



VALORACIÓN EMPRESAS COPEC S.A.

Mediante Valoración de Múltiplos

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Ignacio Esteban Morales Aguilera

Profesor Guía: Carlos Patricio Maquieira Villanueva

Santiago, mayo 2024

Contenido

Resumen Ejecutivo	4
1. Metodología	6
1.1. Principales métodos de valoración	6
1.1.1. Método de múltiplos	6
1.1.1.1. Múltiplos de ganancias	7
1.1.1.2. Múltiplos de valor libro	7
1.1.1.3. Múltiplos de ventas	8
2. Descripción de la empresa y la industria	8
2.1 Descripción de la empresa	8
2.1.1 Antecedentes del negocio e historia	8
2.1.1.1 Sector forestal	10
2.1.1.2 Sector energía	11
2.1.1.3 Sector pesquero	16
2.1.1.4 Otras inversiones	17
2.1.2 Riesgos generales y específicos de la empresa	19
2.1.2.1 Riesgos generales	19
2.1.2.2 Riesgos específicos a cada sector	23
2.1.3 Acciones de la compañía	29
2.1.4 Principales accionistas	32
2.1.5 Filiales	33
2.2 Descripción de la industria	36
2.2.1 Estado actual	36
2.2.1.1 Sector forestal	36
2.2.1.2 Sector energía	41
2.2.1.3 Sector pesquero	42
2.2.2 Regulación y fiscalización	44
2.2.3 Riesgos	46
2.2.3.1 Sector forestal	46
2.2.3.2 Sector energía	49
2.2.3.3 Sector pesquero	50

2.2.4	Empresas comparables.....	51
3	Estructura de capital	59
3.1	Deuda financiera	59
3.2	Clasificación de riesgo.....	62
3.5.	Estructura de capital histórica y objetivo	65
4.	Estimación del costo de capital.....	70
4.1.	Costo de la deuda	70
4.2.	Beta de la deuda	71
4.3.	Estimación del beta patrimonial	73
4.4.	Beta patrimonial sin deuda	76
4.5.	Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	77
4.6.	Costo patrimonial	77
4.7.	Costo de capital.....	78
5.	Valoración por múltiplos.....	80
5.1.	Análisis de las empresas comparables	80
5.2.	Múltiplos de la industria.....	83
5.3.	Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	85
5.4.	Análisis de los resultados	87
6.	Conclusión.....	88
	ANEXO	90
	Bibliografía	92

Resumen Ejecutivo

Empresas Copec S.A. es una entidad empresarial chilena conocida por su diversificación y una fuerte presencia en diversos sectores económicos. Fundada en 1934 con el propósito inicial de distribuir y comercializar combustibles en Chile, su empresa matriz originalmente se enfocaba en líquidos combustibles, pero en octubre de 2003, esta operación se trasladó a una nueva subsidiaria. Desde entonces, Empresas Copec S.A. ha evolucionado para convertirse en uno de los líderes de América Latina en el campo de la energía y los recursos naturales. Su presencia se extiende a lo largo de gran parte de América Latina y el mundo, con su base central en Chile. Sus principales áreas de actividad abarcan el sector forestal, a través de su filial Arauco, y el sector de los combustibles, mediante Copec Combustibles, entre otros. Además, participa en el sector pesquero y otras inversiones, aunque estas no tienen un impacto significativo en los ingresos de Empresas COPEC S.A.

El propósito de la valoración es analizar a Empresas COPEC S.A. utilizando el método de múltiplos, teniendo como referencia a finales de marzo de 2023. Luego, se comparan los resultados obtenidos con el precio de la acción de la compañía en el mercado al 31 de marzo de 2023. Este documento proporciona los componentes esenciales para llevar a cabo la valoración de la empresa utilizando este método y también incorpora supuestos que facilitan la aplicación del método de múltiplos.

El valor de mercado de Empresas COPEC S.A. al 31 de marzo de 2023 es de CLP\$ 5.610, mientras que el valor obtenido a través del método de valoración de múltiplos se ubicó en CLP\$7.564, lo que implica una diferencia del 34,84% por sobre el precio de mercado. Si bien la estimación se encuentra por encima del precio de la acción, es necesario considerar que se identificaron empresas comparables del sector forestal para este tipo de valoración. También es relevante considerar que al utilizar el múltiplo Price to Book Equity (PBV) es altamente posible que el valor estimado se encuentre por encima del precio de mercado ya que se consideran tanto empresas locales como internacionales para la valoración. Asimismo, este múltiplo hace énfasis en los activos

tangibles del sector forestal, considera la depreciación y también la naturaleza estable del sector.

En síntesis, este análisis presenta a Empresas COPEC S.A. como una empresa sólida, estable y confiable, sostenible en el tiempo. Además, el análisis realizado muestra coherencia en los resultados y una valoración que se encuentra en línea con la percepción del mercado a futuro.

1. Metodología

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel & Mitoo, 2014) (Fernández, 2012) (Palepu, Healy, & Peek, 2019). En este trabajo se utiliza el método de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002) (Fernández, 2012) (Maquieira & Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados.

Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002) (Fernández, 2012) (Maquieira & Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira & Espinosa, 2019).

1.1.1.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.1.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la

empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.1.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. Descripción de la empresa y la industria

2.1 Descripción de la empresa

2.1.1 Antecedentes del negocio e historia

Empresas Copec S.A. es una sociedad anónima chilena que se caracteriza por ser una empresa diversificada con una presencia destacada en diferentes sectores de la economía. Fundada en 1934 con la finalidad de comercializar y distribuir combustibles en Chile, la Compañía Matriz se dedicaba a la distribución de combustibles líquidos, giro

que fue traspasado en octubre de 2003 a una nueva subsidia. Empresas Copec S.A. se ha convertido en una de las compañías líderes en América Latina en el ámbito de la energía y los recursos naturales.

Empresas Copec S.A., Compañía Matriz del Grupo, es una Sociedad Anónima Abierta, se encuentra inscrita en el Registro de Valores bajo el N° 0028 y está sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). El domicilio social se ubica en El Golf N° 150, Piso 17, comuna de Las Condes, Santiago de Chile. Su Rol Único Tributario es 90.690.000-9 (Empresas Copec S.A, 2023).

Entre sus lineamientos estratégicos destaca la visión y la misión de la compañía, procurando la Visión construir un futuro confiable y sostenible para todos (Empresas Copec S.A., Empresas Copec, 2023). Por otro lado, la Misión expone lo siguiente:

“Somos una empresa de clase mundial, que busca entregar un nivel de rentabilidad atractivo en el largo plazo a nuestros inversionistas, y contribuir al desarrollo de Chile y de los distintos países donde realizamos nuestras actividades productivas y comerciales. Para ello, invertimos principalmente en energía y recursos naturales y, en general, en áreas de negocios en las cuales podamos crear valor de manera sustentable. En el desarrollo de nuestras actividades procuramos ser un buen ciudadano y atender y respetar los intereses de accionistas, colaboradores, socios, proveedores, clientes, comunidades y todas las partes con las cuales nos encontramos, de una u otra forma, involucrados. En Empresas Copec realizamos nuestras actividades productivas y comerciales con excelencia y actuamos en todas las decisiones conforme a los más altos estándares éticos y de transparencia” (Empresas Copec S.A., Empresas Copec, 2023).

Tanto la Visión como la Misión de la empresa responden a un enfoque diversificado que le permite tener presencia en distintos mercados y sectores clave de la economía, lo que contribuye a su solidez y capacidad de adaptación. Es reconocida por su liderazgo, innovación y su compromiso con la eficiencia, sostenibilidad y el desarrollo de sus operaciones en sus dos principales áreas de actividad: recursos naturales, donde cuenta con claras ventajas competitivas, y energía, estrechamente ligada al crecimiento y desarrollo productivo de los países. En recursos naturales la empresa participa en la industria forestal, pesquera y minera. En energía la empresa está presente en la

distribución de combustibles líquidos, gas licuado y gas natural, y en generación eléctrica, sectores fuertemente vinculados al crecimiento y desarrollo del país (Empresas Copec S.A, 2023).

2.1.1.1 Sector forestal

El sector forestal es una industria clave en el ámbito económico y ambiental, y es en este contexto que Empresas Copec ha consolidado su posición como una destacada empresa en dicho sector. La compañía ha logrado posicionarse como uno de los referentes en la industria forestal a nivel regional y global, con una amplia presencia y una visión integral que abarca desde la plantación de árboles hasta la producción de productos finales. Su enfoque en la sustentabilidad, la calidad y la innovación le permite enfrentar los desafíos actuales y futuros de manera exitosa en este sector. A continuación, se detalla la principal filial en el rubro.

Celulosa Arauco y Constitución S.A

Celulosa Arauco y Constitución S.A es una empresa globalizada que se encuentra presente en los cinco continentes, abarcando diversos sectores como forestales, celulosa, maderas, paneles y energía limpia y renovable. Ha logrado consolidarse como una de las principales compañías forestales de América Latina, destacando por su extensa superficie de plantaciones, la producción de celulosa kraft de mercado, así como la fabricación de madera aserrada y paneles.

Desde su fundación en 1979, Arauco se ha dedicado a ofrecer una amplia gama de productos sostenibles y de alta calidad para diversas industrias, incluyendo papel, vestuario, construcción, embalaje, mueblería y energía. Su objetivo es contribuir a mejorar la vida de las personas. Durante más de 50 años, Arauco ha desarrollado productos basados en recursos forestales renovables, brindando soluciones sostenibles y de calidad que impactan positivamente la vida de millones de personas en todo el mundo (Empresas Copec S.A., 2023).

Las plantaciones y terrenos forestales de Arauco abarcan aproximadamente 1,7 millones de hectáreas en Chile, Argentina, Brasil y Uruguay. Además, la empresa cuenta con instalaciones industriales modernas, incluyendo siete plantas de celulosa: cinco en Chile, una en Argentina y una en Uruguay (con un 50% de propiedad de Arauco), con una capacidad total de producción de 3,7 millones de toneladas. Asimismo, dispone de ocho aserraderos (siete en Chile y uno en Argentina) que procesan alrededor de 3,0 millones de metros cúbicos de madera al año. Por otro lado, cuenta con 20 plantas de paneles ubicadas en Chile, Argentina, Brasil, México, Estados Unidos y Canadá, con una capacidad combinada de 7,3 millones de metros cúbicos (Empresas Copec S.A, 2023).

Es evidente que Arauco se destaca por su envergadura y su presencia a nivel mundial en diversos segmentos de la industria forestal, aportando productos y soluciones sostenibles que satisfacen las necesidades de múltiples sectores y contribuyen al desarrollo sustentable.

2.1.1.2 Sector energía

Hace más de ocho décadas se inició la actividad de distribución de combustibles por parte de Empresas Copec S.A. En la actualidad, la empresa ha logrado establecer una presencia destacada en el mercado de distribución de combustibles líquidos, lubricantes, gas licuado y gas natural. Esto se debe a su extensa escala de operaciones, la prestación de un servicio de alta calidad, un constante enfoque en la innovación y una sólida posición de marca. Empresas Copec cuenta con una serie de filiales, como COPEC,

Mapco, Terpel, Abastible, Duragas, Solgas, Inversiones del Nordeste y Sonacol, así como una asociada llamada Metrogas, que le permiten expandir su alcance y presencia en el mercado de distribución de combustibles. A continuación, se presentan las principales filiales respecto a este sector.

Copec S.A y sus filiales

Copec S.A. se dedica a la comercialización y distribución de combustibles y lubricantes a través de una extensa red de 685 estaciones de servicio que abarcan desde Arica hasta Puerto Williams. Además de ofrecer servicios de carga eléctrica, la empresa también se involucra en energías renovables y proporciona soluciones de almacenamiento y eficiencia energética. Asimismo, Copec gestiona un canal industrial que abastece a más de cuatro mil clientes pertenecientes a diversos sectores de la economía nacional. En el ámbito de los lubricantes, la compañía maneja las reconocidas marcas Mobil y Esso para vehículos y maquinarias (Empresas Copec S.A., 2023).

Copec también se involucra en la generación distribuida a través de fuentes de energía renovable. Además, ha realizado inversiones en el ámbito de la electromovilidad, como la construcción de una red de electrolineras y su participación en terminales de autobuses eléctricos. Como parte de su estrategia de expansión, la compañía constantemente busca nuevas oportunidades de rentabilizar sus activos, como la logística de última milla o el desarrollo de medios de pago digitales.

En el territorio nacional, Copec cuenta con una amplia infraestructura, que incluye 684 estaciones de servicio, 141 tiendas Pronto, 301 tiendas Punto, una tienda Fresco, 67 zonas de cambio de aceite LUB y 200 Lavamax para el lavado de vehículos. Además, posee 14 plantas de almacenamiento de combustibles distribuidas entre Arica y Puerto Chacabuco, con una capacidad total de 558 mil metros cúbicos, y una planta de lubricantes con una capacidad de producción de 170 millones de litros al año. También cuenta con ocho centros de distribución de lubricantes (Empresas Copec S.A., 2023).

A nivel internacional, la presencia de la compañía se extiende a Colombia, Panamá, Ecuador, República Dominicana y Perú a través de su afiliada Terpel. Además, en Estados Unidos, Copec tiene presencia a través de Mapco.

En cuanto a Terpel, se encarga de la comercialización y distribución de combustibles líquidos y lubricantes en diversos países de América Latina, incluyendo Colombia, Perú, Panamá, Ecuador y República Dominicana. La empresa desempeña un papel relevante en la operación y comercialización de combustible de aviación en Colombia, Panamá, Perú y República Dominicana.

En Colombia, Terpel cuenta con una impresionante red de 2.167 estaciones de servicio que ofrecen combustibles líquidos, así como 234 estaciones de gas natural vehicular y 109 tiendas. En Panamá, posee 161 estaciones de combustibles líquidos y 47 tiendas Va&Ven. En Ecuador, cuenta con 111 estaciones de combustibles líquidos y 12 tiendas Altoque, mientras que en Perú dispone de 25 estaciones de combustibles líquidos y 12 tiendas Alto y Yünta (Empresas Copec S.A., 2023).

Por otro lado, Mapco Express Inc. se dedica a la comercialización y distribución de combustibles y productos de conveniencia. La empresa opera una red de 332 estaciones de servicios y tiendas de conveniencia en seis estados del sureste de Estados Unidos, específicamente en Alabama, Arkansas, Georgia, Kentucky, Mississippi y Tennessee. Estas estaciones operan bajo las marcas Mapco, Mapco Mart y Delta Express, ofreciendo una amplia gama de productos y servicios (Empresas Copec S.A., 2023).

Abastible S.A.

Abastible se enfoca en la comercialización de gas licuado y equipos tanto para uso doméstico como industrial. Además, ofrece soluciones tecnológicas en eficiencia energética, climatización, cogeneración y generación de energía, incluyendo sistemas de energía solar fotovoltaica. La empresa también lleva a cabo actividades portuarias relacionadas con combustibles (Empresas Copec S.A., 2023).

En el sector energético nacional, Abastible ha logrado consolidarse como un actor relevante, basando su estrategia en brindar un servicio de alta calidad, seguro y puntual a todos sus clientes.

En Chile, Abastible tiene presencia desde Arica hasta Magallanes, contando con una moderna infraestructura para su actividad de gas licuado. Además de sus 10 plantas de almacenamiento y llenado, la empresa cuenta con un parque de más de 8,2 millones de cilindros y 71,5 mil tanques. Asimismo, cuenta con una red de 1.216 distribuidores y 26 oficinas de ventas y distribución en las principales ciudades del país. En la Región del Biobío, posee un terminal portuario para la carga y descarga de gas licuado y combustibles líquidos, así como una planta de almacenamiento de 40.000 metros cúbicos gestionada por su subsidiaria Hualpén Gas S.A (Empresas Copec S.A., 2023).

En 2011, Abastible inició su proceso de internacionalización mediante la adquisición del 51% de la empresa colombiana Inversiones del Nordeste (actualmente Nortesantandereana de Gas). En abril de 2016, la compañía acordó con Repsol S.A. la compra de su negocio de Gas Licuado de Petróleo (GLP) en Perú y Ecuador, convirtiéndose así en el tercer mayor operador de GLP en Sudamérica. En junio de 2016, Abastible asumió el control de las operaciones de Solgas S.A. y Solgas de la Amazonía en Perú, y en octubre se concretó la toma de control de la operación de Duragas en Ecuador.

Sociedad Nacional Oleoductos S.A.

Sonacol tiene como objetivo principal adquirir, diseñar, desarrollar ingenierías, construir, mantener, operar y explotar uno o más oleoductos o ductos para transportar combustibles u otros productos relacionados.

Desde 1957, la filial ha estado brindando servicios al sistema energético de Chile, proporcionando un sistema de transporte confiable necesario para las actividades productivas en la zona central. Además, transporta gasolina, kerosene doméstico y de aviación, petróleo diésel y gas licuado a través de una red de oleoductos que abarca las regiones de Valparaíso, O'Higgins y Metropolitana, con una extensión total de 465 kilómetros. La red consta de dos líneas: una para transportar productos limpios de manera bidireccional y otra dedicada al transporte de kerosene de aviación. Además, Sonacol cuenta con nueve estaciones de bombeo, un terminal de entrega de productos y un centro de despacho, todos respaldados por tecnología de última generación (Empresas Copec S.A., 2023).

Es importante mencionar que Sonacol transporta el 98% de los combustibles de la Región Metropolitana y ofrece la mejor alternativa para el traslado de productos hacia y desde las plantas de almacenamiento y refinerías. Entre sus principales clientes se encuentran Enap Refinerías, Copec, Esmax, Enex, YPF, Gasmar, Abastible, Gasco y Trading de Gas.

