



# **VALORACIÓN EMPRESAS COPEC S.A.**

## **Mediante el método de Múltiplos**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGISTER EN FINANZAS**

**Alumno: Emilio Rauld Varela**  
**Profesor guía: Carlos Maquieira Villanueva**

**Santiago, Mayo de 2018**

### **Agradecimientos**

Toda actividad requiere de quien la realiza preparación, dedicación y constancia, sin embargo para la obtención de un Grado Académico esto es solo una parte de lo que se requiere, porque sin el apoyo de muchos un propósito tan caro como este no es posible. Es entonces el momento de agradecer por ello a mis compañeros de promoción, quienes con sus aportaciones y distintas experiencias han sido relevantes en mi formación, especialmente a Omar Calderón y Nei Reis, con quienes compartimos aprendizajes y me han mostrado muchas de las virtudes que quisiera lograr en mí. A mis profesores, en la persona de Marcelo González, Carlos Maquieira y Mauricio Jara, quienes, cada uno y en distintas formas, junto a Marcela Luza, resumen lo mejor de la docencia de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, a todos, con sincero agradecimiento, muchas gracias.

A Nicole, de quien recibo las mejores enseñanzas, con las que espero graduarme algún día siendo un buen hombre, esposo, padre y abuelo.

<b>1.</b>	<b>Resumen Ejecutivo .....</b>	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>Metodología.....</b>	<b>5</b>
<b>3.</b>	<b>Descripción de la Empresa e Industria .....</b>	<b>6</b>
<b>3.1.</b>	<b>Sector Forestal:.....</b>	<b>8</b>
<b>3.2.</b>	<b>Sector Combustible: .....</b>	<b>8</b>
<b>3.3.</b>	<b>Sector Pesquero: .....</b>	<b>8</b>
<b>3.4.</b>	<b>Otras Inversiones: .....</b>	<b>9</b>
<b>3.5.</b>	<b>Principales accionistas.....</b>	<b>9</b>
<b>4.</b>	<b>Empresas comparables de la industria.....</b>	<b>10</b>
<b>4.1</b>	<b>Empresas CMPC S.A. ....</b>	<b>10</b>
<b>4.2</b>	<b>FIBRIA Celulose S.A. ....</b>	<b>11</b>
<b>4.3</b>	<b>SUZANO Papel e Celulose .....</b>	<b>13</b>
<b>5.</b>	<b>Descripción del Financiamiento de la Empresa.....</b>	<b>14</b>
<b>5.1.</b>	<b>Endeudamiento .....</b>	<b>14</b>
<b>6.</b>	<b>Valoración de la Empresa por Múltiplos .....</b>	<b>15</b>
<b>6.1.</b>	<b>Múltiplos para la industria.....</b>	<b>15</b>
<b>6.2.</b>	<b>Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria en general: .....</b>	<b>16</b>
<b>6.3.</b>	<b>Valores de Empresas Copec en base a múltiplos de la Industria: .....</b>	<b>16</b>
<b>6.4.</b>	<b>Valor de la Acción de Empresas Copec en base a múltiplos de la Industria:.....</b>	<b>17</b>
<b>7.</b>	<b>Conclusiones .....</b>	<b>18</b>
<b>8.</b>	<b>Referencias.....</b>	<b>21</b>
<b>9.</b>	<b>Sitios Web.....</b>	<b>21</b>
<b>10.</b>	<b>ANEXOS.....</b>	<b>22</b>
	<b>Anexo 1 – Estados Financieros Empresas Copec .....</b>	<b>22</b>
	<b>Anexo 2 – Antecedentes Financieros Empresas Comparables.....</b>	<b>24</b>

## **1. Resumen Ejecutivo**

El presente trabajo tiene como objetivo principal valorar Empresas Copec S.A., al 30 de septiembre de 2017, mediante el Método de Múltiplos sobre la base del valor de mercado de las empresas comparables: CMPC S.A., FIBRIA y Suzano Papel y Celulosa. Esta valoración se presenta en el punto 12, para la Industria Forestal, Celulosa, Papel y Tissue, para los años 2016 y 2017.

Empresas Copec es una de las principales sociedades anónimas abiertas de Chile y está presente en dos grandes áreas de actividad: recursos naturales y energía, donde cuenta con claras ventajas competitivas; y energía, estrechamente ligada al crecimiento y desarrollo productivo. En cada uno de estos sectores, la Compañía está permanentemente impulsando importantes programas de inversión, con el objetivo de elevar la escala de sus operaciones, expandir sus fronteras, aprovechar sinergias y velar por la sustentabilidad en todas sus actividades.

Actualmente, Empresas Copec comercializa sus productos en más de 80 países y cuenta con plataformas productivas en Chile, Argentina, Brasil, Canadá, Colombia, Estados Unidos y Uruguay, está listada en la Bolsa de Comercio de Chile, y sus acciones están dentro del IPSA, con un peso de 8,993 %, además, es parte de las empresas líderes en sustentabilidad, de acuerdo con su puntaje de sustentabilidad o Total Sustainability Score. Reporta a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), ex Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la que tiene entre sus objetivos principales velar por la transparencia de los mercados que supervisa, mediante la oportuna y amplia difusión de la información pública que

mantiene y colaborar en el conocimiento y educación de inversionistas, asegurados y público en general.

Para financiar sus inversiones, Empresas Copec S.A. emite deuda en mercados internacionales, lo que la obliga a entregar información a entidades fiscalizadoras, bancos de inversión y clasificadoras de riesgo internacionales, actualmente cuenta con una clasificación estable “La clasificación “AA-” asignada a la solvencia y líneas de bonos de Empresas Copec S.A. (Copec) refleja un perfil de negocio “Fuerte” y una posición financiera “Satisfactoria”, de acuerdo con la clasificadora de riesgo Feller Rate. El holding Copec, a septiembre de 2017, contaba con un patrimonio de USD 10.352 MM de dólares, con un precio de cierre de la acción al 29 de septiembre de 2017 de \$8.343, 91.

La valoración ha sido efectuada a través del método de valoración por múltiplos, vemos que el múltiplo Enterprise Value/Ventas, (VS), es el que más se acerca al valor de mercado de la acción, con un valor calculado de \$8.385,54, es superior al valor de mercado de \$8.343.91. Sin embargo, el valor por acción calculado en base a la media armónica de los cuatro múltiplos considerados, su valor es \$6.246,62 pesos (CLP), que representa un 25,14% menor al valor de mercado de la acción, valor que se considera aceptable, al estar en el rango de la valoración por múltiplos, que la literatura<sup>1</sup> indica, según la cual tiene una dispersión de hasta un 40%.

## **2. Metodología**

Este estudio corresponde a la estimación del precio de la acción de Empresas Copec S.A., al 31 de septiembre de 2017, para ser comparado con el precio de la acción en el mercado en ese momento. La metodología empleada para desarrollar la valoración es por el Método de

Múltiplos y tiene por objetivo obtener el valor de la acción de Empresas Copec S.A., sobre la base del valor de mercado de las empresas comparables, que para nuestro trabajo se han seleccionado de acuerdo con el criterio de analistas, negocios, e información de los Estados de situación de cada una, utilizando como empresas comparables a: CMPC S.A., FIBRIA y Suzano Papel y Celulosa, con lo que se obtiene un valor aproximado de su valor real.

