<b>232.270</b>	<b>259.159</b>	<b>261.133</b>	<b>263.150</b>	<b>267.308</b>



<b>CMPC (MMCHS)</b>	<b>2003 - 2020</b>	<b>2003 - 2012</b>
<b>Valor presente FCF</b>	<b>2.285.979</b>	<b>2.483.141</b>
Caja	17.343	17.343
Valor Emp. Relacion.	18.686	18.686
<b>Valor sin deuda</b>	<b>2.322.008</b>	<b>2.519.170</b>
Deuda Financiera CP	-104.458	-104.458
Pasivo Largo Plazo	-483.806	-483.806
Deuda no operacional	-588.264	-588.264
Interés minoritario	-64.664	-64.664
<b>Valor patrimonial CMPC</b>	<b>1.669.080</b>	<b>1.866.242</b>
<b>Valor Acción CMPC(CH\$)</b>	<b>8.345,40</b>	<b>9.331,21</b>

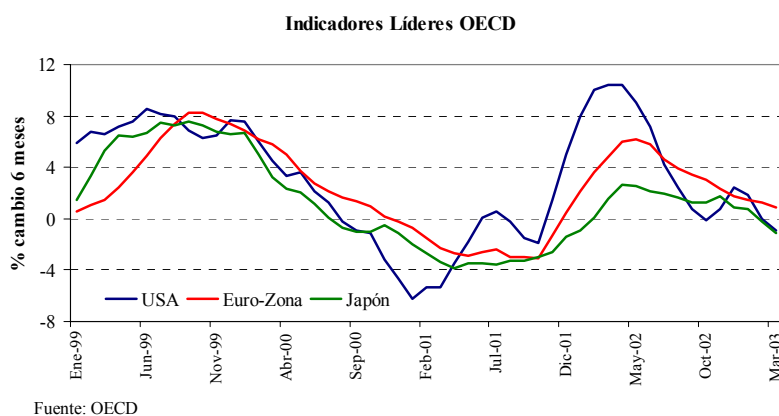
**Tasa de Descuento (WACC): 10,65%**



## PERSPECTIVAS DE LARGO PLAZO Y RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN

### PERSPECTIVAS CELULOSA

A pesar que los indicadores líderes de las tres zonas económicas (USA, Euro Zona y Japón) muestran tendencias de crecimiento bastante débiles como se muestra en el gráfico siguiente:



Nuestra expectativa es que las compras de China ayudarán a mantener precios cercanos a los actuales en los que resta del año, dado que China consume cerca del 11% del total mundial y está creciendo muy fuerte. Los últimos datos entregados muestran un crecimiento de la economía del 9,9% el 1Q 2003, crecimiento de la producción industrial del 15%. Sin embargo, aún no se conocen las cifras que mostrarían el real impacto de la neumonía asiática (SARS) en las exportaciones chinas. No obstante la disciplina de los productores Norscan más las compras de China considerando la neumonía asiática, nos hacen estimar un precio de cierre para el año 2003 entre 541-575 US\$/Ton, es decir, un rango de 3% superior e inferior al precio actual de la celulosa que durante el año ha subido un 27%. Para el próximo año nuestras expectativas son mejores, estimamos un precio promedio entre 590-613 US\$/Ton.