METROGAS

METROGAS tiene como objetivo principal la fabricación de gas, la explotación del servicio público de distribución de gas por red, el transporte, suministro y comercialización de gas y sus derivados, así como la prestación de otros servicios utilizando sus instalaciones, redes, equipos y activos en general.

La empresa distribuye gas natural para uso residencial, comercial e industrial en las regiones Metropolitana, de O'Higgins y de Los Lagos, a través de una extensa red de distribución que abarca aproximadamente 6.100 kilómetros en total. Además, METROGAS opera gasoductos virtuales, los cuales permiten transportar gas natural en estado líquido mediante camiones desde la isla de carga del terminal de GNL Quintero hasta las Plantas Satélite de Regasificación. Posteriormente, el gas es entregado a los diferentes clientes a través de la red de suministro (Empresas Copec S.A., 2023).

Adicionalmente, la compañía ofrece soluciones energéticas a sus clientes industriales, como sistemas de cogeneración, trigeneración y gas natural vehicular. Estas soluciones permiten optimizar el uso de energía y aprovechar de manera eficiente los recursos disponibles.

Aprovisionadora Global de Energía (AGESA)

AGESA tiene como principal objetivo la compra y aprovisionamiento de gas natural, así como la comercialización mayorista de gas a clientes no sujetos a regulación y la realización de eventuales compras internacionales.

La empresa se encarga de comercializar gas natural a empresas generadoras eléctricas y distribuidoras de gas natural. Para ello, cuenta con un contrato con la sociedad GNL Chile, que le permite abastecerse de gas natural licuado proveniente de diferentes partes del mundo (Empresas Copec S.A., 2023).

Es importante destacar que Aprovisionadora Global de Energía también tiene participación en la propiedad de diversas empresas, entre las que se incluyen GNL Quintero, GNL Chile, GasAndes Argentina, GasAndes Chile y Andes Operaciones y Servicios. Estas participaciones le brindan un respaldo y una posición estratégica en el sector energético.

2.1.1.3 Sector pesquero

El sector pesquero es una industria fundamental en la economía mundial, y dentro de este sector, Empresas Copec se destaca como una empresa líder en diversas actividades relacionadas con la pesca y la acuicultura. Con una sólida trayectoria y experiencia, Empresas Copec ha establecido una presencia significativa en el ámbito

pesquero, abarcando desde la captura y procesamiento de especies marinas hasta la comercialización de productos pesqueros. Dicho esto, se expone la principal filial de este sector.

Pesquera Iquique-Guanaye S.A.

Una de las empresas en el sector pesquero es Pesquera Iquique-Guanaye Ltda., también conocida como Igemar, la cual tiene como objetivo principal la extracción, congelación, conservación, elaboración y transformación de especies animales en las que sea el agua su medio natural de vida. Se dedica a la explotación de la industria pesquera en general y sus derivados, utilizando como materia prima los recursos provenientes del océano, lagos, costas y ríos (Empresas Copec S.A., 2023).

A través de su subsidiaria Orizon S.A., Igemar opera en las regiones centro-sur, mientras que, en asociación con Corpesca S.A., opera en la zona norte del país. Además, Igemar participa en otras sociedades relacionadas con las industrias de proteínas de diferentes orígenes a través de su asociada Caleta Vítor (Empresas Copec S.A., 2023).

Entre los productos destacados de estas empresas se encuentra la harina de pescado, el aceite de pescado, las conservas y congelados que utilizan el jurel y choritos como principal materia prima.

Los productos de Igemar y sus empresas relacionadas se comercializan tanto en Chile como en el extranjero, principalmente en los mercados asiático, africano y europeo.

2.1.1.4 Otras inversiones

Estas inversiones para Empresas Copec S.A representan una diversificación estratégica en áreas de negocios diferentes a sus principales operaciones en el sector energético. Estas inversiones abarcan una variedad de sectores y actividades, permitiendo a la

compañía expandir su presencia y aprovechar oportunidades de crecimiento en industrias como la minería. A través de esta diversificación, la empresa busca maximizar su rentabilidad y mitigar los riesgos asociados a la dependencia de un solo sector, explorando nuevas oportunidades de inversión y generando valor en áreas complementarias a su negocio principal.

Alxar International SPA

El objetivo principal de Alxar Internacional es adquirir, mantener y vender participaciones en empresas ubicadas en el extranjero, ya sea de forma directa o como socia en otras empresas. Se dedica a gestionar operaciones y proyectos mineros de manera sustentable, cumpliendo con altos estándares de excelencia.

La empresa tiene una participación del 40% en Cumbres Andinas, propietaria de Marcobre, la empresa que opera la mina Justa. El 60% restante pertenece a la empresa peruana Minsur. La mina de cobre se encuentra ubicada en la provincia de Nazca, en la región de Ica, y comenzó su operación comercial en el segundo semestre de 2021. Es una mina a cielo abierto con una proyección de vida útil de 16 años, y busca posicionarse como una mina de clase mundial y un referente de la nueva minería en el país. Para lograr esto, la empresa ha puesto un fuerte énfasis en el cuidado del medioambiente, la seguridad en sus operaciones y la colaboración con las comunidades vecinas (Empresas Copec S.A., 2023).

Inmobiliaria Las Salinas LTDA

La inmobiliaria tiene como objetivo principal la compra, venta, planificación, construcción, subdivisión, urbanización y comercialización de diversos tipos de propiedades, ya sea por cuenta propia o en representación de terceros.

Por otro lado, Las Salinas se dedica al proceso de saneamiento de un terreno de 16 hectáreas ubicado en el borde costero de Viña del Mar. Este terreno solía albergar instalaciones de almacenamiento y distribución de combustibles y lubricantes. Utilizando la técnica de biorremediación, se acelera el proceso natural de descomposición de hidrocarburos mediante microorganismos presentes en el suelo (Empresas Copec S.A., 2023).

Una vez finalizado el proceso de saneamiento, se busca desarrollar de manera responsable y sostenible un área urbana que aporte valor a la ciudad y a sus habitantes, respetando el medioambiente. Para lograr esto, se está estableciendo un diálogo con las autoridades y la comunidad local, con el objetivo de colaborar en la construcción conjunta del diseño urbano de la zona.

2.1.2 Riesgos generales y específicos de la empresa

A través de sus subsidiarias, la Compañía mantiene operaciones en distintas áreas relacionadas con los recursos naturales y la energía, provocando que los factores de riesgo relevantes varían dependiendo de los tipos de negocios. Dicho esto, se presentan los riesgos generales que afectan a la compañía y, además, se exponen los riesgos puntuales que se identifican para cada sector mencionado.

2.1.2.1 Riesgos generales

Riesgos macroeconómicos

Empresas Copec S.A. tiene una presencia internacional significativa, operando en varios países como Colombia, Estados Unidos, Canadá, Panamá, Perú, Uruguay, Brasil, Argentina, República Dominicana, México, Ecuador y otros más a través de asociaciones. Esta expansión geográfica les permite diversificar los riesgos asociados a las condiciones económicas, políticas, legales y regulatorias de cada país las cuales se materializan en las fluctuaciones en el tipo de cambio, inflación, inestabilidad social, condiciones de liquidez para el financiamiento a través de deuda o capital, entre otros (Empresas Copec S.A., 2023).

La compañía ha tomado medidas para mitigar los impactos adversos que podrían surgir de cambios en estas condiciones, aprovechando su presencia global y diversificando sus activos productivos y su base de clientes en diferentes mercados, lo cual se ha llevado a cabo a través de la estrategia de internacionalización que ha contribuido a fortalecer el desempeño financiero y operativo de la compañía.

Cambios en leyes y regulaciones de los sectores operativos

Posibles cambios en las leyes y regulaciones que afectan a los sectores industriales en los que Empresas Copec S.A. opera pueden tener un impacto en las condiciones de sus operaciones. Estos cambios podrían tener efectos adversos en los negocios y, en consecuencia, en los resultados de la compañía. Además, modificaciones potenciales en las leyes tributarias de los países donde la empresa y sus filiales operan podrían generar efectos negativos en los resultados financieros. Empresas Copec está atenta a estos riesgos y trabaja para adaptarse y cumplir con las leyes y regulaciones vigentes en cada uno de los países donde lleva a cabo sus actividades empresariales (Empresas Copec S.A., 2023).

Instalaciones localizadas en Chile están expuestas al riesgo de terremotos y eventuales tsunamis

La ubicación de Chile en una zona sísmica expone a Empresas Copec S.A. y sus instalaciones a riesgos de terremotos y tsunamis. Un evento de esta naturaleza podría causar daños significativos a las plantas, equipos e inventarios, afectando la producción y la capacidad de satisfacer las necesidades de los clientes. Esto podría resultar en inversiones no planificadas o en menores ventas, generando un impacto adverso en los resultados financieros de la compañía. Consciente de esta realidad, la empresa ha tenido en cuenta las condiciones geográficas al construir y modernizar sus instalaciones, y también ha implementado planes de contingencia en caso de desastres naturales. Además, la empresa cuenta con seguros que brindan protección parcial a sus activos contra estos riesgos (Empresas Copec S.A, 2023).

Cambio climático

Organismos internacionales y reguladores, entre otros, sostienen que el cambio climático global ha contribuido y seguirá contribuyendo a la imprevisibilidad, frecuencia y gravedad de desastres naturales en ciertas partes del mundo, como huracanes, sequías, tornados, heladas, tormentas e incendios. Aunque no podemos predecir el impacto de las condiciones cambiantes del clima global ni el impacto de las respuestas legales, regulatorias y sociales ante el cambio climático, estas situaciones podrían afectar negativamente los negocios, la situación financiera, los resultados operativos y el flujo de efectivo de la compañía (Empresas Copec S.A, 2023).

Empresas Copec y sus filiales han fortalecido sus estrategias de sostenibilidad, identificando posibles riesgos y tomando medidas para mitigar el impacto de estas tendencias.

Riesgos Sociales y de Gobernanza

La generación de respaldo social se vuelve cada vez más importante para los diversos negocios en los que operan las filiales de la empresa. Con el fin de mitigar este riesgo, Empresas Copec S.A. y sus filiales han estado desarrollando estrategias y promoviendo iniciativas sociales durante más de 30 años. Además, se dedican a identificar posibles riesgos y tomar medidas para mitigar el impacto de estas tendencias en la comunidad y en su entorno operativo (Empresas Copec S.A, 2023).

Riesgos logísticos

La pandemia de COVID-19 ha ocasionado riesgos logísticos que se han evidenciado en la escasez de contenedores, retrasos en los envíos y cierres de puertos en destinos, entre otros desafíos. Para hacer frente a estos riesgos, se han implementado estrategias como establecer relaciones a largo plazo con operadores logísticos confiables y contar con contratos estructurados a mediano y largo plazo para la exportación de productos. Estas medidas permiten mitigar los impactos negativos y garantizar la continuidad de las operaciones de manera eficiente en un entorno logístico complejo (Empresas Copec S.A, 2023).

Otros riesgos

A partir del año 2020, el virus COVID-19 se propagó a nivel global, lo que llevó a las autoridades de diferentes países a implementar medidas como cuarentenas, controles en aeropuertos y otros centros de transporte, restricciones de viaje y cierres de fronteras, entre otras acciones para hacer frente a esta situación.

Por otra parte, Chile experimentó un clima de inestabilidad social y política, marcado por manifestaciones y episodios de violencia. En respuesta a estos eventos, se estableció un calendario de plebiscitos y elecciones con el objetivo de redactar y aprobar una nueva constitución política, que finalmente fue rechazada en un plebiscito llevado a cabo en septiembre de 2022 (Empresas Copec S.A., 2023).

Durante el 2022, se han producido algunos eventos geopolíticos internacionales que podrían tener efectos significativos en varios aspectos de la economía mundial. En particular, se hace mención al conflicto bélico relevante en Europa del Este.

Los impactos de todos estos acontecimientos en la empresa están siendo monitoreados constantemente y, en caso de que sean relevantes, se comunicarán oportunamente.

2.1.2.2 Riesgos específicos a cada sector

Sector forestal

Fluctuaciones en el precio de la celulosa, de los productos de madera y derivados de ella

Los precios de la celulosa, así como de los productos de madera y sus derivados, pueden experimentar variaciones significativas en períodos cortos y están estrechamente relacionados con los precios internacionales. En caso de que alguno de estos productos experimente una caída significativa en su precio, podría tener un impacto negativo en los ingresos, resultados y situación financiera de ARAUCO. Es importante tener en cuenta que los principales factores que influyen en los precios de la celulosa y los productos de madera son la demanda global, la capacidad de producción a nivel mundial, las estrategias comerciales de los principales productores integrados y la disponibilidad de productos alternativos (Empresas Copec S.A, 2023).

Con el fin de mitigar este riesgo, ARAUCO se enfoca constantemente en mejorar su eficiencia y reducir costos, buscando aumentar su competitividad en el mercado.

Aumento en la competencia en los mercados donde participa Arauco

ARAUCO enfrenta una intensa competencia a nivel global en todos los mercados en los que opera y en todas las líneas de productos que ofrece. La industria de la celulosa está influenciada por cambios en la capacidad de producción, los inventarios de los fabricantes y los ciclos económicos a nivel mundial. Estos factores pueden tener un impacto significativo en los precios de venta y, por lo tanto, en la rentabilidad de la compañía. La competencia cada vez más fuerte en el mercado global de la celulosa y los productos de madera podría afectar negativamente el negocio de ARAUCO, su situación financiera, sus resultados y su flujo de efectivo (Empresas Copec S.A, 2023).

Con el fin de mitigar este riesgo, la filial se esfuerza constantemente en mejorar la eficiencia y reducir costos para aumentar su competitividad en el mercado.

La evolución de la economía mundial y especialmente de la economía de Asia y Estados Unidos

La economía global y, en particular, la producción industrial a nivel mundial, desempeñan un papel fundamental en la demanda de celulosa, papel y productos de madera. Una disminución en la actividad económica, tanto a nivel local como internacional, puede tener un impacto en la demanda y en los precios de venta de los productos de ARAUCO, lo que a su vez puede afectar su flujo de caja, resultados operativos y financieros. Especialmente, ARAUCO podría enfrentar desafíos si se producen cambios en las condiciones económicas de Asia y Estados Unidos. Es importante considerar estos factores en la evaluación del desempeño y perspectivas de la empresa (Empresas Copec S.A., 2023).

Plagas e incendios forestales

Las operaciones de Arauco están expuestas a riesgos relacionados con plagas que pueden afectar los bosques que proveen la materia prima, así como a incendios forestales que podrían propagarse hasta las instalaciones de producción. La presencia de estos riesgos puede ocasionar impactos negativos significativos en los activos de Arauco. Para hacer frente a la amenaza de los incendios forestales, Arauco ha fortalecido progresivamente sus medidas de prevención y combate de incendios. Además, la compañía cuenta con pólizas de seguro que brindan cobertura en este sentido (Empresas Copec S.A., 2023).

Riesgos relacionados con el medioambiente

Arauco está sujeta a las leyes y regulaciones ambientales en los países donde opera, las cuales abarcan diversas áreas como la evaluación de impacto ambiental de los proyectos, la protección del medio ambiente y la salud humana, la gestión y eliminación de residuos, entre otras áreas. Eventuales cambios en las leyes ambientales, así como en su interpretación o aplicación, podrían generar la necesidad de realizar inversiones significativas, aumentar los costos operativos y limitar las operaciones de la empresa. La filial se compromete a cumplir con todas las normativas ambientales y se mantiene atenta a los cambios normativos para adaptarse a ellos de manera responsable (Empresas Copec S.A., 2023).

Paralización temporal de cualquiera de las plantas de Arauco

Una interrupción significativa en cualquiera de las plantas de producción de Arauco en el sector forestal podría tener consecuencias adversas para la empresa. Esto incluye la incapacidad de satisfacer la demanda de los clientes, no alcanzar los objetivos de producción establecidos y la necesidad de realizar inversiones no planificadas. Estos factores podrían resultar en menores ventas y tener un impacto negativo en los resultados financieros de la empresa. Las instalaciones de Arauco también están expuestas a diversos riesgos operativos, como detenciones no programadas debido a mantenimiento, cortes prolongados de energía, derrames químicos, problemas laborales, conflictos sociales y otros problemas operativos (Empresas Copec S.A., 2023).

Para mitigar parcial o totalmente estos riesgos, Arauco implementa estrategias específicas. Esto incluye llevar a cabo mantenciones programadas regularmente en sus plantas de producción, contar con plantas de generación de energía mediante biomasa para asegurar el suministro energético, mantener pólizas de seguros adecuadas, implementar políticas ambientales estrictas y realizar inversiones significativas en seguridad laboral. Estas medidas buscan minimizar la posibilidad de interrupciones operativas y mitigar los impactos negativos que podrían surgir de eventos inesperados en las instalaciones de Arauco.

Riesgos de tipo de cambio y tasa de interés

La mayoría de las afiliadas del sector forestal registran sus transacciones contables en dólares estadounidenses, lo cual las expone al riesgo de sufrir pérdidas debido a las fluctuaciones en los tipos de cambio. Este riesgo se presenta cuando los activos y

pasivos de las empresas están denominados en monedas distintas a su moneda funcional.

Para mitigar este riesgo, Empresas Copec S.A. y sus filiales emplean contratos de derivados financieros, ya que estos instrumentos permiten cubrir parte de los riesgos asociados a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Sector energía

El riesgo significativo para los negocios de distribución de combustibles y gas licuado está relacionado principalmente con el margen de distribución, más que con el nivel de precios del petróleo y sus derivados. Este margen está influenciado principalmente por los factores de competencia que se presentan en los mercados a diario. Por otro lado, las variaciones en los precios internacionales de los combustibles afectan el valor del inventario de la compañía.