### **3. Descripción de la Empresa e Industria**

Empresas Copec S.A. es un conglomerado de empresas que participa en dos grandes áreas de actividad: recursos naturales y energía. Está estructurada como un holding de inversiones industriales. Sus principales filiales operativas son Celulosa Arauco y Constitución S.A., que concentra sus operaciones en el área forestal; Copec Combustibles, en el negocio de distribución de combustibles líquidos y lubricantes, participando en la distribución de gas licuado a través de Abastible, y en transporte terrestre y marítimo de combustibles por medio de Sonacol.

A septiembre de 2017, Empresas Copec S.A. registró ingresos por US\$15.029 millones, con un crecimiento del 23,7% en comparación a igual periodo de 2016. Lo que se explica por alzas en los precios y mayores volúmenes comercializados en el sector forestal. Además, se observó un aumento en los precios internacionales del petróleo, lo que incrementó los ingresos de la compañía. A igual fecha, el EBITDA consolidado alcanzó US\$1.691 millones, con un alza del 26,9% respecto de septiembre de 2016. El incremento observado en el EBITDA respecto de los ingresos se debe a un alza en la actividad y márgenes provenientes del sector forestal, que se traduce en un aumento en su participación en la composición del

EBITDA (60,6%). Con todo, el margen EBITDA de Empresas Copec alcanzó un 11,3% a septiembre de 2017, cifra relativamente estable en comparación a igual periodo de 2016 (11,0%). Esto, debido a que el incremento en el margen del sector forestal (de 21,7% a 26,2%) fue compensado con una caída en el del sector combustibles (de 6,5% a 6,0%), negocio que presenta una mayor participación en los ingresos (73,2%). A septiembre de 2017, el stock de deuda financiera alcanzó US\$6.408 millones, con una disminución del 3,6% respecto de diciembre de 2016. A igual fecha, Empresas Copec a nivel individual mantenía un bajo endeudamiento (9,6% de la deuda consolidada). La mayor generación de EBITDA implicó una mejoría en los indicadores de cobertura. Así, a septiembre de 2017, el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA alcanzó 2,5 veces, reduciéndose en comparación a fines de 2016 (3,1 veces). A su vez, la cobertura de EBITDA sobre gastos financieros aumentó hasta 6,2 veces, cifra por sobre lo observado entre 2012 a 2016.

Los principales sectores de negocios son el Forestal, Combustibles, Pesquero y Otras Inversiones.



Figura N°1 – Información financiera por sector

### **3.1. Sector Forestal:**

Empresas Copec participa en el sector forestal a través de su filial Arauco, donde ha llevado a cabo un relevante plan de inversiones y una permanente optimización de sus operaciones, aprovechando importantes ventajas en costos y manteniendo una destacada presencia en toda la cadena de valor. Esto ha convertido a Arauco en la principal compañía forestal de Chile y en un actor relevante a nivel mundial, ubicándose entre los mayores productores de celulosa del mercado, paneles y madera aserrada en el mundo, y entre las empresas forestales con mayor volumen de producción, ventas y patrimonio de bosques en Sudamérica.

Los estados financieros de Empresas Copec S.A. se presentan en el Anexo 1.

### **3.2. Sector Combustible:**

Empresas Copec desempeña un rol protagónico en la distribución de combustibles líquidos lubricantes, gas licuado y gas natural, alcanzando una destacada presencia y un sostenido liderazgo tanto en Chile como en Colombia. Lo anterior, ha sido posible gracias a una preocupación permanente por entregar a los clientes un servicio de calidad, un constante esfuerzo por la innovación, una importante escala de operaciones y un sólido posicionamiento de marca.

### **3.3. Sector Pesquero:**

Empresas Copec está presente en el negocio de la pesca a través de su filial Igemar, la cual participa en las dos principales zonas pesqueras del país, norte y centro-sur. Gracias a una gestión eficiente y avanzadas tecnologías, se ha consolidado en la producción de harina y aceite de pescado, conservas y congelados, en un período

caracterizado por restricciones en la disponibilidad biológica del recurso. Hoy es pionera en el desarrollo de concentrados de Omega3 en Chile, productos de mayor valor agregado y altamente apreciados en la industria nutracéutica y farmacéutica, así como también en la industria de las proteínas.

#### **3.4. Otras Inversiones:**

Empresas Copec también invierte en otras áreas de negocios con el objetivo de aprovechar sinergias, complementar sus operaciones y reforzar su posición estratégica. Es así como participa en la minería, mediante Mina Invierno, Camino Nevado y Alxar Minería, y en el negocio inmobiliario, a través de Inmobiliaria Las Salinas.

#### **3.5. Principales accionistas**

Al 30 de septiembre de 2017, el control de Empresas Copec S.A. corresponde a la sociedad anónima abierta AntarChile S.A. que es dueña del 60,8208% de las acciones de Empresas Copec S.A., a su vez, Inversiones Angelini y Compañía Limitada, es propietaria directa del 63,40150% de las acciones emitidas por AntarChile S.A. y, en consecuencia, controladora de Empresas Copec S.A.

Los 12 mayores accionistas son los siguientes:

Nombre Accionista	Acciones	Propiedad (%)
AntarChile S.A.	790.581.560	60,82%
Banco de Chile por cuenta de terceros	52.630.253	4,05%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	41.752.048	3,21%
Forestal y Pesquera Callaqui S.A.	29.731.091	2,29%
Viecal S.A.	29.439.066	2,26%
Minera Valparaíso S.A.	22.027.125	1,69%
Banco Santander – JP Morgan	19.594.643	1,51%
Forestal y Pesquera Copahue S.A.	18.692.371	1,44%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	16.314.347	1,26%
Servicios y Consultorías Ltda.	16.127.425	1,24%
BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	11.982.621	0,92%
Fondos de pensiones Provida C	11.052.863	0,85%
<b>Subtotal</b>	<b>1.059.925.413</b>	<b>81,54%</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>1.299.853.848</b>	<b>100,00%</b>

Tabla N°1 – Principales accionistas Empresas Copec.

#### 4. Empresas comparables de la industria

##### 4.1 Empresas CMPC S.A.

Empresas CMPC es una compañía dedicada a la fabricación de productos de madera, celulosa, papeles y productos de embalaje, y productos tissue en Latinoamérica. Fundada en 1920 en Chile, controlada por la Familia Matte.

CMPC es una empresa regional con presencia en Chile, Brasil, Argentina, México, Perú, Colombia, Uruguay y Ecuador.

Actualmente, CMPC tiene clientes en 45 países, buscando siempre construir relaciones de largo plazo con cada uno de sus públicos de interés.

Tiene una capitalización bursátil de USD 6.595 millones de dólares (3 de noviembre de 2017). Su deuda internacional tiene una clasificación de BBB- por S&P y BBB+ por Fitch.

