



VALORACION DE EMPRESAS COPEC

**Valoración de la Empresa por Método de Flujos
Descontados**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Nicolás Fletcher Jorquera
Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva**

Santiago, enero 2024

DEDICATORIA

Me gustaría dedicar esta Tesis a mi madre, María Susana Jorquera, la persona más importante de mi vida, quien ha dado todo por mí, a mi padrastro, Arturo Reeves quien ha sido como un segundo padre para mí, a mi tío Nelson Jorquera que me ha acompañado toda mi vida, a mi padre, Guillermo Fletcher quien falleció en noviembre 2022, y finalmente a mi abuelita, Elisa Pérez Contardo, quien falleció en noviembre 2023. Gracias al amor, sabiduría, valores y principios que me han dado, gracias a ellos son todo lo que soy como persona.

Finalmente, le dedico esta actividad a una amiga muy especial, Lyat Granati, por su paciencia, comprensión, amor, y por ser la persona que es, lo cual fue un apoyo muy grande para mí ya que ha estado conmigo en los momentos más difíciles de mi vida.

A todos ellos, muchas gracias de todo corazón.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a todos los profesores con los que tuve la suerte de conocer y aprender en todo el magíster, me gustaría destacar especialmente al profesor Carlos Maquieira por su colaboración y feedback para que esta tesis tenga los respaldos suficientes para ser defendida.

También me gustaría agradecer a los profesores José Olivares, donde destaco su insistencia y búsqueda de formas para exigirnos y llevarnos a un nivel superior de aprendizaje en los aspectos contables. También agradecer a la profesora Gabriela Clivio por enseñarme los aspectos de valoración, de los cuales me entregó herramientas suficientes para poder llevar a cabo este informe, y al profesor Francisco Sánchez por su claridad y disposición para responder tanto mis consultas como las de mis compañeros.

Además, quiero agradecer a mi compañero de tesis Ignacio Pérez Piña por su buena disposición, flexibilidad y esencia positiva para afrontar este desafío. Logramos un gran equipo juntos.

1	METODOLOGÍA	8
1.1	Principales métodos de valoración	8
1.1.1	Método de flujos de caja descontados (enfoque “ingresos”)	8
1.1.2	Método de múltiplos (enfoque “mercado”)	11
1.2	Descripción de la empresa	12
1.2.1	Antecedentes del negocio e historia	12
1.2.2	Principales accionistas	18
1.2.3	Estructura societaria	19
1.3	Descripción de la industria	21
1.3.1	Estado actual	21
1.3.2	Regulación y fiscalización	22
1.3.3	Riesgos	23
1.3.4	Empresas comparables	26
2	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	29
2.1	Análisis de crecimiento de la empresa	29
2.2	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	32
2.3	Depreciaciones y amortizaciones	36
2.4	Análisis del resultado no operacional de la empresa	37
2.5	Análisis de márgenes de la empresa	39
2.6	Análisis de los activos de la empresa	43
2.6.1	Activos operacionales y no operacionales	43
2.6.2	Capital de trabajo operativo neto	44
2.6.3	Inversiones	45
2.7	Análisis de crecimiento de la industria	46
3	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	53
3.1	Ingresos operacionales proyectados	53
3.2	Costos y gastos operacionales proyectados	65
3.3	Resultado no operacional proyectado	65
3.4	Impuesto corporativo proyectado	67
3.5	Depreciaciones y amortizaciones	69
3.6	Estado de resultados proyectado en miles de USD	69

3.6.1	Supuestos utilizados	69
3.7	Estado de resultados proyectado porcentual	70
4	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	71
4.1	Inversión en reposición	71
4.2	Nuevas inversiones de capital	72
4.3	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	73
4.4	Flujos de caja libre proyectados	73
4.5	Valor terminal	74
5	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	74
5.1	Valor presente de los flujos de caja libres	74
5.2	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	75
5.3	Activos prescindibles y otros activos	75
5.4	Valoración económica de la empresa	76
5.5	Análisis de sensibilidad	77
6	CONCLUSIONES	80
7	BLOGRAFÍA	81
8	ANEXOS	83
	Cuadro 1. Descripción Empresas Copec	12
	Cuadro 2. Ingresos y EBITDA Empresas Copec	17
	Cuadro 3. Top 12 de accionistas de Empresas Copec a junio 2022	18
	Cuadro 4. Filiales y subsidiarias de Empresas Copec	20
	Cuadro 5. Evolución del consumo de energía primaria en giga joule per cápita	21
	Cuadro 6. Ingresos para empresas comparables	28
	Cuadro 7. EBITDA para empresas comparables	28
	Cuadro 8. Ingresos por sector	29
	Cuadro 9. Ingresos por sector en porcentaje	30
	Cuadro 10. Crecimiento de ingresos por sector	30
	Cuadro 11. Otros ingresos por función	31
	Cuadro 12. Crecimiento de otros ingresos en porcentaje	31
	Cuadro 13. Otros ingresos por función en relación a ingresos	32
	Cuadro 14. Costos y gastos operacionales por sector	33
	Cuadro 15. Costos y gastos operacionales por sector en porcentaje	33
	Cuadro 16. Crecimiento de costos y gastos por sector	34
	Cuadro 17. Costos y gastos operacionales	34
	Cuadro 18. Resumen por tipo de costos y gastos operacionales	34
	Cuadro 19. Representación porcentual de costos y gastos operativos	35

Cuadro 20. Crecimiento de costos y gastos operacionales en porcentaje	35
Cuadro 21. Costos y gastos operacionales en relación a ingresos	36
Cuadro 22. Depreciación y amortización histórica	36
Cuadro 23. Depreciación y amortización en relación a ingresos	37
Cuadro 24. Gastos operacionales no recurrentes y/o necesarios para la venta	37
Cuadro 25. Resultado no operacional	38
Cuadro 26. Resultado no operacional porcentual en relación a ingresos	39
Cuadro 27. EBITDA por sector	39
Cuadro 28. EBITDA por sector en porcentaje	39
Cuadro 29. Crecimiento porcentual de EBITDA por sector	40
Cuadro 30. Márgenes de Empresas Copec	41
Cuadro 31. Indicadores de rentabilidad en porcentaje	41
Cuadro 32. Tipos de activos	43
Cuadro 33. Capital de trabajo operativo	45
Cuadro 34. Inversiones históricas	45
Cuadro 35. Información de precios y retornos de celulosa (Arauco y NBSK)	56
Cuadro 36. Regresión Precio celulosa Arauco, NBSK y tipo de cambio.	57
Cuadro 37. Beta de regresión	57
Cuadro 38. Proyección de precio y volumen de celulosa (millones de dólares)	59
Cuadro 39. Regresión de retornos de precios para sector energía.	62
Cuadro 40. Crecimiento de ingresos provenientes por el sector de energía.	63
Cuadro 41. Crecimiento de ingresos de Empresas Copec consolidado	64
Cuadro 42. Ingresos operacionales proyectados por sector	64
Cuadro 43. Costos y gastos operacionales proyectados	65
Cuadro 44. Otros ingresos por función operacionales proyectados considerados operacionales	65
Cuadro 45. Otros ingresos por función proyectados	66
Cuadro 46. Gastos operacionales no recurrentes y/o necesarios para la venta proyectados	66
Cuadro 47. Resultado no operacional proyectado	67
Cuadro 48. Impuestos corporativos proyectados	68
Cuadro 49. Impuestos corporativos proyectados agrupados	68
Cuadro 50. Depreciaciones y amortizaciones proyectadas	69
Cuadro 51. Estado de resultados proyectados	70
Cuadro 52. Estado de resultados proyectado en relación con ingresos	71
Cuadro 53. Inversiones en PPE y activos intangibles sobre depreciación y amortización	71
Cuadro 54. Inversión en reposición proyectado	72
Cuadro 55. Análisis histórico de PPE e intangibles	72
Cuadro 56. PPE e intangibles proyectados	72
Cuadro 57. Inversión en crecimiento proyectada	73
Cuadro 58. CTON y variación CTON proyectado	73
Cuadro 59. Flujo de caja libre proyectado	73
Cuadro 60. Valor terminal del flujo de caja	74
Cuadro 61. Flujos de caja libre y valor terminal proyectados	74
Cuadro 62. Valor Presente de los flujos de caja libre proyectados	75
Cuadro 63. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	75
Cuadro 64. Exceso o déficit de PPE e intangibles	75

Cuadro 65. Activos prescindibles y otros activos	76
Cuadro 66. Valoración Económica de Empresas Copec	76
Cuadro 67. Precio de la acción de Empresas Copec al dólar promedio de junio 2022.	77
Cuadro 68. Análisis de sensibilidad a tasa WACC y a tasa de crecimiento de ingresos proyectados	78

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo del presente trabajo es cuantificar el Valor Económico de Empresas Copec, uno de los grupos económicos más relevantes de Chile, mediante una estimación del precio de la acción. La valuación de Empresas Copec se realiza mediante el método de los Flujos de Caja Descontados (FCD). La fecha de valoración es al 30 de junio de 2022.

Empresas Copec es un holding nacional cuyos principales rubros de inversión son el sector de Forestal, mediante la filial Arauco, y el sector de energía, donde se destaca principalmente a Copec S.A. También presenta participaciones menores en sectores de pesca, minería, entre otros.

Con el método de FCD, se proyectan los próximos cinco años de flujos de caja (2022-2026), de acuerdo a las entradas de efectivo provenientes principalmente de las ventas operacionales y a los pagos provenientes tanto de costos operacionales, gastos operacionales e inversiones. La moneda funcional de Empresas Copec es el dólar americano, por lo que las proyecciones son en USD, y el precio de la acción (USD) se convierte a CLP. La valuación arroja un precio de CLP\$ 7.283 la acción, lo cual representa un 7,57% sobre el precio de mercado al cierre de junio 2022, que es de CLP \$6.770 la acción. Esto implica que el valor de Empresas Copec estaría subvaluado al cierre de junio. Se puede destacar, en efecto, que el precio de la acción durante el mes siguiente (julio 2022) logró un precio máximo de CLP\$ 7.790 la acción, quedando un 6,5% sobre la estimación antes mencionadas. Para transformar el precio de la acción de Empresas Copec de USD/acción a CLP\$/Acción se utilizó el tipo de cambio promedio del mes de junio 2022, con un valor de 857,77 USD/CLP\$, ya que ese mes el tipo de cambio tuvo un comportamiento atípico con una oscilación de 106,59 pesos por dólar. El tipo de cambio de cierre de junio 2022 fue de 919,97 USD/CLP\$, si el precio de la acción se hubiese convertido a este tipo de cambio, el precio de la acción hubiese sido de CLP\$7.811 la acción, un 15,37% sobre el precio real, y un 0,3% por debajo del precio máximo de julio 2022.