La política de la empresa es no cubrir permanentemente el stock de inventario, ya que las fluctuaciones al alza y a la baja tienden a compensarse a largo plazo. Sin embargo, en casos de sobre stocks puntuales, debido a la metodología de fijación de precios de mercado, no se ha encontrado un instrumento de cobertura que mitigue completamente este riesgo. Para mitigar parcialmente este riesgo, Empresas Copec S.A. utiliza derivados financieros para cubrir parte de los resultados de Copec y Abastible (Empresas Copec S.A., 2023).

Riesgos relacionados con el medioambiente

Cualquier cambio futuro en las leyes medioambientales, así como en su interpretación o aplicación, puede tener un impacto significativo en las empresas del sector energético.

Estos cambios pueden resultar en mayores necesidades de capital para cumplir con los nuevos requisitos, incrementar los costos operativos debido a la implementación de medidas adicionales y llevar a limitaciones en las operaciones actuales.

Para hacer frente a estos desafíos, las afiliadas del sector energético han obtenido las principales certificaciones de normas de seguridad, salud laboral y gestión ambiental. El objetivo de obtener estas certificaciones es asegurar el cumplimiento de las normativas vigentes, minimizar los riesgos asociados a la operación y mantener un compromiso con las mejores prácticas en términos de seguridad y sostenibilidad ambiental. Además, estas certificaciones refuerzan la confianza de los clientes, proveedores y otras partes interesadas en la gestión responsable y segura de las actividades de las empresas del sector energético (Empresas Copec S.A., 2023).

Cambios en leyes y regulaciones

Es cierto que cambios en las leyes y regulaciones que afectan a las industrias de combustibles y gas licuado pueden tener un impacto significativo en las operaciones y los resultados de las empresas del sector. Estas leyes y regulaciones pueden abordar una variedad de aspectos, como la seguridad, la protección ambiental, la eficiencia energética y la fiscalidad, entre otros.

Los cambios en las leyes y regulaciones pueden imponer nuevos requisitos y estándares a las empresas, lo que podría implicar costos adicionales para adaptarse y cumplir con dichas normativas.

Sector pesquero

El sector pesquero se enfrenta a diversos factores de riesgo que pueden afectar sus resultados. En primer lugar, la disponibilidad de especies pelágicas en las zonas de pesca es un factor crucial, ya que la captura de estas especies es fundamental para la producción y el desempeño del sector. Variaciones en la cantidad y ubicación de estas especies pueden influir en los volúmenes de captura y, por lo tanto, en los resultados de las compañías pesqueras (Empresas Copec S.A., 2023).

Otro factor de riesgo importante es el precio de mercado de la harina y el aceite de pescado, productos obtenidos a partir de la transformación de la materia prima pesquera. La oferta y la demanda de estos productos, especialmente la producción peruana y la demanda asiática, especialmente en China, desempeñan un papel determinante en la formación de precios. Fluctuaciones en la oferta y la demanda pueden impactar los precios de mercado, lo que a su vez afecta los ingresos y la rentabilidad de las compañías.

Dado que gran parte de la producción pesquera se destina a la exportación, las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un impacto significativo en los resultados del sector. La transacción en dólares de la harina y el aceite de pescado hace que los ingresos estén indexados a esta moneda. Por lo tanto, las fluctuaciones en el tipo de cambio pueden influir en la rentabilidad de las exportaciones y en la conversión de ingresos en moneda local (Empresas Copec S.A., 2023).

Para mitigar el riesgo cambiario, las compañías del sector pesquero pueden utilizar instrumentos financieros como forwards u otros derivados para cubrir parte de sus ingresos en dólares y reducir la exposición a las fluctuaciones cambiarias.

2.1.3 Acciones de la compañía

Empresas Copec es una sociedad anónima abierta y está sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero. Al 31 de marzo del 2023, existen 6.360 accionistas registrados y 1.299.853.848 acciones ordinarias, todas de un mismo valor (CMF, Comisión para el Mercado Financiero, 2023). Asimismo, la acción de Empresas Copec S.A se transa en la Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile bajo el código nemotécnico COPEC. Lo anterior se expresa en el siguiente recuadro:

Cuadro 1 Antecedentes de Empresas Copec S.A.

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	COPEC
Clase de acción	Acción Ordinaria
Derechos de cada clase	Derecho a dividendos – Derecho a voto
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Empresas Copec es un holding financiero que participa en dos grandes áreas de actividad: recursos naturales, donde cuenta con claras ventajas competitivas, y energía, estrechamente ligada al crecimiento y desarrollo productivo de los países.
Rubros y países donde opera	Rubro forestal, energético, pesquero y otras inversiones. Opera en Chile, Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, Colombia, Ecuador, España, Estados Unidos, México, Panamá, Perú, Portugal, República Dominicana, Sudáfrica y Uruguay.

Fuente: Memoria integrada 2022 (Empresas Copec S.A., 2023)

Se puede apreciar en el recuadro que a través de los sectores que abarca la empresa tiene presencia internacional, lo cual permite comercializar una amplia gama de productos en más de 80 países en todos los continentes. Dicho esto, se presenta a continuación mayor detalle sobre los ingresos y EBITDA de los rubros asociados a cada país en el que opera Empresas Copec S.A.

Cuadro 2 Ingresos de Empresas Copec S.A y EBITDA por segmento.

Países y rubros donde opera Para el año 2022	Ingresos (en MUS\$)	%	EBITDA (en MUS\$)	%
Forestal	7.098.798	23,07%	2.230.615	61,44%
Chile	3.701.893	12,03%		
Arauco	3.701.893	12,03%		
Mercado internacional	3.396.905	11,04%		
Arauco	3.396.905	11,04%		
Energía	23.380.546	76,00%	1.360.390	37,47%
Chile	12.193.903	39,64%		
Copec	11.479.053	37,31%		
Abastible	672.018	2,18%		
Sonacol	42.832	0,14%		
Mercado internacional	11.186.643	36,36%		
Copec	10.368.082	33,70%		
Abastible	818.561	2,66%		
Sonacol	-	0,00%		
Pesquero	285670	0,93%	49.364	1,36%
Chile	285.670	0,93%		
Igemar	285.670	0,93%		
Mercado internacional	-	0,00%		
Igemar	-	0,00%		
Otros	168	0,00%	-19.262	(0,53%)
Chile	168	0,00%		
Mercado internacional	-	0,00%		
Ajustes			9.388	0,26%
Subtotal Chile	16.181.634	52,60%		
Subtotal MI	14.583.548	47,40%		
Total	30.765.182	100%	3.630.495	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la Memoria integrada 2022 (Empresas Copec S.A., 2023). *Nota:* Los EEFF de la compañía no apertura los ingresos por país extranjero y sector. Por otra parte, Los EEFF de la compañía no apertura el EBITDA por país extranjero.

Como se puede apreciar en el recuadro anterior, los ingresos de la compañía se concentran principalmente en el mercado nacional con un 52,6% y un 47,4% en el mercado internacional. A su vez, con un 39,6% y un 36,4%, el sector energético es donde se concentra la mayor cantidad de ingresos tanto en el mercado local como extranjero

respectivamente. Por otra parte, el sector forestal concentra la mayor parte del EBITDA de la compañía con un 61,4% respecto del total. Además, el sector energético procede al sector forestal con un 37,5% del EBITDA total, siendo Copec quien concentra gran parte del EBITDA de este sector con un 32,2%. Dicho esto, Arauco y Copec concentran más del 90% del EBITDA de la compañía.

Si bien los EEFF no apertura los ingresos por país y por sector, en el siguiente Cuadro se puede visualizar los ingresos por país en los que opera la compañía, destacando Chile y Colombia como los países en donde se concentra la mayor cantidad de ingresos con un 71,8% de los ingresos totales.

Cuadro 3 Ingresos de Empresas Copec S.A. segmentando por país.

ingresos por país MUS\$	2022 (En MUS\$)	%
Argentina	600.923	1,95%
Brasil	658.329	2,14%
Chile	16.181.634	52,60%
Colombia	5.903.046	19,19%
Panamá	1.169.746	3,80%
República Dominicana	734.738	2,39%
Ecuador	441.676	1,44%
México	650.870	2,12%
Perú	455.443	1,48%
Uruguay	607.011	1,97%
USA/Canadá	3.361.766	10,93%
Total	30.765.182	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la Memoria integrada 2022 (Empresas Copec S.A., 2023).

2.1.4 Principales accionistas

Considerando la información expuesta por Empresas Copec S.A. en el sitio web de Comisión para el Mercado Financiero, conforme al detalle de los principales accionistas

de la compañía al 31 de marzo de 2023, el controlador principal es AntarChile S.A. con un 60,82% de las acciones. A su vez, Inversiones Angelini y Cia es el controlador principal de AntarChile S.A. Lo anterior se detalla en el siguiente recuadro.

Cuadro 4 Principales accionistas de Empresas Copec S.A.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
ANTARCHILE S.A.	790.581.560	790.581.560	60,82%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	35.882.721	35.882.721	2,76%
FORESTAL Y PESQUERA CALLAQUI S.A.	29.731.091	29.731.091	2,29%
VIECAL S.A.	29.439.066	29.439.066	2,26%
BANCO SANTANDER - JP MORGAN	26.681.662	26.681.662	2,05%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	23.559.749	23.559.749	1,81%
MINERA VALPARAISO S.A.	22.027.125	22.027.125	1,69%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA	19.564.264	19.564.264	1,51%
FORESTAL Y PESQUERA COPAHUE S.A.	18.692.371	18.692.371	1,44%
SERVICIOS Y CONSULTORIA LTDA.	15.446.423	15.446.423	1,19%
BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S.A.	15.148.376	15.148.376	1,17%
FONDO DE PENSIONES HABITAT C	14.301.365	14.301.365	1,10%

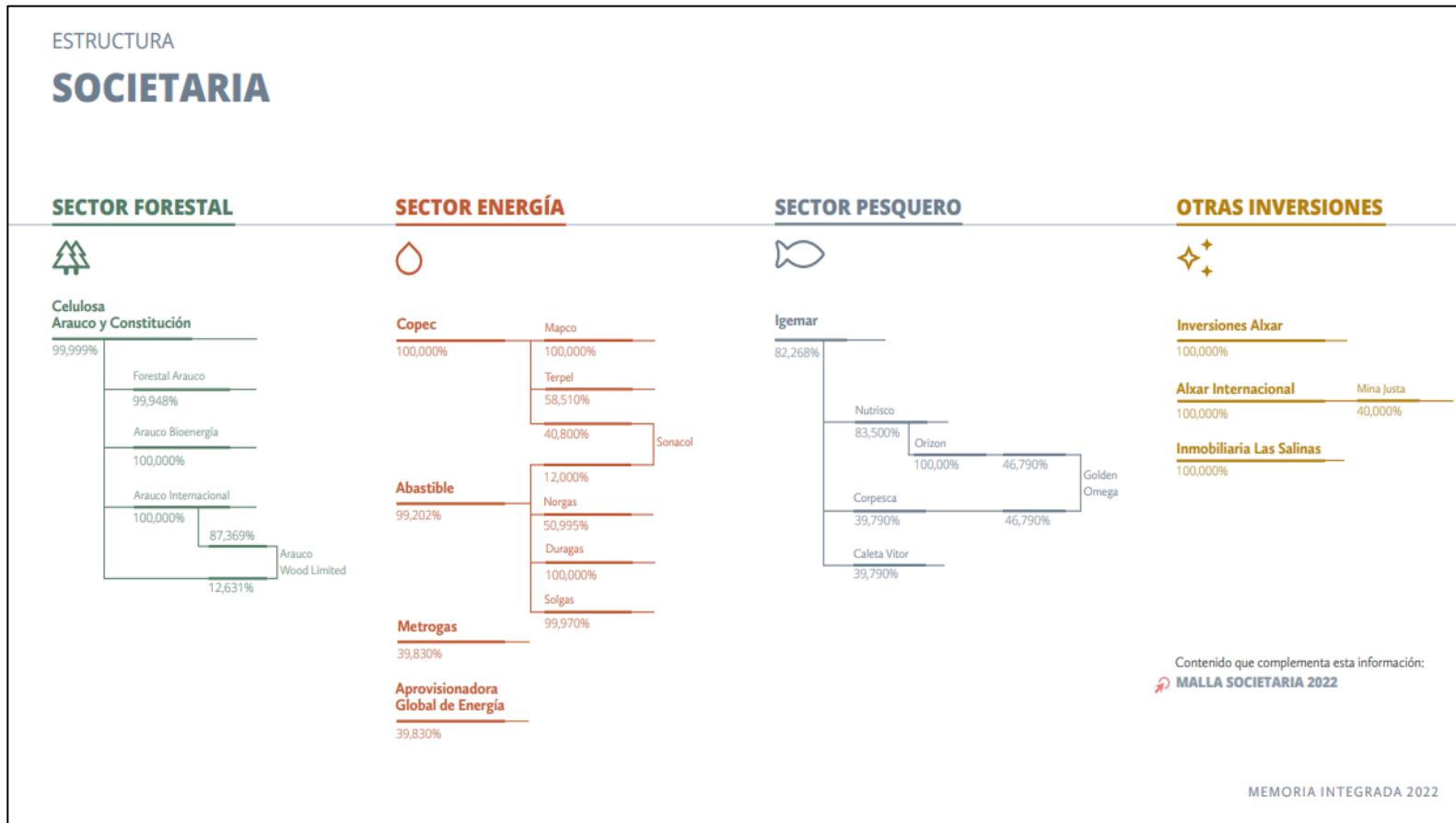
Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF, 2023).

2.1.5 Filiales

Conforme a la memoria integrada presentada para el ejercicio 2022, la estructura societaria de Empresas Copec S.A se clasifica en cuatro sectores: forestal, energía,

pesquero y otras inversiones. En la siguiente figura se identifican las principales filiales y el sector al que pertenecen.

Figura 1 Estructura societaria de Empresas Copec S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de información extraída de la Memoria integrada 2022 (Empresas Copec S.A., 2023).

2.2 Descripción de la industria

Empresas Copec S.A. se define como una empresa de clase mundial que busca proporcionar una rentabilidad atractiva a largo plazo a sus inversionistas y contribuir al desarrollo de Chile y los diferentes países donde realiza sus actividades productivas y comerciales. Para lograr esto, invierte principalmente en energía y recursos naturales, así como en áreas de negocios donde pueda crear valor de manera sostenible. En este sentido, Empresas Copec S.A. tiene tres sectores industriales principales: Forestal, Energético y Pesquero. En las secciones siguientes se describirá la situación actual de cada uno de estos sectores, la regulación que los rige y se analizarán empresas similares y/o comparables dentro de estas industrias.

2.2.1 Estado actual

Para cada uno de los sectores la situación actual es distinta entre sí influyendo los productos y recursos que se elaboran para cada rubro. A continuación, se presenta la situación actual para cada uno de los sectores mencionados y los principales competidores de la industria.

2.2.1.1 Sector forestal

La industria forestal se ve afectada por dos tipos de productos: Celulosa y madera. Para el caso de la celulosa, se observa una disminución en los precios de todos los grados de celulosa porque los inventarios a nivel mundial han aumentado por la normalización de la cadena logística, lo que ha permitido la liberación de grandes cantidades al mercado forestal. Pese a que la oferta de celulosa en general se encuentra normalizada, existen restricciones en la oferta de fibra corta por parte de los productores escandinavos,

quienes se han visto afectados por la escasez de materia prima y han centrado su producción en fibra larga (Empresas Copec S.A, 2023).

En Asia, particularmente en China, aún existe una demanda poco activa con una producción en proceso de normalización de inventarios y retrasos en las entregas. La principal dificultad radica en la demanda de papeles en general, debido a la menor actividad económica y los altos costos de la celulosa, lo que ha ejercido presión sobre los márgenes y ha llevado a muchos productores a planificar paradas parciales de producción para regular los niveles de inventario. Sin embargo, con el levantamiento de las restricciones por el coronavirus, se aprecia optimismo en el sector.

En Europa, se ha observado una disminución en la demanda de papeles, especialmente en productos utilizados en la industria del embalaje, así como en papeles de impresión y escritura. En cuanto a la celulosa, la demanda se mantuvo sólida, aunque se ha registrado caídas. El mercado de papeles se encuentra bajo presión debido a las importaciones procedentes de Asia, como resultado de una demanda débil, ajustes de precios en esos mercados y una fuerte disminución en los costos de fletes marítimos (Empresas Copec S.A, 2023).

Respecto al mercado de la madera esta se vio afectada en 3 ámbitos: Madera aserrada y remanufactura, terciados, y paneles. Sobre la madera aserrada y remanufactura, cayeron los niveles de venta por causa de las restricciones en China asociadas a Covid, problemas inmobiliarios y por un bajo crecimiento económico. El resto de Asia y Europa estuvieron afectados por inventarios elevados, altas tasas de interés e incertidumbre. Asimismo en la remanufactura, el efecto de la alta inflación, las subidas de tasas de interés, los altos inventarios en la cadena logística y una mayor oferta desde Asia y América Latina, decayó la demanda en EEUU disminuyendo las ventas (Empresas Copec S.A., 2023).

Respecto al plywood, disminuyó la demanda por este producto afectando volúmenes y precios. Lo anterior es provocado principalmente por el aumento de la inflación y a las tasas de interés más altas en América y Oceanía, repercutiendo directamente en los sectores de la construcción y las remodelaciones. Además, el complicado escenario

provocado por la guerra en Europa ha afectado la demanda y ha resultado en mayores costos.

Sobre los paneles MDF, PB, y melaminas, los volúmenes y precios se vieron afectados por el aumento de las exportaciones desde Brasil hacia el resto de la región. Referente a la demanda, se proyecta un efecto a la baja debido a un escenario de alta inflación, mayores tasas de interés, devaluación de las monedas frente al dólar, altos niveles de inventario e incertidumbre política en algunos países de Sudamérica (Empresas Copec S.A., 2023) .