El EBITDA alcanzó los US\$323 millones durante el trimestre, aumentando 12% ToT y 22% AoA. El margen EBITDA fue de 24,1%, mayor al 22,6% en 2T17 y 21,2% en 3T16. El aumento de EBITDA con respecto al 2T17 se

atribuye a mayores ventas en todas las áreas de negocio, con aumentos de 34% en Papeles, 18% en Tissue y 7% en Celulosa. En particular, el aumento ToT en EBITDA refleja el efecto de mayores precios de celulosa fibra corta y mayores volúmenes de fibra larga, parcialmente compensado por menores volúmenes de celulosa fibra corta y mayores costos directos.

El 22% de aumento AoA en EBITDA, se debe principalmente a un aumento de 41% en el EBITDA de Celulosa, parcialmente contrarrestado por una disminución de 14% en Tissue. El mayor EBITDA de Celulosa es consecuencia de los mejores precios de celulosa y mayores volúmenes de fibra larga, mientras que la disminución en Tissue es el resultado de mayores costos de fibras además de mayores gastos de administración.

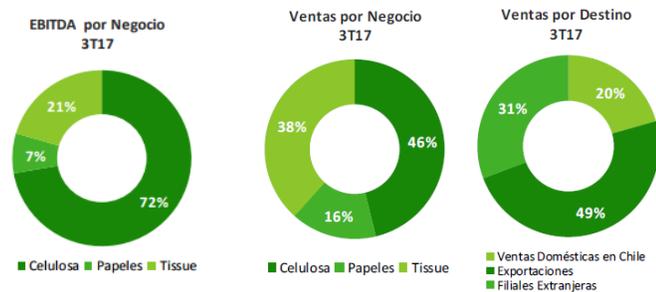


Figura N°2 - Ingresos y EBITDA empresa CMPC.

#### 4.2 FIBRIA Celulose S.A.

Líder mundial en la producción de celulosa de eucalipto, FIBRIA es una empresa que busca atender, de forma sostenible, a la creciente demanda global por productos a partir de sus bosques. Con una capacidad productiva de 7,25 millones de toneladas de celulosa por año, la compañía cuenta con unidades industriales ubicadas en Aracruz, Jacareí y Tres Lagoas, además de Eunápolis, donde mantiene la planta Veracel-Stora Enso, en joint-

operation. La compañía posee 1.056 millones de hectáreas de bosques, siendo 633 mil hectáreas de bosques plantados, 364 mil hectáreas de áreas de preservación y de conservación ambiental y 59 mil hectáreas destinadas a otros usos. La celulosa producida por FIBRIA es exportada a más de 35 países y materia prima para productos de educación, salud, higiene y limpieza.

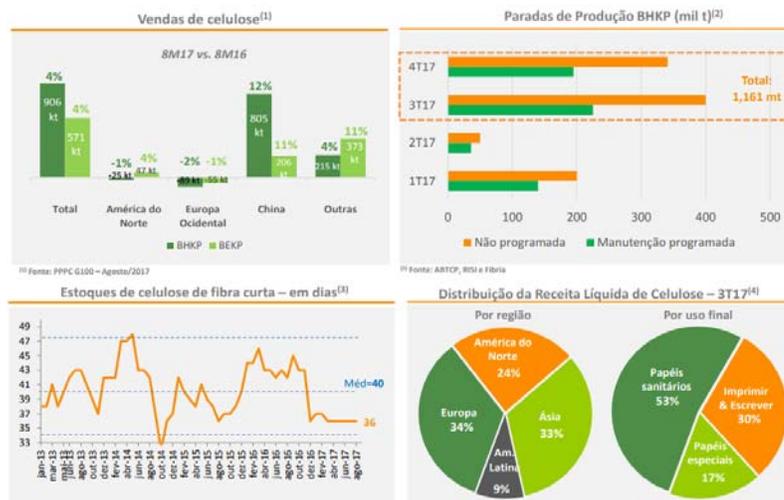


Figura N°3 – Antecedentes financieros empresa Fibría.

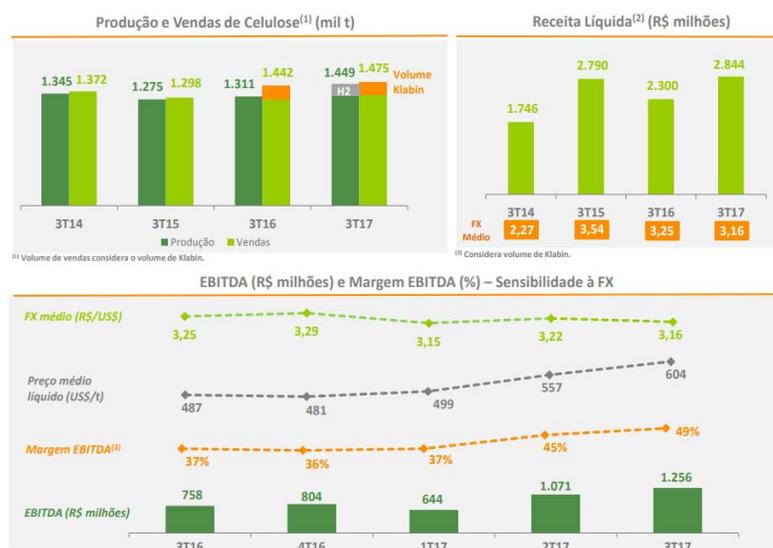


Figura N°4 – Antecedentes financieros empresa Fibría.

### 4.3 SUZANO Papel e Celulose

Suzano produce celulosa y papel, a través de plantas y bosques propios ubicados en los estados de Bahía y Espírito Santo en Brasil. El Grupo Suzano contrala su filial Papel e Celulose con un 55% de participación. La compañía cuenta con más de 87 años de historia y está dentro de los 10 negocios más rentables de Brasil. La deuda internacional de la compañía cuenta con una clasificación de BB por S&P y de BB por Fitch. Las ventas de la compañía se distribuyen 44% localmente y 56% al mercado internacional. Su EBITDA se distribuye en forma muy pareja entre ambos negocios con un porcentaje levemente mayor en el mercado del papel, que se ha ido cerrando en los últimos años respecto a la celulosa (56%/44% al 31 de diciembre de 2016).

#### *Forte desempenho* operacional e financeiro

Geração de caixa operacional<sup>1</sup>: **R\$ 906 MM**

EBITDA Ajustado<sup>2</sup>: **R\$ 1.186 MM**

ROIC: **13,0%**

Custo caixa de celulose (últimos 12 meses): **R\$ 588/ton**

Figura N°5 – Antecedentes financieros empresa Suzano.



Figura N°6 – Antecedentes financieros empresa Suzano.

Los antecedentes financieros de las empresas de referencia se presentan en el Anexo 2.