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 y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu et al., 2019; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1 Método de flujos de caja descontados (enfoque “ingresos”)

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir

cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo

marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado

su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012)

1.1.2 Método de múltiplos (enfoque “mercado”)

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 y 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 y 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. DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

1.2 Descripción de la empresa

1.2.1 Antecedentes del negocio e historia

Empresas Copec S.A. (desde ahora, Empresas Copec) nace en 1934 bajo el nombre Compañía de Petróleos de Chile (COPEC), con la finalidad de comercializar y distribuir combustibles en el país. Casi 90 años después, Empresas Copec es uno de los *holdings* más relevantes del país, que opera principalmente en dos grandes áreas de negocio: recursos naturales y energía, tanto en el plano local como internacional.

La empresa cuenta con más de 38.000 colaboradores, con plataformas productivas en 16 países en 4 continentes, y comercializa productos a más de 80 países. La misión de Empresas Copec es entregar un nivel de rentabilidad atractivo en el largo plazo a sus inversionistas y contribuir al desarrollo de Chile y de los distintos países donde realiza sus actividades, invirtiendo principalmente en energía y recursos naturales y, en general, en áreas de negocios en las cuales pueda crear valor de manera sostenible. Por su parte, la visión de Empresas Copec es “construir un futuro confiable y sostenible para todos”.

El cuadro 1 presenta una breve descripción de informaciones relativas a Empresas Copec.

Cuadro 1. Descripción Empresas Copec

Tipo de Información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	COPEC
Clase de acción	Ordinaria
Derechos de cada clase	Clase única
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, NYSE
Descripción de la empresa (profile)	Holding
Rubros y países donde opera	energía y materias primas; 16 países en 4 continentes

Fuente: Plataforma Reuters, Investing.com

En las casi 9 décadas de nutrida historia de la compañía, es posible destacar los siguientes hitos históricos, en sucesión temporal, relevantes para entender el presente del conglomerado:

- 1956: Se constituye Abastible, con el objetivo de comercializar y distribuir gas licuado en Chile.
- 1957: Nace Sonacol, empresa encargada de transportar combustibles a través de una red de oleoductos. Ese año, Copec asume la representación y distribución de productos Mobil.
- 1976: Copec adquiere las empresas Celulosa Arauco y Forestal Arauco.
- **1979: Se constituye Celulosa Arauco y Constitución, empresa forestal que nace de la fusión de las compañías Celulosa Constitución y Celulosa Arauco.**
- **1986: El Grupo Angelini ingresa a la propiedad de Copec, luego de adquirir el 41% de su capital accionario.**
- 1989: Se constituye la Fundación Educacional Arauco, con el objetivo de fortalecer la labor docente en las escuelas municipales en las regiones del Maule, Biobío y Los Ríos.
- 1990: Se crea Bioforest, un centro de excelencia e investigación que tiene como objetivo desarrollar y aplicar tecnología de última generación en las áreas de biotecnología, celulosa, patrimonio forestal y plantas industriales.
- 1991: Se funda la Compañía Minera Can-Can (hoy Alxar Minería) con la finalidad de explorar y desarrollar yacimientos mineros de oro, plata y cobre.
- 1992: Se constituye Igemar, tras la fusión de las empresas Pesqueras Guanaye y Pesquera Iquique.
- 1994: Se crea Metrogas, con el objetivo de comercializar gas natural en el país.
- 1996: Arauco adquiere Alto Paraná, una de las principales plantas de celulosa en Argentina.

- 1999: Se constituye Corpesca luego de la integración de los activos operacionales que las empresas pesqueras Igemar, Eperva y Coloso tenían en el norte de Chile.
- **2000: El Grupo Angelini concreta el control de Copec, al añadir a su portfolio un 30,05% de acciones adicionalmente a las ya mantenidas.**
- 2002: Se crea la Fundación Copec-UC, con la finalidad de promover la investigación científica aplicada en el área de recursos naturales.
- **2003: Copec se transforma en la afiliada encargada del negocio de combustibles y lubricantes, y la matriz se transforma en un holding financiero, cambiando su razón social a Empresas Copec.**
- 2005: Arauco adquiere en Brasil plantaciones de pino, una planta de tableros MDF, una de tableros aglomerados y uno de resinas.
- 2006: Se constituye Elemental con el objetivo de desarrollar proyectos de vivienda social que permitan reducir la pobreza y mejorar la calidad de vida de las personas.
- 2007: Se funda Mina Invierno con el objetivo de extraer carbón en la región de Magallanes. Adicionalmente, este año Arauco y Stora Enso adquieren en Brasil terrenos forestales, un aserradero y un 20% de una planta de papel.
- 2009: Se constituye Golden Omega con el fin de producir concentrados de Omega 3 en el norte del país. Por su parte, Arauco y Stora Enso compran los activos del grupo empresarial Ence en Uruguay, formando Montes del Plata.
- 2010: Copec adquiere el control de Terpel, principal distribuidora de combustibles en Colombia. Adicionalmente, se constituye Orizon, luego de la fusión de las pesqueras SPK y San José.
- 2011: Abastible adquiere el 51% de la sociedad colombiana Inversiones del Nordeste. En tanto, Arauco compra la planta de paneles Moncure, en Estados Unidos.

- 2012: Arauco adquiere la compañía Flakeboard Company Limited, incorporando siete plantas de paneles de Estados Unidos y Canadá.
- 2014: Empresas Copec y Universidad Católica de Chile inauguran el Centro de Innovación UC Anacleto Angelini, con el propósito de promover una cultura y un entorno pro-innovación y emprendimiento en el país.
- 2016: Copec compra el 100% de Mapco Express, propietaria de una red de estaciones de servicio en Estados Unidos. Arauco adquiere el 50% de la sociedad Tafisa, incorporando plantas de paneles en España, Portugal, Alemania y Sudáfrica. Adicionalmente, Abastible adquiere la compañía peruana Solgas y la ecuatoriana Duragas. Por su parte, Empresas Copec ingresa al Dow Jones Sustainability Index Chile y al FTSE4 Good Emerging Index.
- 2017: Arauco compra Masisa do Brasil, incorporando una línea de tableros MDF y otra de tableros MDP, y acuerda la compra de los activos de Masisa en México, permitiendo agregar aglomerados, tableros MDF, recubrimientos melamínicos, una planta química y una línea de enchapado, previa aprobación de las autoridades.
- **2018: Arauco da inicio a la construcción del Proyecto MAPA (Modernización y Amplificación Planta Arauco) que contempla una inversión de USD\$ 2.350 millones.** Por su parte, Alxar Minería adquiere, en USD\$ 168,5 millones, el 40% de la sociedad peruana Cumbres Andinas, propietaria a su vez del 100% de la empresa Marcobre, para llevar a cabo el proyecto Mina Justa, en Perú.
- 2019: Copec lanza Voltex, la red de estaciones de servicio para vehículos eléctricos más extensa de América Latina. Arauco, en tanto, inaugura el proyecto Grayling, la mayor inversión chilena en Estados Unidos por USD\$ 450 millones. Además, la filial anuncia que se certificará, en 2020, como la primera forestal carbono-neutral del mundo.

- 2020: En un complejo escenario ante la pandemia y tras una inversión de casi USD\$ 200 millones, Arauco inició la producción de pulpa textil en la Planta Celulosa Valdivia. Adicionalmente, la filial certificó su carbono neutralidad, transformándose en la primera forestal del mundo en alcanzar esa meta. Copec, en tanto, inauguró el electro terminal más grande de Sudamérica.

Como se mencionó, Empresas Copec 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. A su vez, estos dos sectores se pueden descomponer en los negocios forestales, pesqueros, de energía y otros.

- En el negocio **forestal** está presente en la producción de celulosa de mercado, paneles, madera aserrada y energía a través de su subsidiaria Arauco, la empresa con mayor patrimonio de bosques en Sudamérica, una de las más grandes productoras forestales a nivel mundial y una de las principales generadoras de energía renovable no convencional en Chile.
- En **energía**, participa en la distribución de combustibles líquidos, lubricantes, gas licuado y gas natural, así como en la provisión de soluciones energéticas basadas en energías renovables u orientadas a las nuevas formas de movilidad. Todo ello lo realiza por medio de sus subsidiarias Copec, Mapco, Terpel, Abastible, Duragas, Solgas, Norgas, Sonacol y sus asociadas Metrogas y Aproveccionadora Global de Energía.
- En el negocio **pesquero** está presente a través de su subsidiaria Igemar, la cual participa en la propiedad de Corpesca y Orizon, sociedades que operan en la zona norte y centro-sur del país, elaborando harina y aceite de pescado, conservas y congelados.

- Adicionalmente, por medio de las asociadas Inversiones Caleta Vitor y Golden Omega, tiene presencia en el negocio de los **alimentos proteicos, acuícolas y concentrados** de Omega 3.
- La Compañía también participa en la **minería metálica**, por medio de la subsidiaria Alxar, y en el sector inmobiliario, a través de la subsidiaria Inmobiliaria Las Salinas.

Todas estas operaciones consolidan importantes plataformas productivas en Chile, Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, Colombia, Ecuador, España, Estados Unidos, México, Panamá, Perú, Portugal, República Dominicana, Sudáfrica y Uruguay, las que permiten comercializar una amplia gama de productos en los cinco continentes.