Respecto a los competidores que se pueden identificar en la industria se encuentra Empresas CMPC S.A (empresa nacional) y Suzano S.A. (empresa internacional brasilera).

Empresas CMPC S.A

CMPC es una destacada empresa multinacional con una historia de 102 años y se posiciona como una de las principales compañías forestales en América Latina, participando en varios segmentos de esta industria. Sus actividades productivas y comerciales se dividen en tres segmentos operativos: Celulosa, Biopackaging y Softys. La compañía se encarga de coordinar estratégicamente estas áreas y proporcionar funciones de apoyo administrativo, financiero y de relaciones externas (Empresas Copec S.A., 2023).

La esencia de CMPC se basa en el bosque, la fibra natural y sus productos, y se compromete a contribuir a una sociedad sostenible. La empresa lleva a cabo operaciones industriales y forestales en ocho países de América Latina, incluyendo Chile, Brasil, Argentina, México, Perú, Colombia, Uruguay y Ecuador. Además, cuenta con oficinas en Estados Unidos, Alemania, Finlandia y China (Empresas CMPC S.A., 2023).

CMPC opera con 49 plantas de fabricación distribuidas en Chile, Argentina, Perú, Uruguay, México, Colombia, Brasil y Ecuador. Sus productos se comercializan principalmente en Chile, Asia, Europa y Brasil. La empresa se destaca por su enfoque en la sostenibilidad, la innovación y el desarrollo de soluciones que utilizan recursos naturales de manera responsable y respetuosa con el medio ambiente.

Suzano Papel e Celulose

Suzano Papel e Celulose es una destacada empresa brasileña líder en la industria de producción de papel y celulosa. Con una trayectoria de más de 90 años desde su fundación en 1924, se ha convertido en uno de los principales fabricantes de celulosa de eucalipto a nivel mundial y tiene una fuerte presencia en el mercado global. Su actividad principal se centra en los segmentos de pulpa (utilizada en la fabricación de papel y pañales) y papel (cartón, impresión y escritura, y tejidos). Suzano es reconocida como uno de los principales productores de pulpa y papel de manera verticalmente integrada en Brasil y América Latina (Suzano S.A., 2023).

La empresa se beneficia de su capacidad de producción a gran escala, así como de la proximidad de sus plantaciones forestales a sus instalaciones de producción, lo que le permite obtener importantes economías de escala y costos de producción reducidos. Además, Suzano invierte en innovación, centrándose en el uso de materias primas renovables y la aplicación de biotecnología, con el objetivo de mantener prácticas sostenibles en la elaboración de sus productos (Suzano S.A., 2023).

Suzano Papel e Celulose es reconocida por su compromiso con la sostenibilidad y busca promover prácticas responsables en toda su cadena de valor. La empresa se esfuerza por utilizar recursos de manera eficiente, minimizar el impacto ambiental y promover el desarrollo social y económico en las comunidades donde opera.

Klabin S.A.

Klabin S.A. es una empresa brasileña líder en el sector de papel y embalaje con una rica historia que se remonta a su fundación en 1899. La compañía opera en diversos segmentos de la industria, incluyendo la producción de papel kraftliner, envases de cartón corrugado, papeles para embalaje y celulosa de mercado. Además, Klabin se destaca por su compromiso con la sostenibilidad, implementando prácticas de manejo forestal sostenible y participando en proyectos de conservación ambiental. La empresa exporta sus productos a más de 80 países, lo que la convierte en un actor importante en el comercio internacional de papel y embalaje. Su cotización en la Bolsa de Valores de São Paulo y en la Bolsa de Valores de Nueva York la hace accesible para inversores en todo el mundo. Klabin también ha demostrado un enfoque constante en la innovación, particularmente en el desarrollo de biomateriales y productos sostenibles (Klabin S.A., 2023).

En términos financieros, Klabin ha mantenido un desempeño sólido y ha experimentado un crecimiento constante en sus ingresos y beneficios a lo largo de los años. La empresa continúa invirtiendo en investigación y desarrollo para mejorar sus productos y procesos, lo que la posiciona como un actor influyente en la industria del papel y el embalaje, tanto en Brasil como en el escenario internacional. Tiene presencia local en Brasil siendo líder en el rubro de la producción de papel y, además, cuenta con sede internacional en Argentina, Estados Unidos y Austria implicando que su actuar global y su compromiso con la sostenibilidad la hacen destacar en un sector clave para el comercio y la conservación del medio ambiente (Klabin S.A., 2023).

2.2.1.2 Sector energía

En el mercado nacional, las ventas físicas de Copec aumentaron en comparación con el ejercicio anterior ya que los volúmenes de combustibles líquidos asociados a estaciones de servicio aumentaron un 5,2%, mientras que los del canal industrial lo hicieron en un 4,7% respecto al año 2021. En el caso de Terpel, las ventas físicas de combustibles líquidos aumentaron un 14,9% en términos consolidados, impulsadas por aumentos de volúmenes en Colombia (15,8%), Panamá (9,7%), Ecuador (7,9%), República Dominicana (19,0%) y Perú (68,1%). Por otro lado, Mapco experimentó una disminución en los volúmenes de combustibles líquidos del 13,3% (Empresas Copec S.A, 2023).

En cuanto a las ventas físicas de gas licuado de Abastible, se registró un crecimiento del 6,1%, 5,0% y 0,4% en Ecuador, Perú y Colombia, respectivamente.

Respecto a los competidores que se pueden identificar en la industria se encuentran Shell Chile S.A. y Petrobras.

Shell Chile S.A.

Shell es una de las principales empresas de energía a nivel mundial y en Chile cuenta con una amplia presencia a través de más de 450 Estaciones de Servicio. Ofrecen una variedad de productos y servicios que incluyen combustibles, tiendas de conveniencia y lubricantes. A nivel global, Shell es un grupo energético que opera en diversas áreas, incluyendo compañías petroquímicas, y cuenta con aproximadamente 93,000 empleados distribuidos en más de 70 países y territorios. La empresa se esfuerza por satisfacer la creciente demanda de energía de manera económica y socialmente responsable, siempre teniendo en cuenta la protección del medio ambiente (Shell, 2023).

En Chile, Shell proporciona una amplia gama de productos y servicios diseñados para soluciones industriales. Estos abarcan desde combustibles hasta productos químicos y

lubricantes. Actualmente, Shell atiende a diversas industrias en el país, incluyendo aviación, transporte, marítimo, construcción, forestal y minería, entre otras (Shell, 2023)

Petróleo Brasileiro S.A.

Petrobras es una empresa estatal brasileña que se dedica principalmente a la exploración, producción, refinación y comercialización de petróleo y gas natural. Es una de las principales compañías de energía en América Latina y desempeña un papel fundamental en la industria energética de Brasil al ser responsable de la mayor parte de la producción de petróleo y gas en el país. A nivel mundial, Petrobras es uno de los mayores productores de petróleo y gas, con actividades en exploración y producción, refinación, generación de energía y comercio (Petrobras S.A, 2023).

La empresa cuenta con una extensa base de reservas y ha adquirido experiencia en la exploración y producción en aguas profundas y ultra profundas, especialmente en las cuencas marítimas de Brasil.

Para satisfacer la demanda de productos petrolíferos, Petrobras utiliza una combinación planificada de refinación a nivel nacional y la importación de productos terminados, siempre buscando generar valor. Además, la empresa participa en la producción de petroquímicos a través de inversiones en otras empresas y distribuye sus productos a través de mayoristas y minoristas.

2.2.1.3 Sector pesquero

Durante finales de 2022 e inicio de 2023, el desembarque total de la industria pesquera en la zona centro-sur de Chile alcanzó las 978 mil toneladas. Esta cifra representa un aumento del 1% en comparación con el mismo período del año anterior. El incremento se debe a un aumento del 12% en la pesca propia, que fue parcialmente compensado por una disminución del 9% en los desembarques artesanales.

En cuanto a la producción de harina de pescado, los principales productores como Perú, Chile y Europa (que representan aproximadamente el 50% de la producción mundial) alcanzaron un total de 1,96 millones de toneladas, representando una disminución del en comparación al año 2021. La reducción se debe principalmente a una menor producción en Perú que no pudo ser compensada por los otros países productores. Asimismo, el mercado chino, que es el principal importador mundial de harina de pescado, disminuyó las toneladas que adquirió en comparación con periodos anteriores (Empresas Copec S.A, 2023).

Se desprende que en territorio nacional los desembarques de la industria pesquera aumentaron y, por otro lado, la producción de harina de pescado se redujo a nivel global.

Respecto a los competidores que se pueden identificar en la industria se encuentra Camanchaca S.A.

Camanchaca S.A.

Camanchaca es una empresa con una trayectoria de más de 60 años en el sector alimenticio. Su actividad principal se centra en la captura, cultivo y producción de pescados y mariscos, ofreciendo alimentos saludables y nutritivos. Operan en diferentes regiones de Chile y exportan sus productos a más de 70 países en todo el mundo. La sede central de la empresa se encuentra en la Región Metropolitana, y además cuentan con cinco oficinas comerciales y de representación en distintos lugares del mundo. Camanchaca se involucra en tres áreas de negocio principales: la salmonicultura, la pesca extractiva y otros cultivos, especialmente enfocados en la adquisición de semillas y el cultivo de mejillones (Camanchaca S.A., 2023).

La compañía se caracteriza por su integración vertical en la cadena productiva y de distribución. Exportan sus productos a través de sus cinco oficinas y representaciones comerciales en los principales mercados. La empresa cuenta con aproximadamente 4,000 colaboradores en promedio.

2.2.2 Regulación y fiscalización

Sector forestal

La regulación principal del manejo y la cosecha de bosques se encuentra en la Ley de Bosques de 1931 y el Decreto Ley N° 701 de 1974. Estas leyes establecen una serie de disposiciones y restricciones para la gestión y la recolección de los bosques. En áreas que se consideran preferentemente forestales o que tienen bosques nativos o plantaciones, todas las actividades forestales, incluyendo el raleo, deben cumplir con planes de manejo que requieren la aprobación de la Corporación Nacional Forestal (Empresas Copec S.A., 2023).

Por otra parte, ARAUCO al igual que otras empresas, está sujeta a leyes medioambientales y regulaciones en los países donde opera. Estas normas se aplican a diversas áreas relacionadas con el medio ambiente, como la realización de evaluaciones de impacto ambiental para proyectos, la protección del medio ambiente y la salud humana, la gestión y eliminación adecuada de desechos, las emisiones al aire, suelo y agua, y la obligación de remediar cualquier daño ambiental cuando sea necesario. En este sector se deben cumplir con todas estas regulaciones para garantizar un enfoque responsable y sostenible en sus operaciones.

Sector Energía

En Chile, las filiales del sector energético están reguladas por la Ley N°18.410, la cual establece la creación de la Superintendencia de Electricidad y Combustibles. El propósito de esta entidad es fiscalizar y supervisar el cumplimiento de las disposiciones legales, reglamentarias y normas técnicas relacionadas con la generación, producción, almacenamiento, transporte y distribución de combustibles líquidos, gas y electricidad. Su objetivo es asegurar que los servicios proporcionados a los usuarios cumplan con los

estándares establecidos en dichas disposiciones y normas técnicas, y que las operaciones y el uso de los recursos energéticos no representen peligro para las personas o las propiedades (Empresas Copec S.A., 2023).

Además, se aplica el Decreto Supremo N°160 del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, el cual establece el "Reglamento de Seguridad para las Instalaciones y Operaciones de Producción y Refinación, Transporte, Almacenamiento, Distribución y Abastecimiento de Combustibles Líquidos". Este reglamento tiene como objetivo garantizar la seguridad en todas las etapas del proceso, desde la producción y refinación hasta el transporte, almacenamiento, distribución y suministro de combustibles líquidos.

Sector pesquero

A nivel nacional, las filiales del sector pesquero en Chile están reguladas por la Ley N°20.657, que reemplazó a la Ley General de Pesca y Acuicultura (LGPA) N°18.892 en 2013. Esta legislación tiene como objetivo principal privilegiar el enfoque científico en la gestión pesquera, utilizando conceptos como el Rendimiento Máximo Sostenible (RMS) y los Puntos Biológicos de Referencia (PBR).

La ley también introduce las Licencias Transables de Pesca (LTP), que son porciones de la cuota industrial anual asignadas a cada empresa pesquera en función de sus capturas históricas. En el caso de empresas como Orizon y Corpesca, estas licencias corresponden a la Clase A y tienen una vigencia de 20 años, renovables. Son divisibles, transferibles, cedibles y pueden ser objeto de transacciones legales (Empresas Copec S.A., 2023).

Además, esta ley establece un mecanismo de licitaciones para hasta el 15% de la fracción industrial de la cuota global cuando esta última supere ciertos límites. También incluye impuestos específicos, pago de patentes para las embarcaciones en operación, un nuevo fraccionamiento de las cuotas globales anuales que implica la transferencia de cuotas del sector industrial al artesanal, y nuevos requisitos de fiscalización para embarcaciones artesanales con una eslora superior a 12 metros.

A nivel internacional, en agosto de 2012 entró en vigor la Organización Regional de Pesca del Pacífico Sur (ORP), ratificada por Chile. Las decisiones de la ORP son vinculantes para los países de la costa del Pacífico que son signatarios del acuerdo, y establecen la cuota global de captura anual de los recursos pesqueros a la que cada país miembro debe ajustarse (Empresas Copec S.A., 2023).

2.2.3 Riesgos

Al igual que los riesgos descritos para Empresas Copec S.A, los sectores contemplan riesgos similares. A continuación, se describen los riesgos para cada segmento.

2.2.3.1 Sector forestal

Fluctuaciones en el precio de la celulosa, de los productos de madera y derivados de ella

Los precios de la celulosa, así como de los productos de madera y sus derivados, pueden experimentar variaciones significativas en períodos cortos y están estrechamente relacionados con los precios internacionales. En caso de que alguno de estos productos experimente una caída significativa en su precio, podría tener un impacto negativo en los ingresos, resultados y situación financiera de las empresas de este rubro. Es importante tener en cuenta que los principales factores que influyen en los precios de la celulosa y los productos de madera son la demanda global, la capacidad de producción a nivel mundial, las estrategias comerciales de los principales productores integrados y la disponibilidad de productos alternativos (Empresas Copec S.A., 2023).

Aumento en la competencia en los mercados donde participa Arauco

La industria forestal enfrenta una intensa competencia a nivel global en todos los mercados en los que opera y en todas las líneas de productos que ofrece. La industria de la celulosa está influenciada por cambios en la capacidad de producción, los inventarios de los fabricantes y los ciclos económicos a nivel mundial. Estos factores pueden tener un impacto significativo en los precios de venta y, por lo tanto, en la rentabilidad del sector. La competencia cada vez más fuerte en el mercado global de la celulosa y los productos de madera podría afectar negativamente el negocio de las compañías, su situación financiera, sus resultados y su flujo de efectivo (Empresas Copec S.A., 2023).

La evolución de la economía mundial y especialmente de la economía de Asia y Estados Unidos

La economía global y, en particular, la producción industrial a nivel mundial, desempeñan un papel fundamental en la demanda de celulosa, papel y productos de madera. Una disminución en la actividad económica, tanto a nivel local como internacional, puede tener un impacto en la demanda y en los precios de venta de los productos de las empresas, lo que a su vez puede afectar su flujo de caja, resultados operativos y financieros. Especialmente, las empresas de Latinoamérica podrían enfrentar desafíos si se producen cambios en las condiciones económicas de Asia y Estados Unidos (Suzano S.A., 2023).

Plagas e incendios forestales

Las operaciones forestales están expuestas a riesgos relacionados con plagas que pueden afectar los bosques que proveen la materia prima, así como a incendios forestales que podrían propagarse hasta las instalaciones de producción. La presencia

de estos riesgos puede ocasionar impactos negativos significativos en los activos de de las compañías del sector (Empresas Copec S.A., 2023).

Riesgos relacionados con el medioambiente

El sector forestal está sujeto a las leyes y regulaciones ambientales en los países donde se ejerce, las cuales abarcan diversas áreas como la evaluación de impacto ambiental de los proyectos, la protección del medio ambiente y la salud humana, la gestión y eliminación de residuos, entre otras áreas. Eventuales cambios en las leyes ambientales, así como en su interpretación o aplicación, podrían generar la necesidad de realizar inversiones significativas, aumentar los costos operativos y limitar las operaciones de las empresas (Empresas Copec S.A., 2023).

Paralización temporal de cualquiera de las plantas de Arauco

Una interrupción significativa en cualquiera de las plantas de producción de las compañías del sector forestal podría tener consecuencias adversas. Esto incluye la incapacidad de satisfacer la demanda de los clientes, no alcanzar los objetivos de producción establecidos y la necesidad de realizar inversiones no planificadas. Estos factores podrían resultar en menores ventas y tener un impacto negativo en los resultados financieros de las empresas a nivel global. Las instalaciones de producción también están expuestas a diversos riesgos operativos, como detenciones no programadas debido a mantenimiento, cortes prolongados de energía, derrames químicos, problemas laborales, conflictos sociales y otros problemas operativos (Empresas Copec S.A., 2023).

Riesgos de tipo de cambio y tasa de interés

La mayoría de las empresas del sector forestal registran sus transacciones contables en dólares estadounidenses, lo cual las expone al riesgo de sufrir pérdidas debido a las fluctuaciones en los tipos de cambio. Este riesgo se presenta cuando los activos y pasivos de las empresas están denominados en monedas distintas a su moneda funcional (Empresas Copec S.A., 2023).