## 5. Descripción del Financiamiento de la Empresa

La deuda financiera de la compañía al 30 de septiembre de 2017 está compuesta por un 26% de pasivos corrientes y un 74% no corrientes. Del total de la deuda financiera, el 68% corresponde a los bonos locales e internacionales, seguidos por los préstamos bancarios con un 32%. Los bonos de la compañía se presentan en Anexo 3.

### 5.1. Endeudamiento

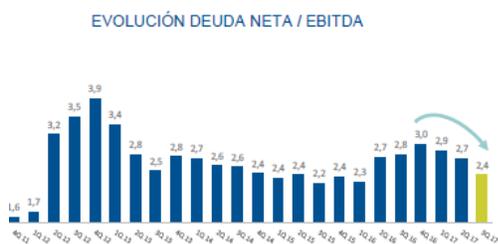


Figura N°7 – Evolución deuda neta/EBITDA

Para la determinación de la deuda financiera de la empresa, se consideran los rubros Otros pasivos financieros corrientes y Otros pasivos financieros no corrientes, del Estado de Situación Financiera, lo anterior debido a que, en la nota 3.4 de dichos estados financieros, se indica que los pasivos financieros valorados a costo amortizado corresponden a instrumentos no derivados con flujos de pago contractuales que pueden ser fijos o sujetos a una tasa de interés variable. Los instrumentos financieros clasificados en esta categoría se valorizan a su valor a costo amortizado utilizando el método de tasa de interés efectivo.

Al 30 de septiembre de 2017, los estados financieros consolidados intermedios, se incluían en esta clasificación obligaciones con bancos e instituciones financieras y

obligaciones con el público mediante bonos emitidos en dólares, UF y pesos.

Deuda Financiera MUS\$	2013 4T	2014 4T	2015 4T	2016 4T	2017 3T
Préstamos que devengan intereses (corriente)	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	1.249.933	1.082.593	420.815	911.454	977.018
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	5.862.497	6.059.802	5.734.926	5.738.043	5.431.457
<b>Total de pasivos corrientes en MUS\$</b>	<b>7.112.430</b>	<b>7.142.395</b>	<b>6.155.741</b>	<b>6.649.497</b>	<b>6.408.475</b>

Tabla N°2 – Deuda financiera histórica

## 6. Valoración de la Empresa por Múltiplos

En esta etapa hemos utilizado el Método de Múltiplos para la Industria Forestal, Celulosa, Papel y Tissue, para los años 2016 y 2017 (a septiembre de cada año), nuestro objetivo es obtener el valor de Empresas Copec S.A. sobre la base del valor de mercado de las empresas comparables (Anexo 2) CMPC S.A., FIBRIA y Suzano Papel y Celulosa, lo que se justifica en la Tabla N°40.

Empresa/Negocio	Forestal	Celulosa	Papel	Tissue
Empresas CMPC S.A. (*)	X	X	X	X
Fibria	X	X		
Suzano Papel y Celulosa	X	X	X	X

(\*) CMPC separa sus áreas de negocios en 3 unidades, sin embargo son 4 unidades.

Tabla N°3 – Empresas comparables con Empresas Copec

### 6.1. Múltiplos para la industria

Valores de la Industria sin Copec				
Tipo de Múltiplo	Múltiplo	2016	2017	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	15,94	37,38	26,66
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	10,04	13,15	11,60
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	12,12	13,65	12,88
MÚLTIPLOS DE VALOR	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,66	1,06	0,86
	VALUE TO BOOK RATIO	0,80	1,01	0,91
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,65	2,55	2,10
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	2,76	3,44	3,10

Tabla N°4 – Múltiplos de la industria

## 6.2. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria en general:

MÚLTIPLOS	MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	18,612	-	-	7,643
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11,595	\$19.607.697	\$10.899.971	15,085
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	12,883	\$21.785.201	\$10.899.971	16,760
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,862	-	-	-
VALUE TO BOOK RATIO	0,905	-	-	-
PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,194	-	-	11,562
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,244	\$46.598.258	\$10.899.971	8,386

Tabla N°5 – Valores de la empresa en base a múltiplos de la industria

## 6.3. Valores de Empresas Copec en base a múltiplos de la Industria:

Para la obtención del múltiplo, a partir de las empresas comparables, se ha procedido a calcular promedio, mediana y media armónica. Dado que los valores de los dos primeros múltiplos muestran valores extremos, junto a qué se trata de solo tres valores, hemos usado como criterio de selección del múltiplo, el resultado del cálculo por media armónica.

Empresa/Múltiplo	Precio/Utilidad (PE)	EV/EBITDA	Precio/Ventas (PS)	EV/Ventas (VS)
Empresas CMPC S.A. (*)	51,479	10,792	1,567	2,220
Fibria	18,612	19,504	2,542	3,837
Suzano Papel y Celulosa	9,892	4,489	2,194	3,244
<b>Promedio</b>	<b>26,661</b>	<b>11,595</b>	<b>2,101</b>	<b>3,101</b>
<b>Mediana</b>	<b>18,612</b>	<b>10,792</b>	<b>2,194</b>	<b>3,244</b>
<b>Media Armónica</b>	<b>17,217</b>	<b>8,182</b>	<b>2,017</b>	<b>2,943</b>

Tabla N°6 – Determinación de Múltiplos para Empresas Copec.

La literatura [1] señala en industrias específicas de commodities, el precio de mercado de la acción/valor libro, no es un múltiplo adecuado para determinar el precio de la acción, por lo que para el cálculo hemos utilizado los siguientes múltiplos:

Empresa/Múltiplo	Precio/Utilidad (PE)	EV/EBITDA	Precio/Ventas (PS)	EV/Ventas (VS)
Múltiplo	26,661	11,595	2,101	3,101
EV	-	\$19.607.697	-	\$46.598.258
Patrimonio MMUS\$	-	\$10.899.971	-	\$10.899.971
Precio Acción al 29/9/2017	\$10,948	\$15,085	\$11,562	\$8,386

Tabla N°7 – Múltiplos de Empresas Copec de acuerdo con la literatura.

#### 6.4. Valor de la Acción de Empresas Copec en base a múltiplos de la Industria:

El Valor de Empresas por acción calculado es de \$6.246,62 pesos, que es un 25,14% menor al valor transado al viernes 29 de septiembre de 2017, valor que se considera aceptable, al estar en el rango de la valoración por múltiplos, que la literatura [1] indica tiene una dispersión de aproximadamente un 40%. El múltiplo Enterprise Value/Ventas (VS), es el que más se acerca al valor al precio de mercado, con un valor de \$8,386, según se muestra en la tabla 44.

Media Armónica del Precio (US\$)	Media Armónica del Precio (CLP)	\$/US\$
\$9,809	\$6.246,62	636,85
Valor Acción	\$8.343,91	25,14%

Tabla N°8 – Valor acción según múltiplos

En consecuencia, podemos afirmar que la valoración por múltiplos es una aproximación al valor de la empresa, en particular el valor de la acción que entrega el múltiplo EVS representa, en este caso, el valor real de mercado, sin embargo, el método es considerado arbitrario [2].