Respecto a los resultados del holding, al 31 de diciembre de 2021, la utilidad atribuible a los propietarios de la controladora, neta de participaciones minoritarias, alcanzó los USD\$ 1.781 MM, cifra superior en USD\$ 1.590 MM con respecto al resultado registrado al 31 de diciembre de 2020. Esto se explica, principalmente, por un resultado operacional mayor en USD\$ 1.649 MM, sumado a un resultado no operacional más favorable en USD\$ 460 MM, compensado parcialmente por mayores impuestos por USD\$ 463 MM.

A su vez, en el margen bruto, la ganancia de la Compañía subió 66,4%, alcanzando los USD\$ 4.696 MM, siendo contribuida principalmente por las subsidiarias Arauco, con USD\$ 2.668 MM; Copec, con USD\$ 1.524 MM; Abastible, con USD\$ 365 MM; Igemar, con USD\$ 93 MM, y Sonacol, con USD\$ 47 MM.

Observando el resultado operacional, el mayor aporte se origina en el sector forestal: Arauco anotó un alza en sus ingresos como consecuencia de precios más altos en el segmento de celulosa, compensados en parte por menores volúmenes durante 2021. A lo anterior se suman mayores precios y volúmenes en los segmentos de maderas y paneles. Por otro lado, en el sector energía, los resultados aumentaron fundamentalmente en Copec Chile y Terpel, debido a una mejora en volúmenes

explicada por menores restricciones a la movilidad, y mayores márgenes asociados a un efecto positivo por revalorización de inventarios, compensado parcialmente por una caída en los resultados de Mapco. En tanto, Abastible reconoció un menor resultado operacional respecto al año anterior, explicado por una caída en el desempeño de sus operaciones en Chile, Colombia y Ecuador, compensado en parte por una mejora en los resultados en Perú.

Finalmente, analizando otros resultados, el resultado no operacional fue favorable en comparación al registrado en el año 2020 debido un incremento en otras ganancias por USD\$ 303 MM, producto de la venta de activos forestales en Arauco y Gasmar en Abastible, sumado a un aumento en el resultado de asociadas por USD\$ 246 MM, explicado principalmente por Alxar Internacional (Mina Justa) y Sonae. Lo anterior se vio compensado parcialmente por las pérdidas generadas en la venta de Laguna Blanca, sumado a menores “otros ingresos” por USD\$ 157 MM, explicados principalmente por una caída en la revalorización de activos biológicos.

El resumen de los ingresos y EBITDA por sector se presentan en el cuadro 2 siguiente.

Cuadro 2. Ingresos y EBITDA Empresas Copec

Sector de Negocio Para el año 2021	Ingresos (en miles USD)	%	EBITDA (en miles USD)	%
FORESTAL	6,349,761	26%	2,243,420	65%
ENERGÍA	18,198,318	73%	1,153,797	34%
PESQUERO	238,334	1%	53,264	2%
OTRAS INVERSIONES	201	0%	-16,530	0%
TOTAL	24,786,614	100%	3,433,951	100%

Fuente: análisis razonado diciembre 2021, Empresas Copec.

1.2.2 Principales accionistas

En el cuadro 3 se presenta la lista del top 12 de accionistas, información referida al cierre de junio 2022 acorde a las cifras divulgadas por el regulador local, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Cuadro 3. Top 12 de accionistas de Empresas Copec a junio 2022

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
ANTARCHILE S.A.	790.581.560	790.581.560	60,49%
BANCO SANTANDER - JP MORGAN	34.000.177	34.000.177	2,60%
FORESTAL Y PESQUERA CALLAQUI S.A.	29.731.091	29.731.091	2,27%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	29.510.878	29.510.878	2,26%
VIECAL S.A.	29.439.066	29.439.066	2,25%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA	27.674.415	27.674.415	2,12%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	24.519.424	24.519.424	1,88%
MINERA VALPARAISO S.A.	22.027.125	22.027.125	1,69%
FORESTAL Y PESQUERA COPAHUE S.A.	18.692.371	18.692.371	1,43%
SERVICIOS Y CONSULTORIA LTDA.	15.446.423	15.446.423	1,18%
BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S.A.	14.814.100	14.814.100	1,13%
FONDO DE PENSIONES CUPRUM C	14.307.980	14.307.980	1,09%

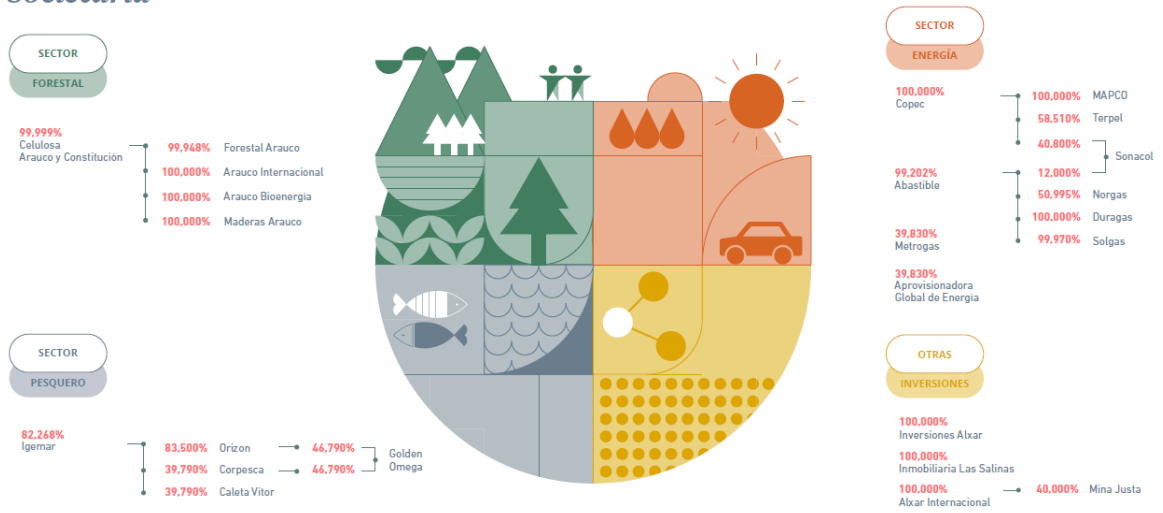
Fuente: www.cmfchile.cl

Del cuadro 3 se puede observar que el controlador de Empresas Copec es AntarChile S.A. con el 60,49% de la propiedad. AntarChile S.A. es un holding industrial que gestiona activos por más de 20.000 millones de dólares, controlada a su vez por Inversiones Angelini y Compañía Limitada que posee el 63,40% de las acciones (esto al cierre de junio 2022).

1.2.3 Estructura societaria

Empresas Copec agrupa en 4 sectores a sus filiales: Forestal, Pesquero, Energía y Otros, tal como se muestra en la ilustración 1 siguiente.



Ilustración 1. Subsidiarias y Asociadas por sector de Empresas Copec
Estructura Societaria



Fuente: Memoria 2021 Empresas Copec

A continuación, en el cuadro 4 se describen brevemente las empresas subsidiarias y asociadas de Empresas Copec, acorde a la memoria 2021 de la compañía (se proporciona mayor detalle de cada filial en la sección de Anexos del presente trabajo).

Cuadro 4. Filiales y subsidiarias de Empresas Copec

Empresa	Sector	Descripción
 ARAUCO	Forestal	Su giro se enmarca en toda la cadena de valor forestal, a través del uso integral y sustentable de los recursos forestales, principalmente utilizando la celulosa para la fabricación de papeles, material para embalaje, pañales, mueblería, revestimientos, entre otros diversos productos.
 COPEC	Energía	Comercializa y distribuye combustibles y lubricantes, además de ofrecer servicios de carga eléctrica, energías renovables y soluciones de almacenamiento y eficiencia energética, entre otros.
 ABASTIBLE	Energía	Comercializa gas licuado para uso doméstico, comercial e industrial, en formatos de cilindros y a granel, ofreciendo también soluciones energéticas integrales en las más diversas industrias
 TERPEL	Energía	Comercializa y distribuye combustibles líquidos y lubricantes en Colombia, Perú, Panamá, Ecuador y República Dominicana, y gas natural vehicular en los dos primeros países
 SONACOI	Energía	Transporta gasolina, kerosene doméstico y de aviación, petróleo diésel y gas licuado mediante una red de oleoductos que se ubican en las regiones de Valparaíso, O'Higgins y Metropolitana
 MAPCO	Energía	Comercializa combustibles líquidos en formato de autoservicio en varias localidades de Estados Unidos.
 NORAGAS	Energía	Comercializa gas licuado para uso residencial e industrial en 1.045 municipios de los 1.122 de Colombia
 DURAGAS	Energía	Comercializa gas licuado para uso residencial, industrial y vehicular en 18 de las 24 provincias de Ecuador
 SOLGAS	Energía	Comercializa gas licuado para uso residencial, industrial y automotor en variados departamentos de Perú.
 ORIZON	Pesquero	Elabora y comercializa alimentos para el consumo masivo, como pescados y mariscos congelados y en conserva, y aquellos de aplicación industrial, como harina y aceite de pescado
 IGMAR	Pesquero	Participa en las propiedades de Corpesca y Orizon, sociedades que operan en la zona norte y centro-sur del país, elaborando harina y aceite de pescado, conservas y congelados
 CORPESCA	Pesquero	Elabora y comercializa harina y aceite de pescado en tres plantas procesadoras, ubicadas en Arica, Iquique y Mejillones
 GOLDENOMEGA	Pesquero	Elabora concentrados de ácidos grasos Omega 3 de alta calidad, derivados del aceite crudo de pescado
 LAS SALINAS INMOBILIARIA	Otros - Inmobiliario	Proyecto de desarrollo urbano en el borde costero de Viña del Mar
 ALXAR MINERIA	Otros - Minería	Gestiona y desarrolla proyectos de exploración y explotación minera en Chile y Perú

Fuente: elaboración propia a partir de Memoria 2021 Empresas Copec, y otras fuentes web.