2.2.3.2 Sector energía

El riesgo significativo para los negocios de distribución de combustibles y gas licuado está relacionado principalmente con el margen de distribución, más que con el nivel de precios del petróleo y sus derivados. Este margen está influenciado principalmente por los factores de competencia que se presentan en los mercados a diario. Por otro lado, las variaciones en los precios internacionales de los combustibles afectan el valor del inventario de la compañía.

Riesgos relacionados con el medioambiente

Cualquier cambio futuro en las leyes medioambientales, así como en su interpretación o aplicación, puede tener un impacto significativo en las empresas del sector energético. Estos cambios pueden resultar en mayores necesidades de capital para cumplir con los nuevos requisitos, incrementar los costos operativos debido a la implementación de medidas adicionales y llevar a limitaciones en las operaciones actuales (Empresas Copec S.A., 2023).

Cambios en leyes y regulaciones

Es cierto que cambios en las leyes y regulaciones que afectan a las industrias de combustibles y gas licuado pueden tener un impacto significativo en las operaciones y los resultados de las empresas del sector. Estas leyes y regulaciones pueden abordar una variedad de aspectos, como la seguridad, la protección ambiental, la eficiencia energética y la fiscalidad, entre otros (Empresas Copec S.A., 2023).

Los cambios en las leyes y regulaciones pueden imponer nuevos requisitos y estándares a las empresas, lo que podría implicar costos adicionales para adaptarse y cumplir con dichas normativas.

2.2.3.3 Sector pesquero

El sector pesquero se enfrenta a diversos factores de riesgo que pueden afectar sus resultados. En primer lugar, la disponibilidad de especies pelágicas en las zonas de pesca es un factor crucial, ya que la captura de estas especies es fundamental para la producción y el desempeño del sector. Variaciones en la cantidad y ubicación de estas especies pueden influir en los volúmenes de captura y, por lo tanto, en los resultados de las compañías pesqueras (Empresas Copec S.A., 2023).

Otro factor de riesgo importante es el precio de mercado de la harina y el aceite de pescado, productos obtenidos a partir de la transformación de la materia prima pesquera. La oferta y la demanda de estos productos, especialmente la producción peruana y la demanda asiática, especialmente en China, desempeñan un papel determinante en la formación de precios. Fluctuaciones en la oferta y la demanda pueden impactar los precios de mercado, lo que a su vez afecta los ingresos y la rentabilidad de las compañías.

Dado que gran parte de la producción pesquera se destina a la exportación, las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un impacto significativo en los

resultados del sector. La transacción en dólares de la harina y el aceite de pescado hace que los ingresos estén indexados a esta moneda. Por lo tanto, las fluctuaciones en el tipo de cambio pueden influir en la rentabilidad de las exportaciones y en la conversión de ingresos en moneda local (Empresas Copec S.A, 2023).

2.2.4 Empresas comparables

Conforme a lo expuesto en los párrafos anteriores, se han presentado diversas empresas competidoras para cada sector en el que opera Empresas Copec S.A, sin embargo, el sector principal en el que se pueden encontrar empresas similares es el sector forestal. Dicho esto, el sector a enfocarse será el sector forestal y, dentro de este ámbito, las empresas que se utilizarán a modo de comparación son Empresas CMPC S.A, Suzano Papel e Celulose y Klabin S.A..

Tal como se expuso anteriormente, Empresas Copec ha consolidado su posición como una destacada empresa en el sector forestal. La compañía ha logrado posicionarse como uno de los referentes en la industria forestal a nivel regional y global, con una amplia presencia y una visión integral que abarca desde la plantación de árboles hasta la producción de productos finales. Su enfoque en la sustentabilidad, la calidad y la innovación le permite enfrentar los desafíos actuales y futuros de manera exitosa en este sector. A continuación, se detalla la principal filial en el rubro.

Empresas CMPC S.A es una destacada empresa multinacional con una historia de 102 años y se posiciona como una de las principales compañías forestales en América Latina, participando en varios segmentos de esta industria. Sus actividades productivas y comerciales se dividen en tres segmentos operativos: Celulosa, Biopackaging y Softys. La compañía se encarga de coordinar estratégicamente estas áreas y proporcionar funciones de apoyo administrativo, financiero y de relaciones externas (Empresas CMPC S.A, 2023). Las acciones de CMPC se transan en la Bolsa de Santiago y al 31 de marzo de 2022 el precio de la acción fue de CLP\$ 1.480,20 con un total de 2.500.000.000 acciones emitidas en el mercado.

Cuadro 5 Antecedentes de Empresas CMPC S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	CMPC
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Fundada en 1920, CMPC es una empresa líder mundial en la producción y comercialización de productos forestales, celulosa, papeles, productos tissue y productos de embalaje. CMPC tiene activos industriales de clase mundial, ventajas competitivas en costos en sus áreas de negocios, comercializando sus productos a más de 30.000 clientes en más de 45 países.

Fuente: Bolsa de Santiago (Bolsa de Santiago, 2023)

Suzano Papel e Celulose es una destacada empresa brasileña líder en la industria de producción de papel y celulosa. Con una trayectoria de más de 90 años desde su fundación en 1924, se ha convertido en uno de los principales fabricantes de celulosa de eucalipto a nivel mundial y tiene una fuerte presencia en el mercado global. Su actividad principal se centra en los segmentos de pulpa (utilizada en la fabricación de papel y pañales) y papel (cartón, impresión y escritura, y tejidos). Suzano es reconocida como uno de los principales productores de pulpa y papel de manera verticalmente integrada en Brasil y América Latina (Suzano S.A., 2023). Las acciones de Suzano S.A. se transan en B3 y al 31 de marzo de 2022 el precio de la acción fue de BRL\$ 41,73 con un total de 726.823.001 emitidas en el mercado.

Cuadro 6 Antecedentes de Suzano S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	SUZB3

Mercado donde transa sus acciones	B3
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Suzano Papel e Celulose es una destacada empresa brasileña líder en la industria de producción de papel y celulosa. Con una trayectoria de más de 90 años desde su fundación en 1924, se ha convertido en uno de los principales fabricantes de celulosa de eucalipto a nivel mundial y tiene una fuerte presencia en el mercado global.

Fuente: B3 (B3, 2023)

Klabin S.A. fue fundada el 17 de junio de 1899. La empresa tiene una larga historia que se extiende por más de un siglo y ha evolucionado desde sus inicios como una compañía de productos de papel en Brasil. Es el mayor productor y exportador de papel de embalaje y soluciones sostenibles de embalaje de papel en Brasil y cotiza en bolsa con más de 120 años de historia considerando la generación de valor a todas las partes interesadas, ya sean accionistas, colaboradores, comunidades y socios de negocio (Klabin S.A., 2023).

Cuadro 7 Antecedentes de Klabin S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	KLBN11
Mercado donde transa sus acciones	B3
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Klabin S.A. fue fundada el 17 de junio de 1899. La empresa tiene una larga historia que se extiende por más de un siglo y ha evolucionado desde sus inicios como una compañía de productos de papel en Brasil. Es el mayor productor y exportador de papel de embalaje y soluciones sostenibles de embalaje de papel en Brasil y cotiza en bolsa con más de 120 años de historia considerando la generación de valor a

	todas las partes interesadas, ya sean accionistas, colaboradores, comunidades y socios de negocio
--	---

Fuente: B3 (B3, 2023)

Expuesto lo anterior, se puede identificar puntos de comparación para estas tres compañías:

- Sector de operación: Las cuatro compañías operan en el sector forestal, involucrándose en actividades relacionadas con la producción de celulosa, papel y otros productos derivados de la madera. Todas tienen una presencia significativa en el mercado forestal de América Latina.
- Producción y diversificación: Tanto CMPC, Klabin y Suzano son importantes productores de celulosa y papel, mientras que Empresas Copec S.A. se involucra en diversos segmentos relacionados con el sector, como energía, combustibles y productos químicos. Esto muestra cierta diversificación en las áreas de negocio de cada empresa.
- Operaciones internacionales: Las cuatro empresas tienen operaciones internacionales en varios países de América Latina y, en algunos casos, también tienen presencia en otros continentes. Esto indica su alcance global y su participación en diferentes mercados.
- Compromiso con la sostenibilidad: Las cuatro empresas han mostrado un enfoque en prácticas sostenibles y respetuosas con el medio ambiente en su cadena de suministro y producción. Están comprometidas con la gestión responsable de los recursos naturales y la protección de los ecosistemas forestales.
- Tamaño y escala: CMPC, Empresas Copec S.A., Klabin y Suzano son compañías de gran envergadura y tienen una importante presencia en el mercado. Son

empresas de alto perfil con una considerable capacidad de producción y una amplia base de clientes.

Respecto a los riesgos asociados a la producción forestal, las tres compañías identifican riesgos similares en la industria:

- Riesgos ambientales: Las empresas del sector forestal están expuestas a riesgos relacionados con eventos climáticos extremos, como incendios forestales, tormentas o sequías, que pueden afectar la disponibilidad y calidad de la materia prima y la producción en general.
- Riesgos de mercado y precios: Las fluctuaciones en los precios de la celulosa, el papel y otros productos forestales pueden afectar los ingresos y márgenes de las empresas. Los cambios en la demanda global, los ciclos económicos y la competencia en el mercado también pueden influir en la rentabilidad.
- Riesgos regulatorios: Las empresas del sector forestal están sujetas a regulaciones ambientales y forestales que pueden afectar sus operaciones, incluyendo restricciones en la tala de árboles, normativas de protección ambiental y requisitos de sostenibilidad.
- Riesgos de cadena de suministro: La dependencia de la materia prima proveniente de bosques puede exponer a las empresas a riesgos relacionados con la disponibilidad y calidad de la madera, así como a problemas logísticos y de transporte.
- Riesgos financieros: Las empresas del sector forestal pueden verse afectadas por riesgos financieros, como la volatilidad cambiaria, los costos de financiamiento y la gestión de la deuda.

Por otra parte, a continuación, en el siguiente recuadro se presenta los ingresos y EBITDA de estas empresas en el sector forestal.

Cuadro 8 Ingresos de las empresas comparables

Países y rubros donde opera	CMPC S.A	%	Suzano S.A.	%
Para el año 2022 (en MUS\$ Millones)				
Celulosa	4.183.699	53,49%	7.925.098	83,05%
Brasil			510.490	5,35%
Asia			3.503.310	36,71%
Europa			2.445.133	25,62%
Norte América			1.351.152	14,16%
Sudamérica y América Central			113.437	1,19%
África			1.575	0,02%
Biopackaging	1.268.477	16,22%		
Softys	2.774.504	35,47%		
Otros	39.295	0,50%		
Ajustes y eliminaciones	(444.630)	-5,68%		
Papel			1.617.528	16,95%
Brasil			1.121.978	11,76%
Asia			777	0,01%
Europa			62.334	0,65%
Norte América			116.573	1,22%
Sudamérica y América Central			314.305	3,29%
África			1.562	0,02%
Total	7.821.345	100%	9.542.626	100%

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la información del Análisis Razonado diciembre 2022 de CMPC (Empresas CMPC S.A, 2023) y Reporte anual 2022 de Suzano S.A. (Suzano S.A., 2023) **Nota:** Los EEFF de CMPC S.A no contempla apertura de ingresos por país para cada segmento.

Sobre la información presentada en los recuadros anteriores, CMPC tuvo ingresos por USM\$ 7.821 lo cual representa un aumento de 24% respecto al periodo 2021. Asimismo, Suzano tuvo ingresos por USM\$ 9.550 lo cual representa un aumento de 21,6% respecto al periodo 2021. Asimismo, se aprecia que la venta de celulosa conlleva la mayor parte de los ingresos en las dos empresas. Lo anterior se demuestra en los ingresos, conformando 53% de los ingresos totales y 83% de los ingresos totales para CMPC y Suzano respectivamente.

Si bien no existe una apertura de los segmentos para cada país para la empresa CMPC S.A, cabe señalar que la mayor cantidad de ingresos por país se concentra en Chile, mientras que la mayor cantidad de ingresos de CMPC provienen de Latinoamérica y Asia. En cambio, para Suzano S.A la mayor cantidad de ingresos proviene de Asia y Europa.

Cuadro 9 Ingresos por país CMPC S.A

Mercados	2022 (MUS\$)
Chile	1.303.923
Europa	848.447
China	931.031
Brasil	880.706
Resto de Asia	844.474
México	598.375
EEUU y Canadá	588.753
Argentina	531.288
Perú	482.941
Resto de Latinoamérica	502.105
Otros	309.302
Total	7.821.345

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la información del Análisis Razonado diciembre 2022 de CMPC (Empresas CMPC S.A, 2023)

Cuadro 10 Ingresos por continente CMPC S.A

Mercados	2022 (MUS\$)
Europa	848.447
Asia	1.775.505
Norte América	1.187.128
Latinoamérica	3.700.963
Otros continentes	309.302
Total	7.821.345

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la información de los estados consolidados a diciembre 2022 de CMPC S.A. (Empresas CMPC S.A, 2023)

A continuación, se presenta el EBITDA para cada una de las empresas mencionadas.

Cuadro 11 EBITDA de las empresas comparables

Rubros donde opera la empresa	CMPC S.A	%	Suzano S.A.	%
Para el año 2022 (en MUS\$)				
Celulosa	1.765.079	83,55%	4.997.826	88,08%
Biopackaging	190.107	9,00%		
Softys	230.977	10,93%		
Otros	(68.480)	-3,24%		
Ajustes y eliminaciones	(5.020)	-0,24%		
Papel			676.447	11,92%
Total	2.112.663	100%	5.674.273	100%

Fuente: Elaboración propia partir de la información de Análisis Razonado diciembre 2022 de CMPC S.A. (Empresas CMPC S.A, 2023) y el Reporte anual 2022 de Suzano S.A. (Suzano S.A., 2023) **Nota:** Los EEFF de CMPC y de Suzano S.A no contemplan apertura de EBITDA por país para cada segmento.

Por otro lado, CMPC tuvo un EBITDA de USM\$ 2.113 lo cual representa un aumento de 25% respecto al periodo 2021. En el caso de Suzano, tuvo ingresos por USM\$ 5.674 lo cual representa un aumento de 21,6% respecto al periodo anterior.

Por otra parte, se aprecia que la venta de celulosa conlleva la mayor parte de los ingresos y del EBITDA en las dos empresas. Lo anterior se demuestra en los ingresos, conformando 48,56% de los ingresos totales y 83% de los ingresos totales para CMPC y Suzano respectivamente. Respecto al EBITDA, conformando 83,54% y 88,08% de los ingresos totales para CMPC y Suzano respectivamente.

3 Estructura de capital

3.1 Deuda financiera

Al 31 de marzo de 2023, Empresas Copec mantenía una deuda financiera total de MUS\$ 9.895.084. Esta cifra representó un incremento de MUS\$ 649.896 en comparación con diciembre de 2022, principalmente debido al aumento de las obligaciones no corrientes en MUS\$ 470.870, especialmente, por el incremento de los préstamos bancarios a largo plazo.

Cuadro 12 Evolución de la deuda financiera corriente y no corriente de Empresas Copec S.A

MUS\$	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Corriente							
Préstamos bancarios corrientes	776.840	793.204	428.956	459.818	451.737	1.724.243	1.937.017
Sobregiros Contables corrientes	5	-	-	-	-	-	-
Bonos en UF, COP y CLP corrientes	86.173	44.489	322.421	104.924	70.192	199.653	152.408
Bonos en US\$ corrientes	27.508	261.661	35.432	48.236	44.174	44.048	49.254
Carta de Crédito							
Arrendamiento financiero	48.341	38.951					

Otros pasivos financieros corrientes	29.821	5.718	8.914	24.276	13.091	36.765	45.053
Deuda financiera corriente	968.688	1.144.023	795.723	637.254	579.194	2.004.709	2.183.732
No corriente							
Bonos en US\$ no corrientes	2.025.158	1.799.976	3.465.510	3.470.781	3.347.619	3.353.220	3.354.563
Bonos en UF, COP y CLP no corrientes	2.251.997	2.736.452	2.245.992	2.407.677	2.027.844	2.408.563	2.623.680
Préstamos bancarios no corrientes	1.249.758	1.596.789	1.827.612	2.483.438	2.143.610	1.392.437	1.657.482
Arrendamiento financiero no corriente	88.115	117.152					
Otros pasivos financieros no corrientes	11.653	70.675	149.933	70.589	306.116	86.262	75.627
Deuda financiera no corriente	5.626.681	6.321.044	7.689.047	8.432.485	7.825.189	7.240.482	7.711.352
Deuda financiera total	6.595.369	7.465.067	8.484.770	9.069.739	8.404.383	9.245.191	9.895.084

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros presentados en la CMF por Empresas Copec S.A. (Empresas Copec S.A, 2023).

No obstante, al analizar los períodos de diciembre 2021 y diciembre 2022, se observa una disminución de MUS\$ 584.707 en la deuda financiera no corriente. Esta reducción se explica principalmente por la conversión de deuda bancaria a deuda a largo plazo mediante la emisión de 6 líneas de bonos en abril y septiembre de 2022, denominadas series W, X, Y, Z, AA y AB, como se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 13 Emisión de Bonos corporativos de Empresas Copec S.A.