### PERSPECTIVAS TISSUE

Durante el año 2002 las filiales extranjeras de tissue sufrieron importantes caídas en precio debido a la devaluación del peso argentino (73%) y uruguayo (47%), impactando las ventas de esta filial. Durante el año 2001, las ventas en Argentina, Uruguay y Perú ascendían a US\$ 206 millones por productos tissue. Un año después y debido a la devaluación, las ventas disminuyeron a US\$ 118 millones por menor precio en dólares (33%) y volumen (7%) y la proporción o exposición en estos mercados en las ventas totales cayó 11 puntos porcentuales disminuyendo el riesgo en el futuro por posibles nuevos acontecimientos. El problema era que los productos tissue son de consumo masivo de difícil desviación por costo de transporte y posicionamiento de marcas, por lo cual debían continuar vendiendo en Argentina a pesar de la deprimida demanda interna. Es así como Cmpc modificó su mix de productos a aquellos de menor calidad pero de menor costo manteniendo el margen del negocio que, de hecho, el año 2002 el margen EBITDA mejoró a nivel consolidado con respecto al año 2001. Consideramos que Cmpc sorteo de muy buena forma la difícil situación Argentina, logrando tener EBITDA positivo con un acertado cambio del mix de productos, de hecho, durante el primer trimestre el precio en dólares a nivel consolidado creció cerca de 2,5% respecto al



trimestre anterior. Creemos que las perspectivas de la filial tissue mejorará gradualmente, principalmente, por mejores perspectivas de la economía Argentina, ya que al menos, el producto no tendrá una caída del 15% durante el presente ejercicio, sino que el crecimiento del producto será muy cercano a cero, además de la mayor eficiencia operacional lograda en este tiempo de crisis y el incrementando paulatino de los precios en dólares auguran mejoras en las ventas de la filial tissue.

Cmpc tiene buenas perspectivas de crecimiento en sus distintas áreas por mejoras de precio y nuevas inversiones. A continuación se muestran las perspectivas de los principales productos de la compañía:

**CELULOSA:** Nuestra expectativa es que las compras de China ayudarán a mantener precios cercanos a los actuales en lo que resta del año, considerando que China consume cerca del 11% del total mundial. La disciplina de los productores Norscan más las compras de China, nos hacen estimar un precio de cierre para el año 2003 entre 541-575 US\$/Ton, es decir, un rango de 3% superior e inferior al precio actual de la celulosa que durante el año ha subido un 27%. Para el próximo año nuestras expectativas son mejores, estimamos un precio promedio entre 590-613 US\$/Ton.

**TISSUE:** Durante el año 2002 las filiales extranjeras de tissue sufrieron importantes caídas en precio debido a la devaluación del peso argentino (73%) y uruguayo (47%), Consideramos que Cmpc sorteo de muy buena forma la difícil situación Argentina, logrando tener EBITDA positivo con un acertado cambio del mix de productos. Creemos que las perspectivas de la filial tissue mejorará gradualmente, principalmente, por mejores perspectivas de la economía Argentina, ya que al menos, el producto no tendrá una caída del 15% durante el presente ejercicio, sino que el crecimiento del producto será muy cercano a cero, además de la mayor eficiencia operacional lograda en este tiempo de crisis y el incrementando paulatino de los precios en dólares auguran mejoras en las ventas de la filial tissue.

**INVERSIONES:** Cmpc una planta elaboradora de cartón corrugado con capacidad de 30.000 Ton/año, En otra área de negocio –celulosa- Cmpc comenzó a producir 90.000 toneladas anuales adicionales, con esto incrementó su capacidad de producción a 1.135.000 toneladas anuales. Por otro lado, Cmpc compró en febrero de 2003 las 59.000 hectáreas pertenecientes a Shell en US\$ 100 millones como base patrimonial para el mayor proyecto de inversión de Cmpc en los próximos años, -la nueva planta de celulosa-. Inversión por US\$ 800 millones para la construcción de las instalaciones de la nueva planta que comenzará su operación el año 2007.

## INVERSIONES

A mediados del año 2001, Cmpc adquirió Inland, planta elaboradora de cartón corrugado con capacidad de 30.000 Ton/año, así la capacidad total de estas cajas se elevó a 160.000 toneladas anuales. Junto con la nueva adquisición, Cmpc instaló una planta productora de papel para corrugar en Puente Alto con capacidad de 150.000 toneladas, la cual se abastece de papel reciclado de la región Metropolitana permitiendo reducir costos de producción y eliminado las compras a terceros de papel para corrugar. Con esto, la compañía aumenta la integración vertical en la elaboración de cajas de cartón corrugado y mejora el margen del negocio. En otra área de negocio –celulosa- Cmpc comenzó a producir a partir de diciembre del año pasado 90.000 toneladas anuales adicionales en la planta Pacifico, con esto incrementó su capacidad de producción a 1.135.000 toneladas anuales. Por otro lado, Cmpc compro en febrero de 2003 las 59.000 hectáreas pertenecientes a Monte-águila (Shell) en US\$ 100 millones, las cuales están conformadas por 33.000 hectáreas plantadas con eucalipto con un promedio de