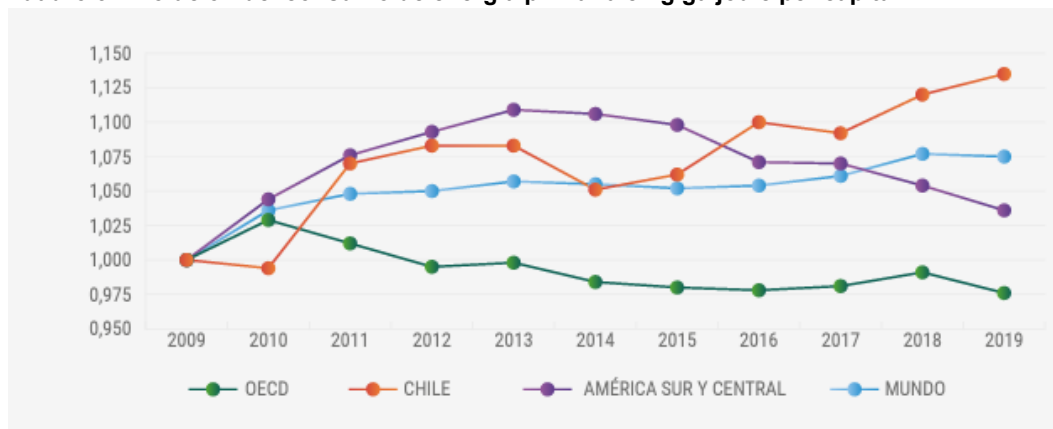
1.3 Descripción de la industria

1.3.1 Estado actual

Respecto a la industria Forestal, el negocio de la pulpa y papel tienen como fortalezas la creciente necesidad por empaquetar productos debido al alza del *e-commerce*, mientras que los productos higiénicos son prácticamente de primera necesidad. Estos factores, en conjunto con el crecimiento de los países emergentes, permiten pronosticar un crecimiento sostenible al menos para los próximos 5 años. Sin embargo, también hay factores negativos que estancarían la demanda, como son las presiones medioambientales y políticas para reducir los residuos tóxicos y una alta competencia con los productos plásticos proyectan. Estos factores hacen prever que el futuro de este sector podría presentar un crecimiento paulatino o estable (Naula, 2019).

Respecto a la industria de la energía, de acuerdo con el cuadro 5 siguiente, se observa que, si bien en algunas zonas el consumo *per cápita* tiende a la baja, en promedio se mantiene en un consumo estable. Para el caso de Chile se puede apreciar un crecimiento sostenido, esto debido a inversiones realizadas durante la década del 2010.

Cuadro 5. Evolución del consumo de energía primaria en giga joule per cápita



Fuente: <https://www.cne.cl/wp-content/uploads/2021/12/AnuarioCNE2020.pdf>

1.3.2 Regulación y fiscalización

El regulador principal en Chile para Empresas Copec es la Comisión para el Mercado Financiero (“Código de Ética – Principios y Valores”, EMPRESAS COPEC S.A.). La empresa ha elaborado e implementado el Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado que exige la Norma de Carácter General 270 de 2009 de la ex Superintendencia de Valores y Seguros (hoy CMF). Tal documento se entiende como parte integrante de las normas de conducta establecidas en este Código, y debe ser conocido y comprendido por toda persona de la Empresa que pudiera tener acceso a información privilegiada, entendiéndose por tal, cualquier información no divulgada al mercado y cuyo conocimiento sea capaz de influir en la percepción del valor de la Compañía. Estas disposiciones son de carácter obligatorio para los directores, Gerente General, Gerentes, ejecutivos, administradores, colaboradores, asesores y, en general, cualquier persona con acceso a información privilegiada.

Por otro lado, conforme a la Ley N°20.393, que establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas por los delitos de cohecho a funcionario público nacional o extranjero, lavado de activos, financiamiento del terrorismo, receptación, corrupción entre particulares, administración desleal, negociación incompatible, apropiación indebida; actividades extractivas sin concesión de acuicultura, en áreas de manejo y explotación de recursos bentónicos; gestión de recursos hidrobiológicos en estado colapsado o sobrexplotado, o productos derivados, sin acreditar su origen legal; contaminación de cuerpos de agua; gestión de recursos hidrobiológicos vedados; y otros que a futuro se incorporen, la Compañía puede ser responsable por tales delitos cometidos por parte de los colaboradores y dependientes dentro del ámbito de sus funciones.

Además, la Unidad de Auditoría Externa tiene la responsabilidad de examinar la contabilidad, inventarios, balances y otros estados financieros de la Sociedad, y someter semestralmente a aprobación del Directorio los estados financieros consolidados, junto con su respectivo informe de auditoría. Actualmente, esta función es realizada por PwC, empresa auditora designada por la Junta Ordinaria de Accionistas, de acuerdo a lo establecido en la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas, el

28 de abril de 2021. Cabe mencionar que la Compañía tiene como política que el gerente auditor, el socio responsable o la empresa auditora deben rotar con una frecuencia mínima de una vez cada cinco años, de manera de asegurar su total independencia y garantizar la transparencia de la información financiera.

1.3.3 Riesgos

Dada la naturaleza de Empresas Copec, es claro que son varios los riesgos que amenazan a los flujos de caja de las diversas subsidiarias de la Compañía. Muchos riesgos son inherentes al rubro de cada filial, lo cual conlleva a una administración y gestión de los riesgos “propios” para cada firma, en colaboración con sus respectivas unidades operativas.

En los riesgos generales, Empresas Copec es muy sensible a variaciones de mercado que impacten precios de *commodities* como la celulosa y tipos de cambio; movimientos en las tasas de interés tanto en plazos cortos guiados por la TPM, como en plazos largos que oscilan en función de variables más estructurales de Chile; la inflación, que ha acelerado notablemente durante el último año móvil; la tasa impositiva, y aranceles de importación/exportación; y los cambios políticos, sociales, legales y económicos. Todos estos factores, junto con otros que se indicarán a continuación, podrían afectar adversamente al resultado presupuestado por la compañía. Ante tal incertidumbre, Empresas Copec indica que los riesgos se mantienen en evaluación permanente, y se comunican oportunamente.

Otro riesgo, no exclusivo, pero si relevante de Chile, es el riesgo de terreno de instalaciones localizadas expuestas a terremotos o eventuales tsunamis. Una catástrofe natural podría dañar significativamente las instalaciones e impactar en las producciones estimadas, lo cual impediría satisfacer las demandas de clientes. Además, podría significar necesidades de capitales no contemplados en los presupuestos. En este sentido, la Empresa ha tomado consideración de las condiciones geográficas de construcción y modernización de las plantas, junto con estructurar planes de contingencia en caso de que dichos escenarios ocurran. Además,

hay seguros que protegen parte de los activos en caso de que se materialicen estos tipos de riesgos.

El ámbito internacional también es relevante para la Empresa, dada la presencia en países como Colombia, Estados Unidos, Canadá, Panamá, Perú, Uruguay, Brasil, Argentina, República Dominicana, México, Ecuador y, a través de sus asociadas, en Alemania, España, Portugal y Sudáfrica. En este sentido, existen riesgos latentes debido al deterioro de las condiciones económicas que afecta, en diverso grado, a todas las regiones del planeta producto de la pandemia, de la guerra entre Rusia y Ucrania, y otras inestabilidades geopolíticas y económicas, donde la inflación ha sido el principal síntoma de las consecuencias de dichas inestabilidades, pero también se destacan mercados con alzas de tasas generales y apreciación del dólar como moneda de refugio. Sin embargo, la presencia de la compañía en múltiples países permite diversificar estos riesgos macroeconómicos locales o regionales, por lo que la internacionalización de la compañía se puede evaluar positivamente en una vista de gestión de riesgos, considerando activos en más de 16 países.

Otro factor relevante, y que ha significado esfuerzos de parte de Empresas Copec para su combate, es el cambio climático. El cambio climático ha contribuido y seguirá contribuyendo a la incertidumbre, mayor frecuencia y gravedad de desastres naturales como sequías, incendios, heladas, tormentas, entre otros. Esto ha gatillado iniciativas en todas partes del mundo y por diversos agentes de los mercados en la lucha por reducir gases de efecto invernadero y otras emisiones de carbono. También se deben considerar que las respuestas de los gobiernos (políticas públicas) en lo que respecta a reducciones de las emisiones de gases de efecto invernadero podrían resultar en el incremento de costos de energía, transporte y materia prima, y podrían requerir que la Compañía efectúe inversiones adicionales en plantas y equipos.

Respecto a este último riesgo climático, se destaca que Empresas Copec y sus filiales han fortalecido sus estrategias de sostenibilidad, detectando potenciales riesgos y tomando medidas para mitigar el impacto de estas tendencias. En particular, Arauco está trabajando en la investigación de diversas iniciativas enfocadas en reducir el

consumo de agua en sus operaciones industriales y mejorar la adaptabilidad de los bosques ante el cambio climático. Asimismo, cuenta con una Estrategia de Gestión del Agua basada en el conocimiento de cuencas y plantaciones; la gestión adecuada del recurso; la contribución a las comunidades vecinas y el desarrollo de acciones comunicacionales y de capacitación.

Un riesgo latente para todas las empresas son los cambios en leyes y regulaciones de los sectores operativos, que podrían afectar a las condiciones actuales en las que se llevan a cabo las operaciones de las filiales, conllevando a impactos negativos en los resultados de Empresas Copec.

Uno de los riesgos más relevantes y “nuevos” son los levantados por la pandemia de covid-19. Si bien los riesgos de virus han existido siempre, no hay precedentes que hayan involucrado a toda la población mundial, y, por lo tanto, no existían protocolos y planes de acción para atender esta clase de riesgo originado en otro continente. Las cuarentenas generales, cierres de negocios, restricciones de movilización, entre otros, causaron alteraciones muy relevantes tanto en la sociedad como en los mercados. Esto implicó, por ejemplo, cambios en los precios de los valores emitidos por empresas del grupo, impacto en oferta y demanda, restricciones de producción, riesgo para la salud y seguridad del personal, entre otras consecuencias. La compañía enfrentó estos riesgos con la implementación e impulso del teletrabajo y medidas de autocuidado para las faenas presenciales, buscando proteger tanto a colaboradores como clientes. Adicionalmente, se han puesto a disposición de los trabajadores materiales de protección y se han adoptado medidas organizacionales y logísticas para permitir la continuación de operaciones.