## **7. Conclusiones**

Del análisis del estado de situación de “Empresas Copec S.A.”, como de su proyección de inversiones y sinergias productivas a nivel global, junto con una de las estructuras de más bajo costo a nivel mundial, e integrada vertical y horizontal en sus operaciones, podemos afirmar que el holding cuenta con ventajas competitivas en su negocio forestal. Sus bajos costos de producción se deben al rápido crecimiento de los bosques en Sudamérica, su estructura de costos se debe a la eficiencia de sus plantas productivas y cercanía de sus instalaciones a los puertos de embarque, donde en algunos casos también participa en su propiedad, como Coronel y Lirquén en Chile y Montes del Plata en Uruguay. Su condición de productor integrado, como se ha dicho, le permite aprovechar sinergias en la producción, comercialización y distribución de sus diferentes productos. Su mayor debilidad está en la exposición a la volatilidad del precio de los commodities; productos forestales a través de su filial, Arauco y del petróleo y gas, de sus filiales de combustibles.

Empresas Copec S.A., a septiembre de 2017, registró ingresos por US\$15.029 millones, observándose un crecimiento del 23,7% en comparación a igual periodo de 2016. Esto, producto de alzas en los precios y mayores volúmenes comercializados en el sector forestal, en conjunto a un segmento de combustible que exhibió una mayor actividad, sumado a la consolidación de nueve meses de las inversiones realizadas. Además, se observó un alza en los precios internacionales del petróleo, incrementando también sus ingresos.

Asimismo, el EBITDA consolidado alcanzó US\$1.691 millones, con un incremento del 26,9% respecto de

septiembre de 2016. El incremento observado en el EBITDA respecto de los ingresos se debe a un alza en la actividad y márgenes provenientes del sector forestal, que se traduce en un aumento en su participación en la composición del EBITDA (60,6%).

Para financiar sus inversiones, tiene emitida deuda en mercados internacionales, con un bajo nivel de endeudamiento a nivel individual y una robusta posición de liquidez. Está obligada a entregar información a entidades fiscalizadoras, grandes bancos de inversión y clasificadoras de riesgo internacionales, actualmente cuenta con una clasificación estable “La clasificación “AA-” asignada a la solvencia y líneas de bonos de Empresas Copec S.A. (Copec) refleja un perfil de negocio “Fuerte” y una posición financiera “Satisfactoria” de acuerdo con la empresa clasificadora de riesgo Feller RATE. Empresas Copec S.A., cuenta con un patrimonio de USD 10.352 MM de dólares, a septiembre de 2017, con un precio de cierre de la acción al 29 de septiembre de 2017 de \$8.343, 91.

De la valoración efectuada por el de valoración por múltiplos, vemos que el múltiplo Enterprise Value/Ventas, (VS), es el que más se acerca al valor de mercado de la acción, con un valor calculado de \$8,386, es levemente superior al valor de mercado de \$8.383.91. Sin embargo, el valor por acción calculado en base a la media armónica de los cuatro múltiplos considerados, cuyo valor es \$6.246,62 pesos (CLP), representa un 25,14% menor al de mercado de la acción, valor que se considera aceptable, al estar en el rango de la valoración por múltiplos, que la literatura [1] indica, tiene una dispersión de hasta un 40%. En consecuencia, podemos afirmar que la valoración por múltiplos es una aproximación al valor de la empresa, en particular el valor de la acción que entrega

el múltiplo EVS representa, en este caso, el valor real de mercado, sin embargo, el método es considerado arbitrario [2].

Finalmente, se estima que el valor actual de la acción de Empresas Copec S.A. corresponde al valor del mercado, el que ha sido eficiente en incorporar la información disponible al precio; información que es abundante, oportuna y confiable, lo que debería mantenerse en el tiempo.

## 8. Referencias

[1] Maquieira, Carlos, (2015) Valoración de Empresas, Teoría y Práctica, Universidad de Chile, apuntes, pág. 168.

[2] Fernández, Pablo, (2016) Método de Valoración de Empresas, Universidad de Navarra -IESE Escuela de Negocios, pág. C1-8.

Finanzas Corporativas; Teoría y Práctica. Carlos Maquieira Villanueva, Thomson Reuters, 2015.

## 9. Sitios Web

[www.empresascopec.cl](http://www.empresascopec.cl)

[www.fibria.com.br](http://www.fibria.com.br)

[www.cmpc.cl](http://www.cmpc.cl)

[www.suzano.com.br](http://www.suzano.com.br)

[www.svs.cl](http://www.svs.cl)

[www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)

[www.treasury.gov](http://www.treasury.gov)

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page)

[www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[www.cne.cl](http://www.cne.cl)

## 10. ANEXOS

### Anexo 1 – Estados Financieros Empresas Copec

Activos (MUSD)	2013	2014	2015	2016	2017
	4T	4T	4T	4T	3T
<b>Activos corrientes</b>					
Efectivo y equivalentes a efectivo	1.508.139	2.013.287	1.584.765	1.289.413	1.177.352
Otros activos financieros corrientes	160.404	162.999	174.981	185.046	195.231
Otros activos no financieros corrientes	224.343	220.365	182.124	172.477	193.439
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.842.747	1.670.686	1.352.211	1.358.381	1.616.547
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, corriente	184.725	205.345	76.669	46.530	40.564
Inventarios	1.592.645	1.445.545	1.364.733	1.375.043	1.441.576
Activos biológicos corrientes	263.056	311.523	274.548	309.365	314.834
Activos por impuesto corrientes	91.985	63.721	115.245	166.221	71.058
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>5.868.044</b>	<b>6.093.471</b>	<b>5.125.276</b>	<b>4.902.476</b>	<b>5.050.601</b>
Activos no corrientes (mantenidos para venta)	15.488	12.033	7.227	7.658	7.139
Activos no corrientes (mantenidos para distribuir a los propietarios)	0	0	0	0	0
<b>Activos corrientes Totales</b>	<b>5.883.532</b>	<b>6.105.504</b>	<b>5.132.503</b>	<b>4.910.134</b>	<b>5.057.740</b>
<b>Activos no corrientes</b>					
Otros activos financieros no corrientes	59.052	73.281	130.228	94.776	83.959
Otros activos no financieros no corrientes	153.097	135.240	131.909	135.985	127.662
Derechos por cobrar no corrientes	58.905	55.401	40.816	32.958	34.492
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, no corriente	6.174	157.831	7.464	25.187	7.941
Inversión contabilizadas utilizando el método de la participación	970.893	680.226	584.520	979.004	1.015.869
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.001.690	807.285	635.948	811.178	830.794
Plusvalía	209.960	201.535	167.725	410.587	412.889
Propiedades, plantas y equipo	10.082.124	9.819.286	9.276.447	10.117.664	10.387.555
Activos biológicos no corrientes	3.635.246	3.538.802	3.554.560	3.592.874	3.514.632
Propiedad de inversión	59.026	51.490	44.680	45.447	47.337
Activos de impuestos diferidos	248.611	265.262	229.836	290.712	314.397
<b>Total activos, no corriente</b>	<b>16.484.778</b>	<b>15.785.639</b>	<b>14.804.133</b>	<b>16.536.372</b>	<b>16.777.527</b>
<b>Total de activos</b>	<b>22.368.310</b>	<b>21.891.143</b>	<b>19.936.636</b>	<b>21.446.506</b>	<b>21.835.267</b>