edad cercano a 6 años y 10.000 hectáreas forestales. La adquisición se basa en el abastecimiento de madera para el mayor proyecto de inversión de Cmpc en los próximos años, -la nueva planta de celulosa-. Inversión por US\$ 800 millones para la construcción de las instalaciones de la nueva planta que comenzará su operación el año 2007. Hemos repetido en varias ocasiones que consideramos adecuada la expansión del negocio de celulosa dadas las ventajas probadas y reconocidas en la producción de bosques que tiene Chile en el contexto mundial, incluyendo la producción de celulosa, sin embargo estas ventajas aún no son tan claras en la elaboración de productos más elaborados como madera aserrada, papel y otros productos porque la ponderación de los costos de la materia prima disminuyen por el menor peso relativo que tienen en el valor final de productos con mayor valor agregado. Es por esto que creemos adecuada la estrategia de Cmpc de focalizarse en el negocio de la celulosa por tener una estructura de costos muy competitiva y se integra adecuadamente con las otras áreas de negocio, además de entregar los mejores retornos (márgenes) en el largo plazo.

#### RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN

A pesar que el año 2002 fue un año complicado para Cmpc por su exposición en Argentina en productos de consumo masivo, su agilidad y adaptabilidad permitió que el margen operacional no se viera afectado en ese período. En el futuro esperamos buenas noticias para la compañía por mejores precios en dólares de los productos tissue, mayores ventas físicas de celulosa por ampliación de la planta Pacífico. Junto con ello, las menores pérdidas no operacionales por cierta estabilidad del peso argentino ayudarán a disminuir las pérdidas por este concepto durante el año. Pero sin lugar a dudas, el mayor impacto para la compañía será la recuperación del precio internacional de celulosa y la construcción de la nueva planta de celulosa, hechos que impactarán significativamente las utilidades y los márgenes de la compañía. Tomando en cuenta estos antecedentes, reforzamos nuestra recomendación de COMPRA.



F I T R E S E A R C H

Manuel Bengolea	Director Ejecutivo	mbengolea@fit.cl
Santiago Pollmann	Gerente General	spollmann@fit.cl
Pelayo Gumucio	Director de Estudios Sector Forestal y Recursos Naturales	pgumucio@fit.cl
Rodrigo Rojas	Gerente de Estudios Sector Eléctrico y Telecomunicaciones	rrojas@fit.cl
Gonzalo Trejos	Analista Mercados Internacionales	gtrejos@fit.cl
Rodrigo Andaur	Analista Sector Renta Fija, Bancos y Retail	randaur@fit.cl
Javier Swinburn	Analista Sector Viñas, Bebidas e Industrial	jswinburn@fit.cl
Leonardo Miranda	Asistente de Estudios	lmiranda@fit.cl

Alonso de Córdova 5151, Oficina 1001  
Fono (562) 378-5350 • Fax (562) 378-5359  
Las Condes • Santiago • Chile

Prohibida la reproducción parcial o total sin permiso o consentimiento de FIT Research. La información que provee este documento proviene de fuentes a nuestro juicio confiables, pero no garantizamos su exactitud. Bajo ninguna circunstancia, este informe puede ser usado o considerado como una oferta de venta o como una solicitud de compra, ni tampoco como una instrucción de inversión. Este informe es una recomendación, en consecuencia, la decisión de inversión está entregada a la responsabilidad del lector.