Entre los riesgos inherentes a rubros en particular, cabe destacar que el más relevante se detecta en el sector forestal (el mayor negocio de Empresas Copec), y corresponde a la fluctuación de precios en el mercado de la celulosa, de los productos de la madera y de los derivados de ella, donde las caídas de precio serían perjudiciales para la Arauco. También se consideran cambios en la demanda global, la capacidad mundial de producción, las estrategias de negocio adoptadas por las mayores productoras

integrados de celulosa, la disponibilidad de productos sustitutos, el surgimiento de empresas competidoras, entre otros, que obligan a Arauco a realizar esfuerzos continuos en mejoras de eficiencias en costos, buscando incrementar su competitividad.

1.3.4 Empresas comparables

Dada la naturaleza del holding, con fuerte en energía y forestal, se destaca que la mayor parte del resultado viene del negocio de la celulosa por parte de la filial Arauco. Dado esto, se analizaron empresas que participen del mismo negocio y que transen en bolsa, llegando a la chilena CMPC; a Suzano, celulosa brasileña resultante de la fusión entre Suzano Papel y Celulose Fibria; y a Klabin, empresa brasileña que ofrece soluciones en celulosa de fibra corta y larga.

CMPC

Es una compañía chilena global con 100 años de historia que entrega soluciones sostenibles a sus clientes y consumidores. Produce y comercializa madera, celulosa, productos de embalaje, productos sanitarios y papel *tissue*. Sus principales negocios son la Celulosa y *Biopackaging*. La celulosa es la materia base para todos los productos que conocemos derivados del papel, esta fibra proviene de plantaciones sustentables y certificadas. Por otro lado, el *Biopackaging* es el negocio de embalajes de CMPC, que ofrece soluciones sustentables basadas en fibras naturales, para promover, transportar y proteger los productos, generando valor en el cliente.

Suzano

Es una compañía brasileña productora de papel y pulpa de eucalipto con presencia en más de 80 países en los continentes de América, Europa, Asia y África. Es la mayor empresa de papel y celulosa de América Latina luego que en el año 2019 se consolidara la fusión entre Suzano Papel e Celulose con Fibria, movimiento que crea a la actual Suzano S.A. Entre las operaciones de la Empresa se incluyen la operación comercial de bosques de eucaliptos, incluyendo los bosques plantados en los estados brasileños de Sao Paulo, Bahia, Espirito Santo, Minas Gerais, Piauí, Tocantins, Pará y Maranhão, la operación de terminales portuarias, una planta hidroeléctrica, así como la tenencia de participaciones, como socio o accionista, en otras empresas o proyectos. En septiembre de 2022, obtuvo un importante premio en Brasil, como la mejor empresa del sector en la categoría de celulosa y Papel, gracias a las diversas inversiones y expansiones que la empresa viene realizando en los últimos años.

Klabin

La brasileña Klabin es la mayor productora y exportadora de papeles de embalajes en Brasil, líder en mercados de embalajes de cartón corrugado y bolsas industriales, y la única empresa en el país que ofrece al mercado soluciones de fibra corta, fibra larga y fluff. La firma cuenta con más de 120 años de historia, y tiene 24 unidades industriales, 23 en Brasil y una en Argentina, junto con poseer 549.000 hectáreas de bosques, equivalentes en superficie a 3 ciudades de São Paulo. Klabin es el reciclador de papel más grande de Brasil, al poseer el 11% del mercado de reciclaje, junto con ser el mayor comprador de chatarra de cartón, fomentando aún más la cadena de reciclaje y economía circular. Destaca al ser la única empresa industrial brasileña seleccionada para componer la cartera “World” del índice de Sostenibilidad Dow Jones.

A continuación, en los cuadros 6 y 7 se presentan los ingresos y EBITDA por sector de las empresas comparables.

Cuadro 6. Ingresos para empresas comparables

Negocios donde opera Para el año 2021 (en miles de USD)	CMPC	%	SUZANO	%	KLABIN	%
FORESTAL	6,323,020	100%	7,592,460	100%	3,058,510	100%
ENERGÍA		0%		0%		0%
PESQUERO		0%		0%		0%
OTRAS INVERSIONES		0%		0%		0%

Fuente: Plataforma Reuters

Cuadro 7. EBITDA para empresas comparables

Negocios donde opera Para el año 2021 (en miles de USD)	CMPC	%	SUZANO	%	KLABIN	%
FORESTAL	1,695,000	100%	4,450,480	100%	1,274,500	100%
ENERGÍA		0%		0%		0%
PESQUERO		0%		0%		0%
OTRAS INVERSIONES		0%		0%		0%

Fuente: Plataforma Reuters

2 ANALISIS DEL NEGOCIO

2.1 Análisis de crecimiento de la empresa

Dado que el análisis y evaluación de este trabajo es a mediados de año, es necesario indicar que, cada vez que se revelen cifras del Estado de Resultados, el período que corresponde al acumulado del primer semestre del 2022 se mostrará de manera “anualizada”. De este modo, la información se podrá entender como si fueran los últimos 12 meses móviles al cierre, desde el 31 julio 2021 al 30 junio 2022. En los cuadros siguientes, esta información anualizada será indicada como jun-22(*).

A continuación, se presentan los Ingresos Operacionales de Empresas Copec por sector comercial.

Cuadro 8. Ingresos por sector

Ingresos por Sector (en miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
FORESTAL	5,954,758	5,329,129	4,732,799	6,349,761	7,076,177
ENERGÍA	17,821,971	18,193,895	13,122,292	18,198,318	21,529,076
PESQUERO	192,749	192,584	203,645	238,334	258,163
OTRAS INVERSIONES	591	797	478	201	62
TOTAL	23,970,069	23,716,405	18,059,214	24,786,614	28,863,478

De las cifras mostradas en el cuadro 8, se puede observar una gran caída en el año 2020 asociada a las crisis social y sanitaria que impactaron más a los ingresos del sector de energía, y en el año 2021 se recuperaron los niveles de ingresos del año 2019. Otra observación es que, a nivel de ingresos, el sector de energía es el de mayor magnitud, sin embargo y como se verá más adelante, los costos de este sector son mayores, lo que reduce el margen de ganancia. Finalmente, el sector pesquero y otros sectores resultan poco relevantes para este análisis.

Luego, se determina la representación porcentual que tiene cada sector respecto a los ingresos operacionales, obteniéndose la siguiente información.

Cuadro 9. Ingresos por sector en porcentaje

Representación porcentual de Ingresos por Sector	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
FORESTAL	24.8%	22.5%	26.2%	25.6%	24.5%	24.7%
ENERGÍA	74.4%	76.7%	72.7%	73.4%	74.6%	74.3%
PESQUERO	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
OTRAS INVERSIONES	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Del cuadro 9 se puede apreciar que los sectores de Energía y Forestal explican el 99% de los ingresos por ventas, sin mucha variación en los años. Esto refuerza que, pese a ser un holding con amplia participación en variados rubros, estos dos sectores son los relevantes para la asignación de inputs operacionales de la compañía.

Ahora, se esquematiza el crecimiento relativo anual de ingresos por sector.

Cuadro 10. Crecimiento de ingresos por sector

Crecimiento de Ingresos por Sector	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
FORESTAL	13.7%	-10.5%	-11.2%	34.2%	11.4%	7.5%
ENERGÍA	19.2%	2.1%	-27.9%	38.7%	18.3%	10.1%
PESQUERO	22.9%	-0.1%	5.7%	17.0%	8.3%	10.8%
OTRAS INVERSIONES	-60.3%	34.9%	-40.0%	-57.9%	-69.2%	-38.5%
TOTAL	18%	-1%	-24%	37%	16%	9.3%

Respecto al crecimiento histórico por sector se puede apreciar en el cuadro 9 la fortísima disminución en los años 2019 y principalmente 2020, explicados por efectos colaterales del evento idiosincrático “estadillo social” y del evento global “pandemia del Covid-19”. Para el año 2021 y la proyección del año 2022 se aprecia una recuperación en las ventas debido, de forma general, a las menores restricciones impuestas para controlar la pandemia, sumado a políticas de inyección de dinero a la economía que aumentaron el consumo, y de forma particular a Empresas Copec, gracias a la puesta en marcha de nuevos proyectos.

Además de los ingresos operacionales, existen otros grupos de actividades que consignan ingresos a Empresas Copec, estos son los “otros ingresos por función”, que corresponden a un grupo de cuentas que la compañía considera que no son parte del giro operacional del negocio. Dentro de este grupo, sin embargo, se pueden reconocer ciertas actividades como si fueran operacionales de acuerdo a su recurrencia y tipo de

actividad, las cuales son representadas junto con los ingresos históricos en el cuadro siguiente.

Cuadro 11. Otros ingresos por función

Otros Ingresos por Función (en miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Dividendos por acciones en otras sociedades	2,116	1,284	9,207	14,169	14,805
Reajustes Impto PPM créditos fiscales	900	1,394	918	1,128	9,734
Reintegro de costos y gastos	11,200	8,174	27,753	7,158	8,412
Fair Value Activos Biológicos	84,476	154,705	182,950	81,986	129,470
Ingresos por fomento de exportación	3,570	1,185	951	1,608	1,488
Servidumbres de paso	260	296	14,020	308	147
Utilidad en venta de activos fijos	34,382	45,151	31,174	20,151	90,944
Ingresos por indemnización siniestros	2,103	2,366	4,002	1,961	1,210
Arriendo de inmuebles	3,253	3,835	3,103	3,083	3,554
Venta de derechos de pescas	604	55,727	529	470	-20,222
Ganancia por combinación de negocios	22,737	8,002	7,508	0	0
Utilidad en venta participaciones	1,686	0	0	0	0
Otros	20,971	20,236	40,232	33,820	32,852
Total	188,258	302,355	322,347	165,842	272,394

Del cuadro 11, se puede ver que los ingresos recurrentes y operacionales son el fair value de activos biológico; el arriendo de inmuebles; y las ganancias por combinación de negocios. Cabe destacar que, si bien el Fair Value por Activos Biológicos no representa una entrada directa de efectivo, su revalorización sí implica que el sector forestal pueda generar mayor valor a la compañía.