Bono	NEMO	Moneda	VN	Fecha de colocación	Fecha Vencimiento	Tasa cupón	YTM	Fecha observación
SERIE C	BECOP-C	UF	10.000.000	30-11-2009	30-11-2030	4,00%	2,93%	31-03-2023
SERIE D	BECOP-D	UF	1.000.000	30-11-2009	30-11-2039	4,25%	2,90%	31-03-2023
SERIE G	BCOP-G	UF	2.500.000	15-10-2014	15-10-2024	2,70%	4,68%	31-03-2023
SERIE H	BECOP-H	CLP	130.000.000.000	15-09-2016	15-09-2023	4,75%	11,70%	31-03-2023
SERIE I	BECOP-I	UF	5.000.000	15-09-2016	15-09-2026	2,30%	3,38%	31-03-2023
SERIE J	BECOP-J	UF	5.000.000	15-09-2016	15-09-2037	3,00%	2,93%	31-03-2023
Filial ARAUCO	COPX 5.500 02-NOV-2047 '47	USD	216.750.000	02-11-2017	02-11-2047	5,50%	6,55%	31-03-2023
Filial ARAUCO	COPX 3.875 02-NOV-2027 '27	USD	33.110.000	02-11-2017	02-11-2027	3,88%	5,83%	31-03-2023
SERIE K	BECOP-K	UF	1.500.000	01-08-2018	01-08-2028	2,32%	3,09%	31-03-2023
Filial ARAUCO	COPX 5.500 30-APR-2049 '48	USD	500.000.000	30-04-2019	30-04-2049	5,50%	6,61%	31-03-2023
Filial ARAUCO	COPX 4.250 30-APR-2029 '29	USD	500.000.000	30-04-2019	30-04-2029	4,25%	5,83%	31-03-2023
Filial ARAUCO	COPX 5.150 29-JAN-2050 '49	USD	500.000.000	29-10-2019	29-01-2050	5,15%	6,28%	31-03-2023
Filial ARAUCO	COPX 4.200 29-JAN-2030 '29	USD	500.000.000	29-10-2019	29-01-2030	4,20%	5,66%	31-03-2023
SERIE W	BECOP-W	UF	3.000.000	01-04-2022	01-04-2027	2,65%	3,25%	31-03-2023
SERIE X	BECOP-X	UF	3.000.000	01-04-2022	01-04-2029	2,65%	3,02%	31-03-2023
SERIE Y	BECOP-Y	UF	7.000.000	01-04-2022	01-04-2032	3,20%	2,93%	31-03-2023
SERIE Z	BECOP-Z	UF	7.000.000	01-04-2022	01-04-2043	3,20%	2,95%	31-03-2023
SERIE AA	BECOP-AA	UF	3.000.000	30-09-2022	30-09-2032	3,30%	2,91%	31-03-2023
SERIE AB	BECOP-AB	UF	3.500.000	30-09-2022	30-09-2043	3,30%	2,79%	31-03-2023

Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados en la CMF y Risk America. **Nota:** YTM tasa de rendimiento a la madurez observada según datos de Risk America.

En cuanto a la deuda a largo plazo, es importante destacar que desde el año 2022, Empresas Copec S.A. ha comenzado a emitir una serie de bonos con diferentes plazos de vencimiento, todos ellos denominados en UF. De la última emisión, los bonos de la serie Z y AA tienen la mayor duración, con un vencimiento en septiembre de 2043 y un valor de UF 7.000.000 y UF 3.500.000, respectivamente. Por otro lado, la serie W tiene la menor duración, equivalente a 5 años, con un monto máximo de UF 3.000.000.

Asimismo, según las escrituras complementarias, los fondos obtenidos de estas colocaciones se destinarán exclusivamente al refinanciamiento de los pasivos de la compañía emisora y/o sus filiales.

Junto con lo anterior, hay que destacar que la filial Celulosa Arauco mantiene una serie de bonos con vencimiento de largo plazo. La última emisión con plazos comparables a los de COPEC corresponden a los emitidos durante octubre de 2019. La utilidad de estos bonos, es que pueden ser considerados en las próximas secciones para realizar el cálculo del costo de la deuda, al mantener la misma denominación de los estados financieros.

3.2 Clasificación de riesgo

Conforme a la información proporcionada en el siguiente recuadro, Empresas Copec S.A. cuenta con calificaciones de riesgo por parte de distintas agencias. La clasificadora Feller Rate ha otorgado una calificación de AA a nivel nacional, con perspectivas estables. Asimismo, Fitch Ratings también ha asignado una calificación de AA a nivel nacional, con perspectivas estables. Por otro lado, Standard & Poor' s estima una clasificación de BBB.

Cuadro 14 Resultados calificadores de riesgo de Empresas Copec S.A. y sus filiales.

	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's	Feller Rate	ICR
Empresas COPEC S.A.	BBB	AA		AA	
Arauco	BBB-	AA	Baa3	AA	
Organización Terpel		AAA			
Sonacol				AA	AA+

Fuente: Elaboración propia en base de los resultados entregados por las calificadoras de riesgo Standard & Poor's, Fitch Ratings, Moody's, Feller Rate e ICR. **Nota:** La calificación de Fitch Ratings y Feller Rate se entrega en escala nacional.

En general, las perspectivas de los tres calificadores son positivas en vistas al año 2024, en que estiman que el ratio deuda/EBIT se mantenga estable dentro de los rangos 2 a 3 veces. Sin embargo, Fitch Ratings estima que un *downgrade* en su calificación sería

consecuencia del eventual caso en que el *leverage* neto se mantenga de forma consistente sobre 3 veces.

3.3. Patrimonio económico

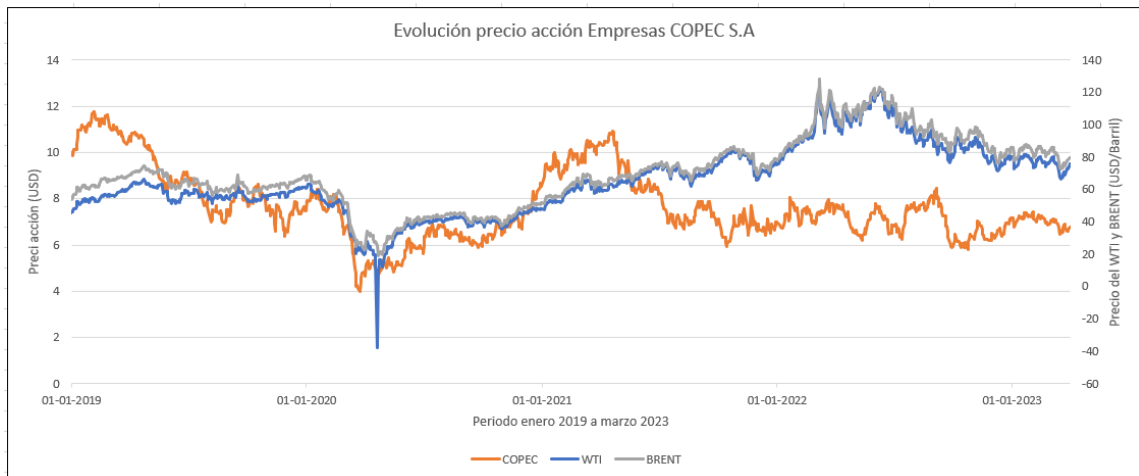
Como se puede apreciar en la siguiente figura, al analizar las trayectorias de los precios de Empresas Copec S.A. y los precios del barril de petróleo WTI y BRENT, se observa una correlación significativa entre el precio de las acciones y los movimientos del precio del petróleo BRENT. Por lo tanto, el valor del patrimonio económico de la empresa depende en gran medida de los precios del petróleo BRENT.

Cuadro 15 Evolución del patrimonio económico observado entre los periodos diciembre 2019 y marzo 2023.

MUSD\$	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Número de acciones	1.299.854	1.299.854	1.299.854	1.299.854	1.299.854	1.299.854	1.299.854
Precio de la acción	12,71	9,83	7,57	8,53	7,01	7,06	6,82
Patrimonio	16.521.949	12.780.949	9.842.003	11.082.426	9.114.835	9.181.539	8.862.190

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros presentados en la CMF por Empresas Copec S.A. (Empresas Copec S.A, 2023).

Figura 2 Evolución de los precios de la acción de Empresas COPEC S.A. y los precios por barril del petróleo WTI y BRENT.



Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en EIKON Refinitiv.

La correlación entre el precio de las acciones de Empresas Copec S.A. y los precios del petróleo BRENT indica que existe una estrecha relación entre la rentabilidad de la empresa y las fluctuaciones en el mercado del petróleo. Esto se debe a que Empresas COPEC S.A. es una compañía con una importante participación en la industria del petróleo y sus negocios están directamente vinculados a los precios de este recurso. De esta manera, a marzo del 2023, Empresas Copec S.A. mantenía un valor económico de su patrimonio de MUS \$8.862.190.

3.4. Valor económico

Al analizar la información presentada en el siguiente recuadro, se puede observar que el valor económico de la compañía se mantiene alrededor de un promedio de MUS \$18.636.432. Sin embargo, se aprecia una disminución en el patrimonio económico y un

aumento en la deuda financiera durante el periodo comprendido entre diciembre de 2020 y marzo de 2023. Estos cambios han permitido mantener el valor económico en torno al promedio calculado previamente.

Cuadro 16 Evolución del valor económico de la compañía entre los periodos de diciembre de 2019 y marzo de 2023

MUS\$	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Deuda financiera	8.484.770	9.069.739	8.404.383	9.245.191	9.895.084
Patrimonio económico	9.842.003	11.082.426	9.114.835	9.181.539	8.862.190
Valor económico (MUSD)	18.326.773	20.152.165	17.519.218	18.426.730	18.757.274

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros presentados en la CMF por Empresas Copec S.A. (Empresas Copec S.A, 2023).

El comportamiento mencionado, en el cual se observa una disminución en el patrimonio económico y un aumento en la deuda financiera con un patrimonio económico relativamente estable, puede ser atribuido principalmente a lo descrito en la sección relativa a la emisión de bonos, vale decir, puede ser atribuido a la emisión de bonos para refinanciar los pasivos y disminuir la deuda bancaria influenciada por la escalada en la TPM.

3.5. Estructura de capital histórica y objetivo

El siguiente recuadro presenta la estructura de capital histórica de Empresas Copec S.A. hasta el 31 de marzo de 2023. Con el objetivo de mostrar la coyuntura económica previa a la "crisis social" y la pandemia del COVID-19, se incluyen los periodos de 2015 a 2018.

Cuadro 17 Evolución histórica de la estructura capital desde diciembre 2015 a marzo 2023.

	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
B/V	41,43%	40,18%	28,53%	36,87%	46,30%	45,01%	47,97%	50,17%	52,75%
P/V	58,57%	59,82%	71,47%	63,13%	53,70%	54,99%	52,03%	49,83%	47,25%
B/P	70,70%	67,20%	39,90%	58,40%	86,20%	81,80%	92,20%	100,70%	111,70%

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros presentados en la CMF por Empresas Copec S.A.

(Empresas Copec S.A, 2023).

Para determinar la estructura de capital objetivo, se han considerado y elaborado seis periodos: 2015-2018, 2015-2019, 2019-2021, 2019-2022, 2019-2023 y 2021-2023, tal como se muestra en el siguiente recuadro presentado en los párrafos posteriores.

En los periodos comprendidos entre 2015 y 2018, previo a la "crisis social", se observa que la proporción de la deuda financiera con respecto al patrimonio se mantiene en torno al 60%. Sin embargo, en los periodos de 2019-2021 y 2019-2022, este ratio aumenta a 87% y 90%, respectivamente.

Al considerar los períodos desde diciembre de 2019 hasta marzo de 2023, el ratio deuda financiera sobre patrimonio aumenta 0,94 veces. Y si se analiza el periodo desde diciembre de 2021 hasta marzo de 2023, el promedio del ratio alcanza el 0,101 veces, lo que indica que la deuda financiera es superior al patrimonio.

Cuadro 18 Promedios de la estructura de capital histórica para las 5 configuraciones de periodos

	15-18	15-19	19-21	19-22	19-23	20-23	21-23
B/V	36,75%	38,66%	46,43%	47,36%	48,44%	48,98%	50,30%
P/V	63,25%	61,34%	53,57%	52,64%	51,56%	51,02%	49,70%
B/P	0,591	0,645	0,868	0,902	0,945	0,966	1,015

Fuente: Elaboración propia.

En relación con las medianas, según se muestra en el siguiente recuadro, estas mantienen una leve diferencia en relación con sus promedios en las configuraciones desde el año 2019. Previo al año 2019, es apreciable una diferencia un poco más elevada, indicativo de una eventual volatilidad.

Cuadro 19 Medianas para las seis configuraciones de periodos.

	15-18	15-19	19-21	19-22	19-23	20-22	21-23
B/V	38,53%	40,18%	46,30%	47,13%	47,97%	47,97%	50,17%
P/V	61,47%	59,82%	53,70%	52,87%	52,03%	50,93%	49,83%
B/P	0,628	0,672	0,862	0,892	0,922	0,964	1,007

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto al *leverage* financiero neto, se observa un aumento en la comparación entre los periodos de configuración. Esto implica que la empresa ha estado asumiendo más deuda en relación con su capital propio a lo largo del tiempo. Se identifica el mismo patrón de cambios en la volatilidad.

Cuadro 20 Evolución de la deuda financiera neta sobre patrimonio económico, desde diciembre 2015 a marzo 2023

	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.584.765	1.289.413	1.341.704	1.713.803	2.214.887	2.146.581	1.667.603	1.311.631	1.531.292
Otros activos financieros corrientes	174.981	185.046	187.155	219.843	124.918	193.670	185.644	421.365	279.698
Derivados u otros elementos que generan riesgo	8551	7104	2929	10883	5476	1072	25890	163616	139073
Caja	1.751.195	1.467.355	1.525.930	1.922.763	2.334.329	2.339.179	1.827.357	1.569.380	1.671.917
Deuda financiera	6.155.741	6.649.497	6.595.369	7.465.067	8.484.770	9.069.739	8.404.383	9.245.191	9.895.084
Deuda financiera neta	4.404.546	5.182.142	5.069.439	5.542.304	6.150.441	6.730.560	6.577.026	7.675.811	8.223.167
DFN/Patrimonio	0,51	0,52	0,31	0,43	0,62	0,61	0,72	0,84	0,93

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros presentados en la CMF por Empresas Copec S.A. (Empresas Copec S.A, 2023).

Cuadro 21 Volatilidad del ratio deuda financiera neta sobre patrimonio económico representada por la desviación estándar muestral para los 5 periodos de configuración.

	15-18	15-19	19-21	19-22	19-23	21-23
DFN/P (promedio)	0,44	0,48	0,65	0,70	0,74	0,83
DFN/P (mediana)	0,47	0,51	0,62	0,67	0,72	0,84

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, Dado que la configuración 2015-2019 tiene las siguientes características:

- Se considera que la configuración 2015-2019 contiene información de un “estado normal sin eventos significativos tales como la pandemia y la crisis social”, se espera que refleje la situación financiera y las perspectivas de la empresa en perspectivas de una recuperación económica paulatina.
- Esta configuración presenta mediana estable en comparación con una ventana de tiempo inferior, como lo es la del 2015-2018. Esto sugiere una mayor estabilidad.
- El *leverage* financiero neto sobre el patrimonio económico en la configuración 2015-2019 es inferior al recomendado por la compañía. Esto puede ser considerado como una estrategia de menor riesgo financiero.
- Se observa la existencia de líneas de bonos con vencimientos levemente cercanos a las líneas emitidas durante el año 2022.
- Se espera que la Tasa de Política Monetaria (TPM) regrese a niveles normales previos a la escalada. Esto implicaría condiciones favorables en el costo del financiamiento y posibilitará la obtención de fuentes de financiamiento a través de préstamos bancarios no corrientes.

La estructura de capital objetivo planteada para el desarrollo de la valorización es la observada en el siguiente recuadro, junto con la estructura de capital actual, que se estima incorpora información del comportamiento actual de la empresa en la ventana 2019-2022.

Cuadro 22 Estructura de capital objetivo planteada y estructura de capital actual para la valorización de Empresas COPEC S.A de acuerdo al promedio periodo 2019 - 2022.

	Estructura capital objetivo	Estructura de capital actual
B/V	40,18%	47,13%
P/V	59,82%	52,87%
B/P	0,6717	0,8921

Fuente: Elaboración propia

4. Estimación del costo de capital

4.1. Costo de la deuda

Se consideró adecuado, para la determinación del costo de la deuda, tomar en cuenta el bono con vencimiento de más largo plazo en USD. El bono COPX 5.150 29-JAN-2050 '49, corresponde a un bono emitido por la filial Celulosa Arauco y fue emitido el 29 de octubre de 2019, con una ytm observada al 31 de marzo de 2022 de 6,28% nominal en dólares.

Cuadro 23 Descripción del bono seleccionado.

Datos bono seleccionado	
Nemotécnico	COPX 5.150 29-JAN-2050 '49
Filial emisora	CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION SA
País de emisión	USA
Monto emitido	500.000.000
Fecha de emisión	29-10-2019
Fecha de maduración	29-01-2050
Moneda del Principal y Cupon	USD
Frecuencia del Cupon	Semianual
YTM (31-03-2023)	6,28%

Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en EIKON Refinitiv.

Dado que la yield observada está denominada en USD, esta puede ser asignada como el costo de la deuda sin necesidad de ajustar, pues se entiende que engloba el premio por riesgo país. El vencimiento del mencionado bono es el 29 de enero de 2050.

Finalmente, el costo de la deuda K_b es 6,28%.

4.2. Beta de la deuda

El beta de la deuda puede ser estimada mediante el modelo de mercado, cuya expresión queda determinada por la siguiente ecuación:

Ecuación 1

$$K_b = r_f + \beta_d * PRM$$

Donde;

K_b : Costo de la deuda, en dólares.

r_f : Tasa libre de riesgo, en dólares.

β_d : Beta de la deuda.

PRM : Premio por riesgo de mercado.