Patrimonio y pasivos (MUSD)	2013	2014	2015	2016	2017
	4T	4T	4T	4T	3T
<b>Pasivos</b>					
<b>Pasivos corrientes</b>					
Otros pasivos financieros corrientes	1.249.933	1.082.593	420.815	911.454	977.018
Cuentas por pagar comerciales	1.788.930	1.439.754	1.278.777	1.419.909	1.456.301
Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, corriente	22.270	15.267	6.027	7.653	27.032
Otras provisiones, corrientes	13.315	16.187	4.247	16.357	17.964
Pasivos por impuestos, corrientes	99.731	135.481	54.527	44.683	61.695
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	6.098	6.126	6.737	8.654	10.295
Otros pasivos no financieros, corrientes	217.492	218.168	166.037	204.215	328.229
<b>Total de pasivos corrientes</b>	<b>3.397.769</b>	<b>2.913.576</b>	<b>1.937.167</b>	<b>2.612.925</b>	<b>2.878.534</b>
Pasivos (mantenidos para la venta)	0	0	0	0	0
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>3.397.769</b>	<b>2.913.576</b>	<b>1.937.167</b>	<b>2.612.925</b>	<b>2.878.534</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>					
Otros pasivos financieros no corrientes	5.862.497	6.059.802	5.734.926	5.738.043	5.431.457
Otras cuentas por pagar, no corrientes	1.304	880	804	940	1.004
Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, no corriente	5.311	0	0	0	0
Otras provisiones, no corrientes	35.207	74.299	43.463	67.080	68.672
Pasivos por impuestos diferidos	1.987.683	2.265.341	2.172.746	2.304.547	2.303.549
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	82.295	85.158	87.603	102.922	111.243
Otros pasivos no financieros, no corrientes	176.414	155.960	104.054	134.549	140.837
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>8.150.711</b>	<b>8.641.440</b>	<b>8.143.596</b>	<b>8.348.081</b>	<b>8.056.762</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>11.548.480</b>	<b>11.555.016</b>	<b>10.080.763</b>	<b>10.961.006</b>	<b>10.935.296</b>
<b>Patrimonio</b>					
Capital emitido	686.114	686.114	686.114	686.114	686.114
Ganancias (perdidas) acumuladas	9.475.164	9.651.252	9.974.213	10.278.553	10.555.217
Primas de emisión	0	0	0	0	0
Acciones propias en cartera	0	0	0	0	0
Otras participaciones en el patrimonio	0	0	0	0	0
Otras reservas	(49.264)	(598.117)	(1.300.692)	(1.009.473)	(889.017)
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>10.112.014</b>	<b>9.739.249</b>	<b>9.359.635</b>	<b>9.955.194</b>	<b>10.352.314</b>
Participaciones no controladoras	707.816	596.878	496.238	530.306	547.657
<b>Patrimonio total</b>	<b>10.819.830</b>	<b>10.336.127</b>	<b>9.855.873</b>	<b>10.485.500</b>	<b>10.899.971</b>
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>22.368.310</b>	<b>21.891.143</b>	<b>19.936.636</b>	<b>21.446.506</b>	<b>21.835.267</b>

Estado de Resultados por Función (MUSD)	2013	2014	2015	2016	2017
	4T	4T	4T	4T	3T
Ingresos	24.339.279	23.840.718	18.160.142	16.699.311	15.029.228
Costo de ventas	(21.137.086)	(20.652.548)	(15.097.992)	(13.936.759)	(12.454.538)
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>3.202.193</b>	<b>3.188.170</b>	<b>3.062.150</b>	<b>2.762.552</b>	<b>2.574.690</b>
Otros ingresos, por función	435.625	387.475	285.219	278.873	148.189
Costos de distribución	(910.588)	(1.016.842)	(927.545)	(1.196.570)	(930.103)
Gasto de administración	(1.175.384)	(1.056.574)	(1.051.268)	(778.032)	(707.405)
Otros gastos, por función	(266.357)	(193.330)	(131.265)	(115.213)	(227.080)
Otras ganancias (pérdidas)	(3.126)	191.379	(4.042)	(8.014)	(3.550)
Ingresos financieros	47.894	57.473	76.443	65.443	35.986
Costos financieros	(363.229)	(350.036)	(351.335)	(361.519)	(256.922)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	122.195	77.237	(125.940)	96.674	108.973
Diferencias de cambio	(15.869)	(40.196)	(60.478)	22.692	24.446
Resultado por unidades de reajuste	(5.973)	(20.539)	(14.530)	(12.760)	(5.509)
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>1.067.381</b>	<b>1.224.217</b>	<b>757.409</b>	<b>754.126</b>	<b>761.715</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	(258.734)	(323.209)	(186.440)	(157.481)	(183.030)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	808.647	901.008	570.969	596.645	578.685
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	25.932	0	0	0	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>834.579</b>	<b>901.008</b>	<b>570.969</b>	<b>596.645</b>	<b>578.685</b>
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	786.013	855.555	539.307	554.185	533.790
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la no controladora	48.566	45.453	31.662	42.460	44.895
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>834.579</b>	<b>901.008</b>	<b>570.969</b>	<b>596.645</b>	<b>578.685</b>
<b>Ganancias (pérdida) por acción básica</b>	<b>0,6047</b>	<b>0,6582</b>	<b>0,4149</b>	<b>0,4263</b>	<b>0,4107</b>

## Anexo 2 – Antecedentes Financieros Empresas Comparables

Los analistas del sector forestal indican en grupo de empresas comparables a Empresas Copec S.A., entre las que destacan Fibria y Suzano, comparables en términos de dividendo Yield y de la mediana de la rentabilidad, es decir una rentabilidad que se acerca a un valor central entre las compañías. En el caso de CMPC, su elección se hace por pertenecer al mismo mercado. El resto de las compañías no compiten exactamente con todos los productos y mercados.