A continuación, se muestra en visión porcentual el crecimiento de estos otros ingresos.

Cuadro 12. Crecimiento de otros ingresos en porcentaje

Crecimiento de Otros Ingresos por función	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Dividendos por acciones en otras sociedades	168%	-39%	617%	54%	4%
Reajustes Impto PPM créditos fiscales	-32%	55%	-34%	23%	763%
Reintegro de costos y gastos	49%	-27%	240%	-74%	18%
Fair Value Activos Biológicos	2%	83%	18%	-55%	58%
Ingresos por fomento de exportación	1%	-67%	-20%	69%	-7%
Servidumbres de paso	-54%	14%	4636%	-98%	-52%
Utilidad en venta de activos fijos	118%	31%	-31%	-35%	351%
Ingresos por indemnización siniestros	-56%	13%	69%	-51%	-38%
Arriendo de inmuebles	-27%	18%	-19%	-1%	15%
Venta de derechos de pescas	-	9126%	-99%	-11%	-4403%
Ganancia por combinación de negocios	-	-65%	-6%	-100%	-
Utilidad en venta participaciones	-88%	-100%	-	-	-
Otros	135%	-4%	99%	-16%	-3%
Total	30%	61%	7%	-49%	64%

Respecto a los crecimientos de este grupo de actividades se puede apreciar en el cuadro 12 que hay una alta volatilidad, lo que indica que en general estas imputaciones corresponden a hechos económicos singulares o no recurrentes dentro de la operación. Por otro lado, se mencionó que las actividades de fair value activos biológicos, el arriendo de inmuebles y las ganancias por combinación de negocios sí pueden ser operacionales, debido a su recurrencia y porque su reconocimiento económico existe ya que en algún momento del tiempo generarán el flujo operacional correspondiente.

Cuadro 13. Otros ingresos por función en relación a ingresos

Otros Ingresos por Función en Relación a Ingresos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Otros Ingresos por Función	1%	1%	2%	1%	1%

De acuerdo al cuadro 23, se puede apreciar que, en promedio, el total de las actividades que componen el grupo de Otros Ingresos por Función representan el 1% de los ingresos operacionales de Empresas Copec.

2.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Dado que dentro de la información disponible y pública de Empresas Copec no se encuentra el desglose de costos y gastos por sector, pero sí se cuenta con los ingresos operacionales y el EBITDA por sector, por lo que se pueden obtener por diferencias estos costos por sector. Eso sí, para alinearse con los costos y gastos que se consideran operacionales, a estos costos estimados por diferencias se les añade el valor justo por “madera cosechada” y una partida de “otros gastos por función” llamada “gastos por asesorías y servicios profesionales” que es definida como un gasto operacional y recurrente, ambos asignados al sector forestal. Además, tanto los costos como gastos operacionales mostrados no incluyen depreciaciones y amortizaciones de los activos fijos e intangibles. Esta información se resume a continuación en el cuadro 14.

Cuadro 14. Costos y gastos operacionales por sector

Costos y Gastos Operacionales (en miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
FORESTAL	-4,460,899	-4,541,140	-3,983,954	-4,470,861	-4,981,663
ENERGÍA	-16,904,903	-17,306,501	-12,403,880	-17,044,521	-20,248,772
PESQUERO	-162,913	-163,350	-164,207	-185,070	-200,072
OTRAS INVERSIONES*	-20,880	-19,911	-16,882	-6,281	-7,406
TOTAL	-21,549,595	-22,030,902	-16,568,923	-21,706,733	-25,437,913

* Incluye ajustes de Eliminación

En el cuadro 15 se puede observar que la distribución de costos en los 5 años es poco volátil, donde en promedio el 78% proviene del sector de energía y el 21% proviene de sector forestal, representaciones porcentuales similares respecto a los ingresos operacionales (ver cuadro 25).

Cuadro 15. Costos y gastos operacionales por sector en porcentaje

Representación porcentual de Costos y Gastos por Sector	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
FORESTAL	21%	21%	24%	21%	20%	21.1%
ENERGÍA	78%	79%	75%	79%	80%	78.0%
PESQUERO	1%	1%	1%	1%	1%	0.8%
OTRAS INVERSIONES	0%	0%	0%	0%	0%	0.1%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Del siguiente cuadro 16, que muestra los cambios porcentuales anuales en los costos y gastos por sector, se pueden desprender dos observaciones: primero, que los costos de energía son más volátiles que los del sector forestal (ya que las caídas o alzas son más pronunciadas), y segundo, que en promedio los costos de energía han subido más que los costos de la industria forestal. La mayor volatilidad de costos de energía se puede deber a la pandemia global: en 2020 se da una mayor producción de combustibles que generó un exceso de oferta, haciendo caer los precios de los *commodities* de energía, mientras que en 2021 se recuperaron los precios por shock de oferta, y en 2022 el shock externo de la guerra entre Rusia y Ucrania afectó los precios de energía por escasez.

Cuadro 16. Crecimiento de costos y gastos por sector

Crecimiento de Costos y Gastos por Sector	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
FORESTAL	15.5%	1.8%	-12.3%	12.2%	11.4%	5.7%
ENERGÍA	19.8%	2.4%	-28.3%	37.4%	18.8%	10.0%
PESQUERO	18.2%	0.3%	0.5%	12.7%	8.1%	8.0%
OTRAS INVERSIONES	7.0%	-4.6%	-15.2%	-62.8%	17.9%	-11.5%
TOTAL	19%	2%	-25%	31%	17%	8.9%

En los cuadros 17 y 18 se pueden apreciar los costos y gastos operacionales, consolidando los sectores y de manera desagregada por las distintas partidas de los costos y gastos de la compañía para los últimos 5 períodos.

Cuadro 17. Costos y gastos operacionales

Costos y Gastos Operacionales (en miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Costos de Ventas	-19,226,332	-19,749,282	-14,516,574	-19,409,616	-22,911,289
Costos de Producción Directos	-18,022,983	-18,374,686	-13,379,567	-17,987,594	-21,283,197
Costos por Remuneraciones	-369,274	-410,649	-384,386	-407,009	-430,776
Costos de Mantenimiento	-280,715	-294,853	-225,691	-261,143	-293,400
Otros Costos de Producción	-553,360	-669,094	-526,930	-753,870	-903,916
Costos de Distribución	-1,312,648	-1,301,483	-1,184,842	-1,237,160	-1,427,466
Costos por transporte de mercaderías	-654,907	-685,963	-620,272	-772,354	-949,147
Costo de personal	-127,208	-111,068	-105,158	-116,919	-111,304
Costos por seguros y servicios básicos	-54,593	-45,284	-41,045	-36,480	-34,373
Costos de comercialización y promoción	-210,910	-197,453	-174,977	-139,322	-147,399
Costos por asesorías y servicios profesionales	-56,024	-32,184	-22,863	-23,503	-23,292
Costo de mantenimiento y reparación	-73,078	-68,273	-45,540	-34,493	-30,772
Otros costos de distribución	-87,265	-107,078	-132,126	-70,637	-89,214
Costos por arriendos	-33,449	-35,990	-30,821	-35,422	-34,216
Costos por impuestos no recuperables	-15,214	-18,190	-12,040	-8,030	-7,749
Gastos de Administración	-989,398	-970,821	-858,596	-1,048,588	-1,078,925
Gastos por remuneraciones	-484,041	-459,497	-437,711	-520,575	-540,504
Gastos de comercialización y promoción	-22,886	-29,657	-16,125	-24,036	-25,171
Gastos de mantenimiento	-48,218	-39,417	-32,873	-53,302	-44,180
Gastos por seguros y servicios básicos	-55,128	-66,184	-61,151	-113,916	-116,223
Gastos por asesorías y servicios profesionales	-96,554	-108,314	-94,709	-100,458	-99,089
Sucripciones	-20,497	-18,624	-22,351	-26,869	-29,081
Servicios computacionales	-40,361	-48,017	-44,853	-51,990	-56,280
Gastos por impuestos no recuperables	-4,363	-9,505	-9,947	-11,335	-10,401
Donaciones	-15,052	-10,995	-15,785	-10,070	-10,991
Gastos por arriendos	-17,469	-8,813	-7,036	-7,138	-10,906
Otros Gastos de administración	-184,829	-171,798	-116,055	-128,899	-136,099
Otros gastos, por función	-21,217	-9,316	-8,911	-11,369	-20,233
Gastos por asesorías y servicios profesionales	-21,217	-9,316	-8,911	-11,369	-20,233
Total	-21,549,595	-22,030,902	-16,568,923	-21,706,733	-25,437,913

Cuadro 18. Resumen por tipo de costos y gastos operacionales

Costos y Gastos Operacionales (en miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Costos de Ventas	-19,226,332	-19,749,282	-14,516,574	-19,409,616	-22,911,289
Costos de Distribución	-1,312,648	-1,301,483	-1,184,842	-1,237,160	-1,427,466
Gastos de Administración	-989,398	-970,821	-858,596	-1,048,588	-1,078,925
Otros gastos, por función	-21,217	-9,316	-8,911	-11,369	-20,233
Total	-21,549,595	-22,030,902	-16,568,923	-21,706,733	-25,437,913

En el cuadro 17 muestra la máxima apertura disponible y el cuadro 18 agrupa las actividades en costos de ventas, costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función que, si bien no es considerada como parte de la operación y recurrente, la actividad de asesorías y servicios profesionales sí es considerada operacional.

Ahora, en el cuadro 19 se pueden ver los costos y gastos de forma relativa, donde el costo de ventas representa en promedio el 89% del total, mientras que los otros gastos por función serían poco relevantes en el esquema de gastos de los últimos años.