Para determinar la tasa libre de riesgo, se toma en cuenta el bono del tesoro americano a 30 años ya que comprende un periodo de tiempo comparable con la emisión del bono seleccionado que, al 31 de marzo de 2023, tiene un valor igual a 3,65%. Al mismo tiempo, el $CDS_{Chile30yrs}$ es de 1,99%¹. Así, la tasa libre de riesgo en dólares queda determinada por la siguiente ecuación:

Ecuación 2

$$r_f = US_{30yr} + CDS_{Chile30yrs}$$

¹ Según datos tomados de Eikon Refinitiv.

Donde;

US_{10yr} : Tasa del bono del tesoro americano a 30 años.

$CDS_{Chile_{30yrs}}$: Credit default swap a 30 años de Chile al 31 de marzo de 2023.

Por otro lado, el premio por riesgo de mercado queda determinado como el promedio entre la estimación del profesor Damodaran y el modelo de Goldman y el sugerido por el profesor Carlos Maquieira, según el siguiente recuadro:

Cuadro 24 promedio entre la estimación del profesor Damodaran y el modelo de Goldman

	Goldman-Sachs	Damodaran	Sugerido*
PRM EE.UU. (Duff&Phelps)	6%		
CRP Chile	1,76%		
PRM Chile	7,8%	7,4%	6,7%
Promedio	7,29%		

Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en Damodaran. * Sugerido en clases por el profesor Carlos Maquieira

Luego, utilizando la ecuación N°3 y despejando el beta de la deuda:

Ecuación 3

$$\beta_b = \left(\frac{6,28\% - 5,64\%}{7,29\%} \right) = 0,0876$$

Finalmente, el beta de la deuda β_b corresponde a 0,0876.

4.3. Estimación del beta patrimonial

El Beta de la acción de Empresas COPEC S.A. se obtuvo por medio del modelo de mercado, según la siguiente ecuación:

Ecuación 4

$$R_{t,i} = \alpha_i + \beta_i * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Donde;

$R_{t,i}$: Retorno semanal de la acción de Empresas COPEC.

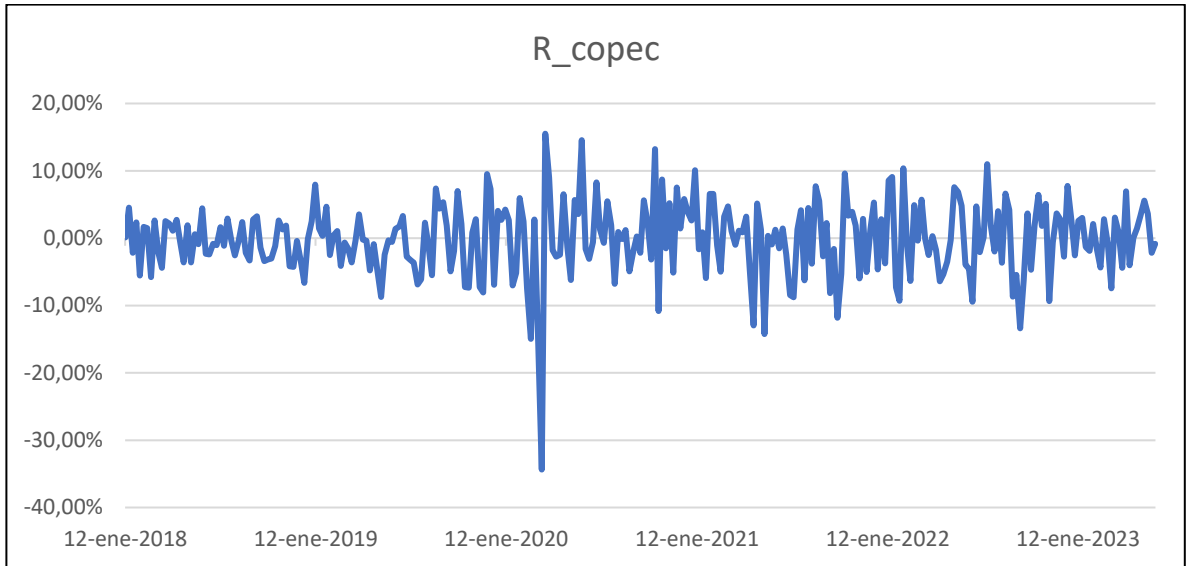
$R_{t,m}$: Retorno semanal del índice de mercado IGPA.

β_i : Beta de la acción.

Para el cálculo, se consideran los retornos del IGPA y de Empresas COPEC S.A., en base a datos semanales, desde el año 2019 hasta 2022 considerando una ventana de 2 años.

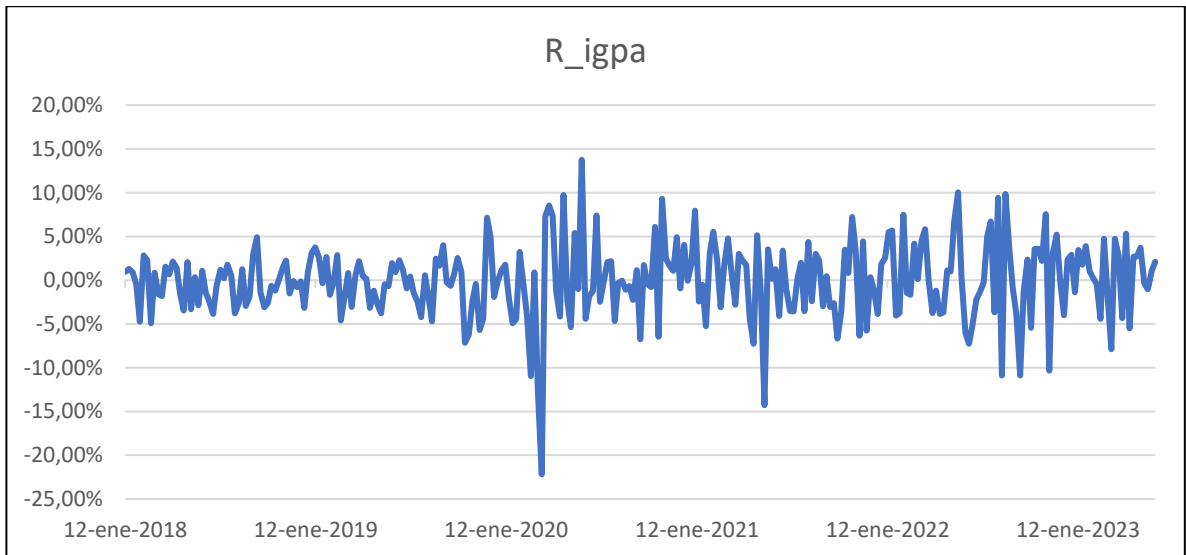
Tal como puede ser observado en las figuras N°3 y N°4, los retornos de Empresas COPEC e IGPA giran en torno al 0%, sin embargo, es factible observar co-movimientos en ciertos periodos de tiempo, como por ejemplo, a inicios del 2020 que coincide con eventos idiosincráticos de Chile y el comienzo de la crisis sanitaria por COVID-19.

Figura 3 Retornos Empresas COPEC S.A. entre el año 2018 y 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en EIKON Refinitiv.

Figura 4 Retornos del IGPA entre el año 2018 y 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en EIKON Refinitiv.

En el recuadro siguiente, se muestra un resumen de las regresiones desde abril 2018 a marzo 2023. Al mismo tiempo, el anexo N°1 muestra los resultados de las regresiones utilizadas.

Cuadro 25 resumen de las regresiones desde abril 2018 a marzo 2023.

Datos	R1: abril 2018 - marzo 2020	R2: abril 2019 - marzo 2021	R3: abril 2020 - marzo 2022	R4: abril 2021 - marzo 2023	R5: abril 2019 - marzo 2023
Beta acción	1,3837	1,2434	1,0814	0,9600	1,1018
p-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N° observaciones	104	104	104	104	209
R ²	0,8476	0,8041	0,7128	0,6698	0,7333
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en EIKON Refinitiv

Del recuadro anterior, se puede observar que en los periodos seleccionados los betas de la acción van disminuyendo, observando un salto significativo en los últimos periodos: abril 2020 – marzo 2022 y abril 2021 – marzo 2023. Estos saltos pueden ser atribuidos a los efectos idiosincráticos ocurridos a fines del 2019 que perduran en el tiempo, en conjunto con la crisis sanitaria del COVID-19.

Cuadro 26 resumen de las regresiones desde abril 2018 a marzo 2023.

Métricas	R1 y R2	R2 y R3	R3-R4	R2-R3-R4	R5
Promedios	1,3135	1,1624	1,0207	1,0949	1,1018
Mediana	1,3135	1,1624	1,0207	1,0814	1,1018

Fuente: Elaboración propia en base a datos presentados en EIKON Refinitiv

En conjunto con lo anterior, es factible observar en el recuadro anterior que la mediana de los betas de las regresiones R2 y R3 presentan el mismo salto respecto. Así, como R2 y R3 presentan betas estadísticamente significativos y representan la situación actual de la empresa con el arrastre de los fenómenos mencionados, el beta de la acción seleccionado será de 1,1624 (asociado al mismo periodo 2019-2022 utilizado para desapalancar).

Luego, el beta estimado se ajusta según el ajuste realizado en Bloomberg en base a la evidencia provista por el profesor Blume (1975) según la siguiente expresión:

Ecuación 5

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67 * \beta_{estimado}$$

Finalmente, el beta patrimonial $\beta_{estimado}$ corresponde a 1,1088.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$) de Empresas COPEC S.A. se calcula desapalancando la estimación del beta patrimonial ajustado de la mediana de los betas resultantes de las regresiones R2 y R3 presentadas en la sección anterior, a través de la fórmula de Rubinstein, la tasa de impuesto t_c del 27%, el B/P de la estructura promedio del período de estimación actual calculado recuadros anteriores, y el beta de la deuda calculado anteriormente.

Ecuación 6

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \left[\beta_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P} \right) \right]$$

Luego:

$$1,1088 = \beta_p^{\frac{S}{D}} * [1 + (1 - 0,27) * (0,8921)] - [0,0876 * (1 - 0,27) * (0,8921)]$$
$$\beta_p^{S/D} = 0,7060$$

Finalmente, el beta patrimonial sin deuda $\beta_p^{S/D}$ resulta en 0,7060.

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

A continuación, y utilizando la misma fórmula de Rubinstein, se apalanca el beta patrimonial sin deuda utilizando la estructura de capital objetivo calculada anteriormente (B/P = 0,6717), dando como resultado un beta patrimonial con estructura de capital objetivo.

$$\beta_p^{C/D} = 0,7060 * [1 + (1 - 27\%) * (0,6717)] - [0,0876 * (1 - 27\%) * (0,6717)]$$
$$\beta_p^{C/D} = 1,0093$$

Luego, el beta patrimonial con estructura objetivo $\beta_p^{C/D}$ es 1,0093

4.6. Costo patrimonial

El costo patrimonial se puede estimar utilizando CAPM según la siguiente expresión:

Ecuación 7

$$K_p = r_f + \beta_p^{C/D} * PRM$$

Donde;

K_p : Costo patrimonial.

r_f : Tasa libre de riesgo.

$\beta_p^{C/D}$: Beta patrimonial con deuda con estructura objetivo.

PRM : Premio por riesgo de mercado.

Luego:

Ecuación 8

$$K_p = 5,64\% + 1,0093 * 7,29\% = 12,99\%$$

4.7. Costo de capital

El costo de capital de Empresas COPEC se calcula utilizando la fórmula del Weighted Average Cost of Capital (WACC), el cual representa el costo de capital promedio ponderado:

Ecuación 9

$$k_0 = k_p * \left(\frac{P}{V}\right) + k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

Donde;

K_0 : Costo capital promedio ponderado.

$\frac{P}{V}$: Razón patrimonio a valor empresa (en función de la estructura objetivo).

k_b : Costo patrimonial.

k_b : Costo de la deuda.

t_c : Tasa de impuesto de largo plazo.

$\frac{B}{V}$: Razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura objetivo).

Utilizando los montos anteriormente calculados y la estructura objetivo calculada, se obtiene un costo de capital de 9,62%.

Ecuación 10

$$k_0 = 12,99\% * (59,82\%) + 6,28\% * (1 - 27\%) * (40,18) = 9,62\%$$

5. Valoración por múltiplos

5.1. Análisis de las empresas comparables

Identificar empresas comparables es un paso esencial en el proceso de valoración por múltiplos de una empresa. En este caso, como Empresas COPEC S.A. es una empresa chilena con una amplia presencia en los sectores de energía, combustibles y negocios relacionados. Para encontrar empresas comparables, es importante considerar varios factores clave, como la industria, el tamaño, la ubicación geográfica y otros aspectos relevantes. Las empresas identificadas serán de utilidad como punto de referencia para evaluar el desempeño financiero y las valoraciones de Empresas COPEC S.A., utilizando múltiplos como el P/E (Price-to-Earnings), P/S (Price-to-Sales), P/B (Price-to-Book), entre otros. Expuesto lo anterior y conforme a lo planteado en la sección 2.2.4 “Empresas Comparables”, las empresas identificadas² para la valoración por múltiplos son Suzano S.A., Empresa CMPC y Klabin S.A. Lo anterior tiene por base que, al analizar el EBITDA por negocio, el sector forestal aporta en promedio el 61,5 % del EBITDA de empresas COPEC S.A., lo cual es clave para determinar las empresas comparables. Asimismo, se puede identificar puntos de comparación para estas tres compañías:

- **Sector de operación:** Tanto Suzano S.A., Klabin S.A y Empresa CMPC operan en el sector de la celulosa y papel, que, aunque no es idéntico al sector de energía y combustibles de COPEC, comparten similitudes como la presencia en industrias altamente reguladas y la exportación de productos a nivel internacional. Esto hace que estas empresas sean comparables en términos de riesgo y dinámicas del mercado.

² No fue posible incorporar el sector de energía (Combustibles) en la estimación del valor a través de múltiplos pues el múltiplo recomendado difiere de la industria forestal (celulosa). Además, si se realiza la estimación por múltiplo con un promedio ponderado del EV/EBITDA de los sectores nombrados no se obtendría un valor estimado razonable ya que no son compatibles entre sí.

- **Producción y diversificación:** CMPC, Klabin y Suzano son importantes productores de celulosa y papel, mientras que Empresas Copec S.A. se involucra en el sector forestal a través de la filial Arauco.
- **Operaciones internacionales y ubicación geográfica:** Las cuatro empresas tienen operaciones internacionales en varios países de América Latina y presencia en otros continentes. Esto indica su alcance global y su participación en diferentes mercados. Asimismo, todas estas empresas tienen su base en América del Sur (Chile y Brasil), lo que podría ayudar a mitigar las diferencias regionales en términos de regulaciones, condiciones económicas y riesgos políticos
- **Tamaño y escala:** CMPC, Klabin, Empresas Copec S.A. y Suzano son compañías de gran envergadura y tienen una importante presencia en el mercado. Son empresas de alto perfil con una considerable capacidad de producción y una amplia base de clientes. Asimismo, cuentan con una presencia significativa en sus respectivos sectores, generando que las comparaciones sean más válidas, ya que empresas de tamaño similar tienden a enfrentar desafíos y oportunidades similares en términos de gestión de operaciones y acceso a capital.
- **Innovación, tecnología y crecimiento sostenible:** Las cuatro empresas han invertido en tecnología y procesos de producción avanzados para mantenerse competitivas en el mercado global teniendo la innovación tecnológica como un pilar relevante dentro de la estrategia comercial. Lo anterior genera que el crecimiento histórico haya sido sostenible en el tiempo y ha futuro, se procura buscar oportunidades de expansión.

Respecto a los riesgos asociados a la producción forestal, las tres compañías identifican riesgos similares en la industria:

- **Riesgos ambientales:** Las empresas del sector forestal están expuestas a riesgos relacionados con eventos climáticos extremos, como incendios

forestales, tormentas o sequías, que pueden afectar la disponibilidad y calidad de la materia prima y la producción en general.

- **Riesgos de mercado y precios:** Las fluctuaciones en los precios de la celulosa, el papel y otros productos forestales pueden afectar los ingresos y márgenes de las empresas. Los cambios en la demanda global, los ciclos económicos y la competencia en el mercado también pueden influir en la rentabilidad.
- **Riesgos regulatorios:** Las empresas del sector forestal están sujetas a regulaciones ambientales y forestales que pueden afectar sus operaciones, incluyendo restricciones en la tala de árboles, normativas de protección ambiental y requisitos de sostenibilidad.
- **Riesgos de cadena de suministro:** La dependencia de la materia prima proveniente de bosques puede exponer a las empresas a riesgos relacionados con la disponibilidad y calidad de la madera, así como a problemas logísticos y de transporte.
- **Riesgos financieros:** Las empresas del sector forestal pueden verse afectadas por riesgos financieros, como la volatilidad cambiaria, los costos de financiamiento y la gestión de la deuda.

Por otra parte, la percepción de riesgo crediticio de cada empresa se materializa mediante las calificaciones crediticias expuestas en el siguiente recuadro:

Cuadro 27 Clasificación de Riesgo al 31 de marzo de 2023

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings
CMPC	BBB	Baa3	BBB
Suzano	BBB-	Baa3	BBB-
Klabin	BB+	Ba1	BB+
Empresas COPEC S.A.	BBB-	Baa3	BBB

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de informes de clasificadoras de riesgos al 31 de marzo de 2023 e información brindada en EEFF de las empresas.

El recuadro anterior, expone que las cuatro empresas tienen calificaciones crediticias en el rango de grado de inversión, lo que sugiere que son consideradas relativamente seguras para los inversores en términos de cumplimiento de sus obligaciones financieras y que también presentan niveles de riesgo similares. CMPC parece tener la calificación crediticia más alta de las tres agencias, seguida de cerca por Suzano, Empresas COPEC S.A. y Klabin. Estas calificaciones son un indicador importante para los inversores y prestamistas, ya que influyen en la capacidad de las empresas para obtener financiamiento en condiciones favorables.