Empresa	País Sede	P.O. 2018E	Precio Actual	Upside Estimado	Div. Yield 2018E	Market Cap (MMUS\$)	Rentab 2017 YtD	P/U		P/VL		EV/EBITDA	
								2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
CMPC	Chile	1.980	1.806	9,7%	0,4%	7.165	31,9%	72,4	26,3	0,9	0,9	10,4	8,3
Copec	Chile	8.160	8.699	-6,2%	1,5%	17.946	35,5%	26,1	24,2	1,7	1,6	10,8	10,9
<b>Comparables</b>													
Masisa	Chile	60	49	22,6%	0,5%	609	44,9%	46,1	50,8	0,6	0,6	8,3	7,3
Fibria	Brasil	-	48	-	1,5%	8.333	49,6%	14	-	1,9	-	-	5,3
Suzano	Brasil	-	20	-	1,8%	6.856	38,5%	22,3	-	2,1	-	-	6,6
International Paper	US	-	57	-	3,2%	23.549	7,5%	20,7	13,4	5,2	-	12,2	7,8
Stora Enso	Finlandia	-	13	-	3,0%	8.378	22,5%	20,5	14,1	1,8	1,7	10,5	8,1
Duralex	Brasil	-	10	-	-	2.116	42,6%	35,6	-	1,4	-	-	8,8

Actualizado 10.10.2017. Fuentes: Reportes Compañías, Bloomberg, Bci Equity Research

Activos (MUSD)	2016	2017	Patrimonio y pasivos (MUSD)	2016	2017	Estado de Resultados por Función (MUSD)	2016	2017
	3T	3T		3T	3T		4T	4T
<b>Activos corrientes</b>			<b>Pasivos</b>			Ingresos	3.594.654	3.831.082
Efectivo y equivalentes a efectivo	596.025	1.363.594	<b>Pasivos corrientes</b>			Costo de ventas	(2.936.202)	(3.062.353)
Otros activos financieros corrientes	31.347	12.399	Otros pasivos financieros corrientes	355.934	849.769	<b>Ganancia Bruta</b>	<b>658.452</b>	<b>768.729</b>
Otros activos no financieros corrientes	20.665	27.144	Cuentas por pagar comerciales	609.108	701.207	Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros	0	0
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	886.471	723.299	Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, corriente	5.354	9.038	Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros n	0	0
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, corriente	8.482	7.639	Otras provisiones, corrientes	3.770	158.422	Otros ingresos, por función	130.286	116.679
Inventarios	1.118.820	1.183.815	Pasivos por impuestos, corrientes	37.588	32.747	Costos de distribución	(165.318)	(182.974)
Activos biológicos corrientes	409.738	355.803	Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	57.703	54.565	Gasto de administración	(183.157)	(175.128)
Activos por impuesto corrientes	199.430	172.758	Otros pasivos no financieros, corrientes	8.967	13.553	Otros gastos, por función	(141.371)	(167.163)
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>3.270.978</b>	<b>3.846.451</b>	<b>Total de pasivos corrientes</b>	<b>1.078.424</b>	<b>1.819.301</b>	Otras ganancias (pérdidas)	(13.224)	(107.011)
Activos no corrientes (mantenidos para venta)	0	0	Pasivos (mantenidos para la venta)			Ingresos financieros	7.771	15.190
Activos no corrientes (mantenidos para distribuir a los propietario	0	0	<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>1.078.424</b>	<b>1.819.301</b>	Costos financieros	(157.704)	(164.851)
<b>Activos corrientes Totales</b>	<b>3.270.978</b>	<b>3.846.451</b>	<b>Pasivos no corrientes</b>			Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios	12	6
Activos no corrientes			Otros pasivos financieros no corrientes	3.952.465	3.824.327	Diferencias de cambio	(34.938)	(453)
Otros activos financieros no corrientes	11.409	22.511	Otras cuentas por pagar, no corrientes	0	0	Resultado por unidades de reajuste	(3.992)	(919)
Otros activos no financieros no corrientes	312.599	134.113	Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, no corriente	0	0	Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libr	0	0
Derechos por cobrar no corrientes	27.620	38.525	Otras provisiones, no corrientes	49.302	21.177	<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>96.817</b>	<b>102.105</b>
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, no corriente	0	0	Pasivos por impuestos diferidos	1.595.036	1.518.473	Gastos por impuestos a las ganancias	47.158	(5.648)
Inversión contabilizadas utilizando el método de la participación	263	197	Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	89.413	91.165	Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	143.975	96.457
Activos intangibles distintos de la plusvalía	14.379	14.601	Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	217	70	Ganancia (pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	0	0
Plusvalía	112.697	113.211	Otros pasivos no financieros, no corrientes	2.516	2.275	<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>143.975</b>	<b>96.457</b>
Propiedades, plantas y equipo	7.957.334	7.913.202	Otros pasivos no financieros, no corrientes	0	0	Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controlador	143.955	98.232
Activos biológicos no corrientes	3.045.962	3.187.023	<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>5.688.949</b>	<b>5.457.488</b>	Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la no controla	20	(1.725)
Propiedad de inversión	0	0	<b>Total de pasivos</b>	<b>6.767.373</b>	<b>7.276.789</b>	<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>143.975</b>	<b>96.457</b>
Activos de impuestos diferidos	79.309	58.713	<b>Patrimonio</b>			<b>Total Acciones</b>	<b>2.500.000.000</b>	<b>2.500.000.000</b>
Activos por impuesto corrientes	50.102	92.016	Capital emitido	1.453.728	1.453.728	<b>Ganancias (pérdida) por acción básica</b>	<b>0,0576</b>	<b>0,0393</b>
<b>Total activos, no corriente</b>	<b>11.611.674</b>	<b>11.574.112</b>	Ganancias (pérdidas) acumuladas	7.030.610	6.951.703			
<b>Total de activos</b>	<b>14.882.652</b>	<b>15.420.563</b>	Primas de emisión	0	0			
			Acciones propias en cartera	0	0			
			Otras participaciones en el patrimonio	0	0			
			Otras reservas	(373.070)	(263.003)			
			<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>8.111.268</b>	<b>8.142.428</b>			
			Participaciones no controladoras	4.011	1.346			
			<b>Patrimonio total</b>	<b>8.115.279</b>	<b>8.143.774</b>			
			<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>14.882.652</b>	<b>15.420.563</b>			

## FIBRIA

TIPO DE CAMBIO USD	3,2105	3,1545
Activos (MUSD)	2016	2017
	3T	3T
<b>Activos corrientes</b>		
Efectivo y equivalentes a efectivo	353.216	901.886
Otros activos financieros corrientes	798.318	1.183.706
Otros activos no financieros corrientes	53.263	59.280
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	147.952	251.704
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, corriente	0	0
Inventarios	556.923	653.035
Activos biológicos corrientes		
Activos por impuesto corrientes	69.771	79.252
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>1.979.442</b>	<b>3.128.864</b>
Activos no corrientes (mantenidos para venta)	186.264	0
Activos no corrientes (mantenidos para distribuir a los propietarios)		
<b>Activos corrientes Totales</b>	<b>2.165.706</b>	<b>3.128.864</b>
<b>Activos no corrientes</b>		
Otros activos financieros no corrientes	342.003	148.676
Otros activos no financieros no corrientes	120.230	348.074
Derechos por cobrar no corrientes		
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, no corriente		
Inversión contabilizadas utilizando el método de la participación		
Activos intangibles distintos de la plusvalía		
Plusvalía		
Propiedades, plantas y equipo	343.249	1.288.635
Intangibles	1.427.815	1.451.894
Activos biológicos no corrientes	1.346.831	1.357.887
Propiedad de inversión	3.391.684	3.451.894
Activos por impuestos diferidos	349.790	312.886
Activos por impuesto corrientes	501.480	611.507
<b>Total activos, no corriente</b>	<b>7.823.081</b>	<b>8.981.455</b>
<b>Total de activos</b>	<b>9.988.787</b>	<b>12.110.319</b>