Cuadro 19. Representación porcentual de costos y gastos operativos

Representación porcentual de los Costos y Gastos Op.	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
Costos de Ventas	89%	90%	88%	89%	90%	89%
Costos de Distribución	6%	6%	7%	6%	6%	6%
Gastos de Administración	5%	4%	5%	5%	4%	5%
Otros gastos, por función	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Pasando a los crecimientos anuales de los costos y gastos de la compañía que se detallan en el cuadro 20, si bien estos decrecen y crecen en los distintos períodos, al comparar con los crecimientos de los ingresos operacionales se puede ver que estos están altamente correlacionados con el nivel de ventas de Empresas Copec (ver cuadro 10). Destacar que los costos de ventas han crecido, en promedio, más que los costos de distribución y gastos por administración.

Cuadro 20. Crecimiento de costos y gastos operacionales en porcentaje

Crecimiento de los Costos y Gastos Op. (%)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
Costos de Ventas	18%	3%	-26%	34%	18%	7%
Costos de Distribución	8%	-1%	-9%	4%	15%	2%
Gastos de Administración	8%	-2%	-12%	22%	3%	3%
Otros gastos, por función	146%	-56%	-4%	28%	78%	11%
Total	17%	2%	-25%	31%	17%	6%

Finalmente, en el cuadro 21 se muestran los costos y gastos como porcentaje de los ingresos, donde el costo de venta representa un 80%.

Cuadro 21. Costos y gastos operacionales en relación a ingresos

Costos y Gastos Operacionales en Relación a Ingresos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
Costos de Ventas	-80%	-83%	-80%	-78%	-79%	-80%
Costos de Distribución	-5%	-5%	-7%	-5%	-5%	-5%
Gastos de Administración	-4%	-4%	-5%	-4%	-4%	-4%
Otros gastos, por función	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	-90%	-93%	-92%	-88%	-88%	-90%

2.3 Depreciaciones y amortizaciones

A continuación, el cuadro 22 muestra las depreciaciones y amortizaciones históricas desde el 2018 desglosadas por cada agrupación de costos y gastos del Estado de Resultados, donde se puede ver que desde 2019 se mantiene un nivel similar de depreciación, mientras que la amortización es relativamente baja y decreciente en el período de estudio.

Cuadro 22. Depreciación y amortización histórica

Depreciación y Amortización (en miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(**)
Costos de Ventas	-578.464	-703.479	-721.360	-681.292	-677.940
Depreciación	-522.933	-653.821	-673.396	-624.713	-635.951
Amortización	-55.531	-49.658	-47.964	-56.579	-41.989
Costos de Distribución	-31.883	-51.857	-44.241	-51.174	-50.392
Depreciación	-20.574	-47.776	-38.476	-44.139	-41.951
Amortización	-11.309	-4.081	-5.765	-7.035	-8.441
Gastos de Administración	-76.834	-91.299	-92.350	-68.510	-66.409
Depreciación	-38.971	-48.499	-48.568	-45.868	-46.597
Amortización	-37.863	-42.800	-43.782	-22.642	-19.812
Otros gastos, por función	-6.341	0	0	0	-3.673
Depreciación	-6.341	0	0	0	-3.673
Total	-693.522	-846.635	-857.951	-800.976	-798.414
Depreciación	-588.819	-750.096	-760.440	-714.720	-728.172
Amortizaciones Totales	-104.703	-96.539	-97.511	-86.256	-70.242

En el cuadro 23 se muestran las depreciaciones y amortizaciones como porcentaje respecto al ingreso, en este caso se puede ver que la depreciación es aproximadamente un 3% de los ingresos, mientras que la amortización se mantiene bajo el 1%.

Cuadro 23. Depreciación y amortización en relación a ingresos

Depreciación y Amortización en relación a ingresos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
Costos de Ventas	-2,4%	-3,0%	-4,0%	-2,7%	-2,3%	-2,9%
Depreciación	-2,2%	-2,8%	-3,7%	-2,5%	-2,2%	-2,7%
Amortización	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,2%
Costos de Distribución	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Depreciación	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,2%
Amortización	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de Administración	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,3%
Depreciación	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Amortización	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Otros gastos, por función	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Depreciación	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	-2,9%	-3,6%	-4,8%	-3,2%	-2,8%	-3,4%
Depreciación	-2,5%	-3,2%	-4,2%	-2,9%	-2,5%	-3,0%
Amortizaciones Totales	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,4%

2.4 Análisis del resultado no operacional de la empresa

En el cuadro 24, se presentan los gastos operacionales no recurrentes y/o necesarios para la venta.

Cuadro 24. Gastos operacionales no recurrentes y/o necesarios para la venta

Gastos Operacionales No Recurrentes y/o Necesarios para la Venta (en miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Otros gastos, por función	-120,287	-288,582	-223,215	-234,291	-244,208
Deterioro de activos	0	-121,083	0	0	0
Gastos por impuestos no recuperables	-35,658	-34,050	-28,245	-30,361	-33,555
Gastos por cierre de plantas	-19,838	-35,139	-39,336	-23,797	-41,806
Otros gastos por función	-17,436	-14,126	-28,385	-36,019	-34,064
Bajas y castigos de activo fijo	-40,500	-53,468	-78,009	-79,389	-75,976
Indemnizaciones	0	-13,407	-15,791	-20,663	-9,266
Gastos por siniestro	-768	-3,066	-6,994	-2,499	-12,923
Multas y sanciones	-1,373	-4,306	-2,246	-850	-301
Donaciones	-2,130	-2,396	-2,679	-2,580	-2,989
Siniestros forestales	-2,584	-7,541	-21,530	-38,133	-33,328
Otras ganancias (pérdidas)	11,634	20,793	-4,114	298,448	298,600
Total	-108,653	-267,789	-227,329	64,157	54,392

Para los otros gastos por función, a excepción de los gastos por asesorías y servicios profesionales que son considerados operacionales, se entiende que son parte del resultado no operacional dado que son gastos por actividades singulares y que no son gastos necesarios para la generación de flujos de efectivo operacional.

Respecto a las **otras ganancias (pérdidas)** se han revisado varios períodos y si bien no hay un detalle de las actividades que se imputan en estas cuentas contables, representan una cantidad poco significativa respecto a los costos y gastos operacionales de Empresas Copec, a excepción del año 2021, donde en el segundo

semestre la compañía vendió su participación sobre Gasmar (y en Foresta Los Lagos en menor medida). Esta venta es una actividad no recurrente por lo que esta partida contable no será considerada operacional.

Cuadro 25. Resultado no operacional

Resultado No Operacional (en miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Ingresos Financieros	47,333	60,600	47,974	54,608	75,743
Ingresos por intereses de instrumentos financieros	9,443	21,853	8,166	25,913	45,207
Intereses en préstamos y cuentas por cobrar	28,084	28,205	27,052	25,523	25,871
Otros ingresos	9,806	10,542	12,756	3,172	4,665
Costos Financieros	-370,619	-437,900	-412,649	-361,135	-351,406
Intereses y reajustes préstamos bancarios	-129,247	-116,589	-97,633	-89,976	-114,618
Costo financiero obligaciones a los empleados	-2,265	-1,989	-3,288	-3,000	-3,114
Otros costos financieros	-30,371	-26,093	-33,296	-41,875	-43,315
Gasto por interés y emisión, bonos	-188,626	-241,747	-232,396	-181,786	-154,460
Gastos financieros por derecho de uso	-19,784	-29,396	-25,811	-23,299	-15,692
Intereses por pasivos por arrendamiento	0	-21,690	-19,775	-20,384	-19,496
Costo financiero provisión remediación	-326	-396	-450	-815	-711
Diferencias de cambio	-32,468	-39,281	-26,152	6,130	10,989
Resultados por unidad de reajuste	-16,649	-15,362	-15,273	-25,720	-48,848
Ganancias (pérdidas) Asociadas Contabilizadas con el Método de Participación	62,301	-91,128	-25,233	219,196	248,995
Sonae Arauco	12,551	-709	-2,515	35,250	61,099
Metrogas S.A.	25,952	26,388	26,215	25,186	-80,742
Aprovisionadora Global de Energía S.A.	21,698	22,315	14,906	9,027	19,870
Cumbres Andinas S.A.C.	-7,788	-4,316	-12,184	149,735	239,338
Corpesca S.A.	4,996	-11,948	-13,859	-6,745	-3,184
Inversiones Caleta Vitor S.A.	0	11,939	9,246	9,339	8,390
Inversiones Laguna Blanca S.A.	3,183	-155,727	-44,997	-53	-622
Golden Omega S.A.	-4,493	-4,274	-1,613	-2,458	-2,000
Gasmar S.A.	7,072	8,978	0	0	0
Vale Do Corisco S.A.	-296	4,120	1,346	2,380	3,606
Sociedad de Inversiones de Aviación Ltda.	2,121	2,121	1,348	1,196	1,484
E2E S.A.	-185	-618	-2,242	-5,195	-3,591
Inversiones Puerto Coronel S.A.	3,040	3,301	3,454	-2,104	1,314
Sociedad Nacional Marítima S.A.	-12,773	1,182	-4	0	0
Otras Asociadas	7,223	6,120	-4,334	3,638	4,033
Total	-310,102	-523,071	-431,333	-106,921	-64,527

Del cuadro 25 denominado en los Estados Financieros de Empresas Copec como resultado no operacional se observa que, en su mayoría, estas partidas corresponden al resultado financiero y por lo tanto no son consideradas como parte de la operación. Para el resultado del método de la participación de las empresas asociadas, a pesar de que pueda haber compañías que corresponden al mismo giro de Empresas Copec, se considerarán como no operacionales; sin embargo, al momento de realizar la valoración de los flujos operacionales futuros, las empresas que componen esta partida sí serán consideradas, pero de manera separada a la valoración de estos flujos.