Respecto al crecimiento de las empresas señaladas, en el siguiente recuadro se aprecia el patrón de crecimiento. Si bien Suzano S.A. durante el 2019 duplica sus ingresos por ventas, en general se identifica que las empresas del sector disminuyen o crecen en conjunto debido a que son afectados por factores del sector.

Cuadro 28 Variación del crecimiento de las ventas en términos porcentuales

	2019	2020	2021	2022
EMPRESAS COPEC S.A.	-1,06%	-23,85%	37,25%	24,12%
CMPC	-9,63%	-6,76%	19,60%	23,70%
KLABIN	-5,50%	-10,30%	30,75%	27,11%
SUZANO	78,36%	-9,73%	27,49%	27,21%

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada en EEFF de las empresas.

5.2. Múltiplos de la industria

Los múltiplos de la industria son una herramienta esencial en la valoración de Empresas COPEC S.A., ya que proporcionan una perspectiva valiosa sobre cómo el mercado percibe y valora la empresa en relación con sus competidores directos. Expuesto lo anterior, se presentan múltiplos de la industria categorizados en múltiplos de ganancia, de valor libro y de ingresos.

Cuadro 29 Múltiplos de la industria forestal: Empresa CMPC, Suzano S.A y Klabin S.A.

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Empresa CMPC			Suzano S.A.			Klabin S.A.			Promedio Total
		mar-22	mar-23	Promedio	mar-22	mar-23	Promed	mar-22	mar-23	Promedio	
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	5,38	4,08	4,73	7,60	10,82	9,21	29,67	17,50	23,58	12,51
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	16,84	14,79	15,82	26,91	19,19	23,05	31,31	23,86	27,58	22,15
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	33,38	25,15	29,27	42,58	28,26	35,42	49,33	37,59	43,46	36,05
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,49	0,49	0,49	2,80	1,43	2,12	2,35	1,53	1,94	1,51
	Value to Book Ratio (VBR)	0,53	0,52	0,53	1,22	0,91	1,06	1,15	0,92	1,03	0,87
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	2,25	1,87	2,06	8,02	5,00	6,51	5,78	4,15	4,96	4,51
	Enterprise Value to Sales Ratio	4,53	3,87	4,20	14,78	10,65	12,71	12,12	9,61	10,86	9,26

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada en EEFF de las empresas y Eikon refinitiv.

El siguiente recuadro expone los promedios de los múltiplos obtenidos para cada empresa, calculando el promedio y la media armónica.

Cuadro 30 Múltiplos de la industria: promedio de los múltiplos y mediana armónica de Empresa CMPC y Suzano S.A.

Múltiplos	CMPC	Suzano	Klabin	Promedio	Mediana armónica
Price-Earnings Ratio (PER)	4,73	9,21	23,58	12,51	8,28
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	15,82	23,05	27,58	22,15	21,00
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	29,27	35,42	43,46	36,05	35,12
Price to Book Equity (PBV)	0,49	2,12	1,94	1,51	0,98
Value to Book Ratio (VBR)	0,53	1,06	1,03	0,87	0,79
Price to Sales Ratio (PS)	2,06	6,51	4,96	4,51	3,57
Enterprise Value to Sales Ratio	4,20	12,71	10,86	9,26	7,34

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada en EEFF de las empresas y Eikon refinitiv.

A modo general, los múltiplos financieros indican que Klabin tiene valoraciones más atractivas en EV/EBITDA, EV/EBIT o VBR en comparación con las otras empresas consideradas en varias dimensiones. Sin embargo, para calcular el valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria, se utilizará la mediana armónica con la finalidad de proporcionar una mejor representación de la "tendencia central" en datos que cuentan con una desviación amplia.

5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

Con la finalidad de realizar la valoración de la empresa en base a los múltiplos indicados en el punto anterior, en el siguiente recuadro se presentan indicadores financieros de Empresas COPEC S.A. al 31 de marzo de 2023.

Cuadro 31 Indicador financiero Empresas COPEC S.A.

Indicador financiero (MUSD)	31-03-2023
Resultado por acción	0,12
EBITDA	662.000
EBIT	149.729
Valor libro patrimonio	12.650.365
Valor libro empresa	12.650.365
Ingresos	7.928.883
Ingresos por acción	0,13
Número de acciones	1.299.854

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada en EEFF de Empresas COPEC S.A.

Para obtener el precio de la acción mediante el método de valoración por múltiplos, se utiliza la media armónica y los factores de Empresas COPEC S.A. indicados en el recuadro anterior.

Cuadro 32 Valoración por múltiplos

Múltiplos	Valor empresa	Patrimonio	Precio acción (USD)
Price-Earnings Ratio (PER)			0,99
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	13.902.026	4.006.942	3,08
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	5.259.153	-4.635.931	-3,57
Price to Book Equity (PBV)		12.457.108	9,58
Value to Book Ratio (VBR)	12.806.757	2.911.673	2,24
Price to Sales Ratio (PS)		28.303.830	21,77
Enterprise Value to Sales Ratio	58.179.172	48.284.088	37,15

Fuente: Elaboración propia.

Como evidencia el recuadro anterior, existe una alta volatilidad en el precio de la acción obtenido por los múltiplos y además se puede desprender lo siguiente:

- I. **Price-Earnings Ratio (PER):** El PER de USD 0,99 indica que el mercado valora las ganancias de Empresas COPEC S.A. muy por debajo en relación con el precio de sus acciones.
- II. **Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA):** Este múltiplo indica que el valor de la acción es de USD 3,08, la cual implica un precio de la acción significativamente bajo en comparación al precio de la acción de mercado.
- III. **Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT):** El precio de la acción a través de este múltiplo es negativo por lo que no se considera para el análisis del precio de la acción.
- IV. **Price to Book Equity (PBV):** El precio de la acción es USD 9,58 siendo el múltiplo que se acerca más al precio original de la acción pese a que se encuentra por encima del valor.
- V. **Value to Book Ratio (VBR):** Este múltiplo indica que el valor de la acción es de USD 2,24, la cual implica un precio de la acción significativamente bajo en comparación al precio de la acción de mercado y una valoración más moderada.
- VI. **Price to Sales Ratio (PS):** El precio de la acción a través de este múltiplo es USD 21,77, lo cual se puede interpretar que las acciones se consideran relativamente caras en función de las ventas.
- VII. **Enterprise Value to Sales Ratio:** Al igual que el múltiplo anterior, un precio de la acción de USD 37,15 indica que las acciones se consideran significativamente caras en función de las ventas.

Respecto al múltiplo adecuado a utilizar, se realizará un análisis detallado de los resultados obtenidos y de las implicancias.

5.4. Análisis de los resultados

Conforme a los precios de la acción obtenidos para cada uno de los múltiplos y de acuerdo a lo expuesto por el profesor Pablo Fernandez, el factor adecuado a considerar para la industria forestal y/o del papel, es del múltiplo Price to Book Equity (PBV) debido a que realiza énfasis en los activos tangibles, la consideración de la depreciación y la naturaleza estable del sector (Fernández, 2000).

Por medio del múltiplo señalado y considerando que el tipo de cambio al 31 de marzo de 2023 es de 789,32 (CLP/USD), se obtiene un precio de la acción de CLP 7.564 encontrándose por encima del valor de la acción en 34,84%.

Cuadro 33 Comparación precio de la acción

Tipo de cambio al 31 de marzo de 2023		789,32
Valor acción real		5.610
Valor de la acción por múltiplos		7.564
Diferencia		1.954
Variación porcentual		34,84%

Fuente: Elaboración propia

6. Conclusión

Empresas COPEC S.A. es una de los principales holdings del país y tiene una destacada presencia en los sectores forestal y energético. Sus principales subsidiarias son COPEC Combustible, que opera en el sector de energía, y Arauco, dedicada a la industria forestal. En ambos casos, el precio de las materias primas ha tenido un impacto significativo, ya que se ha observado un aumento en el precio en el caso de Arauco, lo que se relaciona con un aumento en las ventas. Además, en las filiales del sector energético, los precios de la gasolina y el crudo Brent han experimentado variaciones importantes a lo largo del tiempo.

En cuanto al análisis del EBITDA por negocio, se ha determinado que el sector forestal contribuye en promedio con el 61.5% del EBITDA de Empresas COPEC S.A. Esto significa que los ingresos de Arauco, así como sus costos de venta y gastos por función, son factores clave a considerar al proyectar los resultados futuros de la compañía.

En relación a los resultados obtenidos en la valoración de la empresa mediante la Valoración de Múltiplos, el precio de la acción estimado es de CLP\$7.564, lo que implica una diferencia del 34,84% por encima del precio de mercado (CLP\$5.610). Esto sugiere que el valor obtenido mediante la Valoración Económica de la Empresa se encuentra en línea y próximo al precio de mercado de la acción indicando coherencia en los resultados y una valuación que se encuentra en concordancia con el valor percibido por el mercado. Sin embargo, como el valor obtenido a través de la valoración se encuentra por encima del precio de la acción, es necesario considerar que se identificaron empresas comparables del sector forestal para este tipo de valoración. También es relevante considerar que al utilizar el múltiplo Price tu Book Equity (PBV) es altamente posible que el valor estimado se encuentre por encima del precio de mercado ya que se consideran tanto empresas locales como internacionales para la valoración. Asimismo, este múltiplo hace énfasis en los activos tangibles del sector forestal, considera la depreciación y también la naturaleza estable del sector.

En síntesis, este análisis presenta a Empresas COPEC S.A. como una empresa sólida, estable y confiable, sostenible en el tiempo. Además, el análisis realizado muestra

coherencia en los resultados y una valoración que se encuentra en línea con la percepción del mercado a futuro.

ANEXO

Anexo N°1 Regresiones modelo mercado.

<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,896739								
Coefficiente de determinación R ²	0,8041409								
R ² ajustado	0,8022207								
Error típico	0,0293913								
Observaciones	104								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
		<i>Grados de libertad</i>	<i>de cuadrado de los cua</i>	<i>F</i>	<i>valor crítico de F</i>				
Regresión	1	0,3617658	0,3617658	418,78253	6,793E-38				
Residuos	102	0,0881128	0,0008639						
Total	103	0,4498787							
		<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	0,0017675	0,0028836	0,6129587	0,5412679	-0,003952	0,0074871	-0,003952	0,0074871	
R _{igpa}	1,2433605	0,0607579	20,464177	6,793E-38	1,1228475	1,3638735	1,1228475	1,3638735	
abril 2020 - marzo 2022									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,8442489								
Coefficiente de determinación R ²	0,7127562								
R ² ajustado	0,7099401								
Error típico	0,0303821								
Observaciones	104								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
		<i>Grados de libertad</i>	<i>de cuadrado de los cua</i>	<i>F</i>	<i>valor crítico de F</i>				
Regresión	1	0,233629	0,233629	253,09903	2,184E-29				
Residuos	102	0,0941535	0,0009231						
Total	103	0,3277824							
		<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-0,000673	0,0029981	-0,2246	0,8227395	-0,00662	0,0052733	-0,00662	0,0052733	
R _{igpa}	1,0813736	0,0679721	15,909086	2,184E-29	0,9465513	1,2161959	0,9465513	1,2161959	
abril 2021 - marzo 2023									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,8184398								
Coefficiente de determinación R ²	0,6698437								
R ² ajustado	0,6666069								
Error típico	0,031729								
Observaciones	104								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
		<i>Grados de libertad</i>	<i>de cuadrado de los cua</i>	<i>F</i>	<i>valor crítico de F</i>				
Regresión	1	0,208337	0,208337	206,94457	2,731E-26				
Residuos	102	0,1026863	0,0010067						
Total	103	0,3110233							
		<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-0,004192	0,0031113	-1,3474	0,1808368	-0,010363	0,0019791	-0,010363	0,0019791	
R _{igpa}	0,9600467	0,0667368	14,385568	2,731E-26	0,8276745	1,0924188	0,8276745	1,0924188	

abril 2018 - marzo 2020									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,9206525								
Coefficiente de determinación R ²	0,847601								
R ² ajustado	0,8461069								
Error típico	0,0222353								
Observaciones	104								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
	<i>Grados de libertad de cuadrado de los cua</i>			<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>				
Regresión	1	0,2804755	0,2804755	567,29584	1,836E-43				
Residuos	102	0,0504296	0,0004944						
Total	103	0,3309051							
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>	
Intercepción	0,0021433	0,0022327	0,9599455	0,3393527	-0,002285	0,0065719	-0,002285	0,0065719	
R _{igpa}	1,3836857	0,0580942	23,817973	1,836E-43	1,2684562	1,4989153	1,2684562	1,4989153	
abril 2019 - marzo 2023									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,8570986								
Coefficiente de determinación R ²	0,734618								
R ² ajustado	0,733336								
Error típico	0,0312518								
Observaciones	209								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
	<i>Grados de libertad de cuadrado de los cua</i>			<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>				
Regresión	1	0,5596407	0,5596407	573,00783	1,515E-61				
Residuos	207	0,2021711	0,0009767						
Total	208	0,7618118							
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>	
Intercepción	-0,001427	0,0021619	-0,660229	0,5098408	-0,005689	0,0028348	-0,005689	0,0028348	
Variable X 1	1,1018463	0,04603	23,937582	1,515E-61	1,0110986	1,1925939	1,0110986	1,1925939	
abril 2020 - marzo 2023									
<i>Estadísticas de la regresión</i>									
Coefficiente de correlación múltiple	0,8228266								
Coefficiente de determinación R ²	0,6770436								
R ² ajustado	0,67496								
Error típico	0,031056								
Observaciones	157								
ANÁLISIS DE VARIANZA									
	<i>Grados de libertad de cuadrado de los cua</i>			<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>				
Regresión	1	0,3133972	0,3133972	324,94096	7,049E-40				
Residuos	155	0,1494935	0,0009645						
Total	156	0,4628908							
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>	
Intercepción	-0,001397	0,0024865	-0,561702	0,5751304	-0,006308	0,0035151	-0,006308	0,0035151	
Variable X 1	0,9717189	0,0539062	18,026119	7,049E-40	0,8652334	1,0782045	0,8652334	1,0782045	

Bibliografía

- B3. (23 de mayo de 2023). <https://www.b3.com.br/>. Obtenido de https://www.b3.com.br/pt_br/busca/?query=SUZB3
- Bancel, F., & Mitoo, U. (2014). *The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. [La brecha entre la teoría y la práctica de la valoración corporativa: Encuesta a expertos europeos.]*. Journal of Applied Corporate Finance.
- BCI, B. d. (2023). *Recomendaciones bursátiles*. Santiago: BCI.
- Bolsa de Santiago. (23 de mayo de 2023). *bolsadesantiago.com*. Obtenido de [bolsadesantiago.com: https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/CMPC](https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/CMPC)
- Camanchaca S.A. (2023). *Memoria integrada 2022*. Santiago: Camanchaca S.A. Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=93711000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=49>
- CMF, C. p. (23 de mayo de 2023). *Comisión para el Mercado Financiero*. Obtenido de Comisión para el Mercado Financiero: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90690000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=21>
- CMF, C. p. (26 de mayo de 2023). *Comisión para el Mercado Financiero*. Obtenido de Comisión para el Mercado Financiero: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90690000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=5>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. [Valoración de inversiones: Herramientas y técnicas para determinar el valor de cualquier activo.]*.
- Empresas CMPC S.A. (2023). *ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS 2022*. Santiago: Empresas CMPC S.A. Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90222000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- Empresas CMPC S.A. (2023). *Reporte Integrado 2022*. Santiago: EMPRESAS CMPC S.A. Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90222000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanía=49>
- Empresas COPEC S.A. (2020). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.
- Empresas COPEC S.A. (2021). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.

- Empresas Copec S.A. (2023). *Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2022*. Santiago: Empresas Copec S.A. Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90690000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanias=3>
- Empresas Copec S.A. (2023). *Estados Financieros Consolidados Intermedios*. Santiago: Empresas Copec S.A. Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90690000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanias=3>
- Empresas COPEC S.A. (2016). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.
- Empresas COPEC S.A. (2017). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: Empresas COPEC S.A.
- Empresas COPEC S.A. (2018). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.
- Empresas COPEC S.A. (2019). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.
- Empresas COPEC S.A. (2022). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.
- Empresas Copec S.A. (2023). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS*. Santiago: Empresas Copec S.A.
- Empresas COPEC S.A. (2023). *ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS AL 31 DE MARZO 2023*. Santiago: EMPRESAS COPEC S.A.
- Empresas Copec S.A. (23 de mayo de 2023). *Empresas Copec*. Obtenido de <https://www.empresascopec.cl/sobre-empresas-copec/#mision-y-vision>
- Empresas Copec S.A. (2023). *Memoria integrada 2022*. Santiago: Empresas Copec S.A. Obtenido de <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90690000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanias=49>
- Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Klabin S.A. (1 de Octubre de 2023). *Klabin*. Obtenido de Klabin: <https://klabin.com.br/es/nossa-essencia/onde-estamos>

- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition. [Análisis y valoración de negocios: Edición IFRS.]*. Cengage learning.
- Petrobras S.A. (2023). *Annual Report and Form 20 - F 2022*. Rio de janeiro: Petrobras S.A. Obtenido de <https://www.investidorpetrobras.com.br/en/presentations-reports-and-events/annual-reports/>
- Shell. (2023). *Shell Annual Report and Accounts 2022. [Informe anual y cuentas de Shell 2022]*. Shell.
- Suzano S.A. (2023). *ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.[Informe anual de conformidad con la Sección 13 o 15(d) de la Ley de Bolsas de Valores de 1934]*. Salvador: Suzano S.A. Obtenido de <https://ri.suzano.com.br/Portuguese/Arquivamentos/Documentos-entregues-a-SEC/default.aspx>