Patrimonio y pasivos (MUSD)	2016	2017
	3T	3T
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos corrientes</b>		
Otros pasivos financieros corrientes	548.513	542.083
Cuentas por pagar comerciales	502.102	1.005.548
Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, corriente	1.246	634
Otras provisiones, corrientes		
Pasivos por impuestos, corrientes	42.984	49.770
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes		
Otros pasivos no financieros, corrientes		
<b>Total de pasivos corrientes</b>	<b>1.094.845</b>	<b>1.598.035</b>
Pasivos (mantenidos para la venta)	148.575	
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>1.243.420</b>	<b>1.598.035</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Otros pasivos financieros no corrientes	4.108.083	5.639.246
Otras cuentas por pagar, no corrientes	57.935	102.393
Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, no corriente		
Otras provisiones, no corrientes		
Pasivos por impuestos diferidos	115.870	137.581
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes		
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes		
Otros pasivos no financieros, no corrientes		
Otros pasivos no financieros, no corrientes		
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>4.281.888</b>	<b>5.879.220</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>5.525.308</b>	<b>7.477.255</b>
<b>Patrimonio</b>		
Capital emitido	3.030.369	3.084.165
Ganancias (pérdidas) acumuladas	905.466	767.475
Primas de emisión		
Acciones propias en cartera		
Otras participaciones en el patrimonio		
Otras reservas	527.644	781.423
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>4.463.479</b>	<b>4.633.064</b>
Participaciones no controladoras		
<b>Patrimonio total</b>	<b>4.463.479</b>	<b>4.633.064</b>
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>9.988.787</b>	<b>12.110.319</b>

Estado de Resultados por Función (MUSD)	2016	2017
	4T	4T
Ingresos	2.205.575	2.438.738
Costo de ventas	(1.562.685)	(1.810.747)
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>642.891</b>	<b>627.992</b>
Otros ingresos, por función	0	0
Costos de distribución	(107.771)	(114.757)
Gasto de administración	(62.919)	(63.084)
Otros gastos, por función	0	0
Otras ganancias (pérdidas)	(54.820)	(70.376)
Ingresos financieros	565.021	0
Costos financieros	0	(634)
Diferencias de cambio	0	0
Resultado por unidades de reajuste	0	0
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>982.401</b>	<b>379.141</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	(435.758)	(121.350)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	546.644	257.790
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	0	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>546.644</b>	<b>257.790</b>
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	546.644	257.790
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la no controladora	0	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>546.644</b>	<b>257.790</b>
<b>Total Acciones</b>	<b>553.934.646</b>	<b>553.934.646</b>
<b>Ganancias (pérdida) por acción básica</b>	<b>0,9868</b>	<b>0,4654</b>

## SUZANO

USD	3,2105	3,1545
Activos (MUSD)	2016	2017
	3T	3T
<b>Activos corrientes</b>		
Efectivo y equivalentes a efectivo	644.325	456.420
Otros activos financieros corrientes	659.427	764.043
Otros activos no financieros corrientes	180.506	142.938
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	465.807	590.332
Inventarios	455.200	446.597
Activos por impuesto corrientes	150.375	134.260
<b>Total de activos corrientes</b>	<b>2.555.640</b>	<b>2.534.589</b>
Activos no corrientes (mantenidos para venta)		
Activos no corrientes (mantenidos para distribuir a los propietarios)		
<b>Activos corrientes Totales</b>	<b>2.555.640</b>	<b>2.534.589</b>
<b>Activos no corrientes</b>		
Otros activos no financieros no corrientes	275.022	251.606
Cuentas por cobrar a Entidades relacionadas, no corriente	0	0
Activos intangibles distintos de la plusvalía	0	0
Plusvalía	0	0
Propiedades, plantas y equipo	5.040.007	5.134.069
Intangibles	63.398	64.734
Activos biológicos no corrientes	1.349.788	1.346.961
Propiedad de inversión	1.193	1.809
<b>Total activos, no corriente</b>	<b>6.729.408</b>	<b>6.799.179</b>
<b>Total de activos</b>	<b>9.285.048</b>	<b>9.333.768</b>

Patrimonio y pasivos (MUSD)	2016	2017
	3T	3T
<b>Pasivos</b>		
<b>Pasivos corrientes</b>		
Otros pasivos financieros corrientes	507.032	565.975
Cuentas por pagar comerciales	225.538	265.165
Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, corriente	0	0
Otras provisiones, corrientes	0	0
Pasivos por impuestos, corrientes	24.307	63.113
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	0	0
Otros pasivos no financieros, corrientes	221.660	188.080
<b>Total de pasivos corrientes</b>	<b>978.536</b>	<b>1.082.333</b>
Pasivos (mantenidos para la venta)		
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>978.536</b>	<b>1.082.333</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Otros pasivos financieros no corrientes	3.916.501	3.597.256
Otras cuentas por pagar, no corrientes	0	0
Cuentas por pagar a Entidades relacionadas, no corriente	0	0
Otras provisiones, no corrientes	165.794	214.000
Pasivos por impuestos diferidos	571.051	0
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	0	0
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	0	0
Otros pasivos no financieros, no corrientes	224.676	760.968
Otros pasivos no financieros, no corrientes	0	0
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>4.878.022</b>	<b>4.572.223</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>5.856.558</b>	<b>5.654.556</b>
<b>Patrimonio</b>		
Capital emitido	1.944.169	1.978.682
Ganancias (pérdidas) acumuladas	676.102	468.055
Primas de emisión	0	0
Acciones propias en cartera	0	0
Otras participaciones en el patrimonio	0	0
Otras reservas	808.219	1.232.475
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>3.428.489</b>	<b>3.679.212</b>
Participaciones no controladoras		
<b>Patrimonio total</b>	<b>3.428.489</b>	<b>3.679.212</b>
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>9.285.048</b>	<b>9.333.768</b>

Estado de Resultados por Función (MUSD)	2016	2017
	4T	4T
Ingresos	2.300.131	2.339.030
Costo de ventas	(1.503.709)	(1.468.018)
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>796.421</b>	<b>871.012</b>
Costos de distribución	(94.154)	(95.908)
Gasto de administración	(96.740)	(112.885)
Otros gastos, por función	(33.901)	(843)
Otras ganancias (pérdidas)	0	0
Ingresos financieros	230.780	136.319
Costos financieros	(271.539)	(277.704)
Diferencias de cambio	433.383	51.652
Resultado por unidades de reajuste	0	0
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>964.251</b>	<b>571.644</b>
Gastos por impuestos a las ganancias	(300.237)	(112.120)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	664.013	459.524
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones descontinuadas	0	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>664.013</b>	<b>459.524</b>
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	664.013	459.524
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la no controladora	0	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>664.013</b>	<b>459.524</b>
Total Acciones	1.107.738.677	1.107.738.677
<b>Ganancias (pérdida) por acción básica</b>	<b>0,5994</b>	<b>0,4148</b>