Cuadro 26. Resultado no operacional porcentual en relación a ingresos

Resultado No Operacional en Relación a Ingresos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
Ingresos Financieros	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
Costos Financieros	-1.5%	-1.8%	-2.3%	-1.5%	-1.2%	-1.7%
Diferencias de Cambio	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
Resultados por Unidad de Reajuste	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%
Ganancias (pérdidas) Asociadas Contabilizadas con el Método de Participación	0.3%	-0.4%	-0.1%	0.9%	0.9%	0.3%
Total	-1.3%	-2.2%	-2.4%	-0.4%	-0.2%	-1.3%

En el cuadro 26 se puede apreciar la relación que tiene el resultado financiero respecto a los ingresos operacionales de la compañía.

2.5 Análisis de márgenes de la empresa

En el próximo cuadro 27 se puede ver el EBITDA histórico por sector y en el cuadro 28 se puede ver la representación porcentual de cuanto contribuye cada sector al EBITDA de la compañía.

Cuadro 27. EBITDA por sector

EBITDA por Sector (en miles de USD)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
FORESTAL	1,840,865	1,120,576	1,060,246	2,243,420	2,523,868
ENERGÍA	917,068	887,394	718,412	1,153,797	1,280,304
PESQUERO	29,836	29,234	39,438	53,264	58,091
OTRAS INVERSIONES*	-20,289	-19,114	-16,404	-6,080	-7,344
TOTAL	2,767,480	2,018,090	1,801,692	3,444,401	3,854,919

* Incluye ajustes de Eliminación

Cuadro 28. EBITDA por sector en porcentaje

Representación porcentual del EBITDA por Sector	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
FORESTAL	66.5%	55.5%	58.8%	65.1%	65.5%	62.3%
ENERGÍA	33.1%	44.0%	39.9%	33.5%	33.2%	36.7%
PESQUERO	1.1%	1.4%	2.2%	1.5%	1.5%	1.6%
OTRAS INVERSIONES	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.6%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

De ambos cuadros se desprende que el Sector Forestal es quien más aporta al beneficio operacional de Empresas Copec con un promedio del 62%, seguido por el sector de Energía con una representación promedio mensual de un 37%. Los sectores Pesquero y Otras inversiones que componen inversiones en minería, inmobiliarias, etc. representan en conjunto cerca del 1% del EBITDA.

Al igual que en los ingresos operacionales, los sectores Forestal y Energía son las principales unidades generadoras de efectivo, por lo que los análisis se centrarán fundamentalmente en estos dos sectores.

Cuadro 29. Crecimiento porcentual de EBITDA por sector

Crecimiento de EBITDA por Sector	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
FORESTAL	34%	-39%	-5%	112%	13%	22.7%
ENERGÍA	9%	-3%	-19%	61%	11%	11.6%
PESQUERO	57%	-2%	35%	35%	9%	26.8%
OTRAS INVERSIONES	13%	-6%	-14%	-63%	21%	-9.9%
TOTAL	25%	-27%	-11%	91%	12%	18.0%

Del cuadro 29 se puede apreciar que decreció el EBITDA del sector Forestal y Energía, donde tal y como fue explicado anteriormente, los efectos del estallido social y pandemia por Covid-19 afectaron a la producción y a la distribución tanto de materias primas como de productos terminados listos para la venta, además de una menor demanda por parte de los clientes al sector. Luego, para los años 2021 y 2022(*) se puede apreciar una recuperación.

De acuerdo a los Análisis Razonados de cada período, las principales variaciones respecto al crecimiento del EBITDA por Sector se explican a continuación:

- Crecimiento 2017-2018

Incremento en el sector forestal a través de Arauco por mayores precios de venta de la celulosa, y la filial COPEC por revalorizaciones de inventario.

- Disminución 2018-2019

Disminución en el sector forestal a través de Arauco por menores precios de venta de la celulosa, y la filial COPEC por una baja en las revalorizaciones de inventario y al canal industrial.

- Disminución 2019-2020

Disminución en el sector forestal a través de Arauco por menores precios de venta y menores volúmenes vendidos del segmento de la celulosa, en el sector combustibles hubo una disminución principalmente por la filial COPEC y Terpel,

debido a efectos de la crisis sanitaria sobre la demanda de combustibles, revalorización de inventarios y una mayor depreciación de la moneda al consolidar los resultados en dólares.

- Crecimiento 2020-2021

Aumento en el sector forestal a través de Arauco por mayores precios de venta, a pesar de haber vendido menores volúmenes en el segmento de la celulosa. A lo anterior se suman mayores precios y volúmenes en los segmentos de paneles y maderas. En el sector de combustibles hubo un aumento principalmente por la filial COPEC y Terpel, debido a mayores volúmenes vendidos, explicado por menores restricciones a la movilidad.

En el cuadro 30 se pueden apreciar los distintos márgenes que componen el Estado de Resultados Histórico informado a la Comisión para el Mercado Financiero.

Cuadro 30. Márgenes de Empresas Copec

Márgenes (en miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Margen Bruto	4,165,273	3,263,644	2,821,280	4,695,706	5,274,249
Margen Operacional	1,806,557	873,434	727,358	2,508,904	2,953,937
Margen Neto	1,118,760	225,856	205,986	1,848,842	2,283,894
EBITDA	2,767,480	2,018,090	1,801,692	3,444,401	3,854,919

Luego, en el cuadro 31 se muestran algunos indicadores relevantes de rentabilidad, donde se evidencia que el año 2019 y 2020 estuvieron por debajo del promedio de la muestra, dados los efectos de la crisis social y sanitaria.

Cuadro 31. Indicadores de rentabilidad en porcentaje¹

Indicadores de Rentabilidad (%)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)	Promedio
Margen Bruto	17.4%	13.8%	15.6%	18.9%	18.3%	16.8%
Margen Operacional	7.5%	3.7%	4.0%	10.1%	10.2%	7.1%
Margen Neto	4.7%	1.0%	1.1%	7.5%	7.9%	4.4%
ROA	7.7%	3.5%	2.9%	9.8%	10.8%	6.9%
ROE	10.0%	2.0%	1.9%	16.1%	18.7%	9.7%
Margen EBITDA	11.5%	8.5%	10.0%	13.9%	13.4%	11.5%

¹ Los indicadores del cuadro 47 que contienen en su nombre la palabra “Margen” su divisor son los ingresos operacionales consolidados de Empresas Copec.

Destacar que estas partidas de márgenes de los cuadros 46 y 47 corresponden a la información que presenta Empresas Copec en sus Estados Financieros a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), es decir, con la apertura del Estado de Resultados que aparece en los estados financieros consolidados

Como observación del cuadro 47, jun-22(*) equivale a los resultados de los primeros seis meses del año 2022 más el último semestre del año 2021, esto se recuerda con el objetivo que el lector no piense que existe una tendencia de alta rentabilidad en los dos últimos períodos del cuadro, pues el último período está considerando información contenida en el período anterior (dic-21).

2.6 Análisis de los activos de la empresa

2.6.1 Activos operacionales y no operacionales

A continuación, en el cuadro 32 se presentan los activos corrientes y no corrientes al 30 de junio de 2022, y además se indican los grupos de cuentas que se consideran operacionales y no operacionales para el giro de Empresas Copec.

Cuadro 32. Tipos de activos

Tipo de activos (En miles de dólares)	Al 30/Jun/22	Operacional	No operacional
CORRIENTES	8,331,351		
<i>Efectivo equivalentes al efectivo</i>	1,580,106		X
<i>Otros activos financieros corrientes</i>	320,762		X
<i>Otros activos no financieros corrientes</i>	268,327	X	
<i>Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes</i>	2,699,580	X	
<i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes</i>	25,042		X
<i>Inventarios</i>	2,487,935	X	
<i>Activos biológicos corrientes</i>	364,043	X	
<i>Activos por Impuestos Corrientes</i>	241,749	X	
<i>Activos no corrientes para su disposición clasificados mantenidos para la venta</i>	343,807		X
NO CORRIENTES	18,904,529		
<i>Otros activos financieros no corrientes</i>	273,051		X
<i>Otros activos no financieros no corrientes</i>	200,232	X	
<i>Cuentas por Cobrar no corrientes</i>	39,360	X	
<i>Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No corrientes</i>	13,705		X
<i>Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación</i>	1,333,122	X	
<i>Activos intangibles distintos de la plusvalía</i>	595,508	X	
<i>Plusvalía</i>	391,478	X	
<i>Propiedades, planta y equipo</i>	12,186,757	X	
<i>Activos biológicos no corrientes</i>	3,008,550	X	
<i>Propiedad de inversión</i>	29,216	X	
<i>Activos por derechos de uso</i>	730,941		X
<i>Activos por impuestos diferidos</i>	102,609	X	
Total	27,235,880		

Respecto a las agrupaciones de cuentas que no son consideradas operacionales, se entregan los argumentos de por qué son consideradas así.

- Efectivo y equivalentes al efectivo: De acuerdo con el giro del negocio de Empresas Copec, donde predomina la actividad Forestal y Energía es que se

considera que no son necesarias para la operación del negocio, es decir, es considerada como una caja excedente.

- Otros activos financieros corrientes y no corrientes: Fondos mutuos, instrumentos de renta fija, forwards, swaps no son parte de la actividad operacional.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes y no corrientes: Este grupo de cuentas devenga intereses financieros por lo que no son consideradas operacionales.
- Activos clasificados mantenidos para la venta: Al ser activos que de los cuales la compañía pretende liquidar no son considerados como parte de la actividad operacional.
- Activos por derechos de uso: Los arriendos bajo la norma NIIF 16 se consideran no operacionales.

Respecto a la plusvalía, se considera operacional dado que corresponde a inversiones en Arauco Canadá, Arauco do Brasil, Organización Terpel, Mapco, Solgas SA y Exxon Mobil, empresas tanto del sector forestal como de energía, por lo que son consideradas parte de la operación de Empresas Copec. Además, esta plusvalía está sometida constantemente a pruebas de deterioro para respaldar su valor.

2.6.2 Capital de trabajo operativo neto

Respecto al capital de trabajo operativo neto se puede apreciar en el cuadro 33 que en todos los períodos es positivo, esto quiere decir que la compañía está financiando el pago a proveedores con sus recursos, lo cual podría ser debido a que los clientes tardan más días en pagar sus productos respecto a los días que demora la compañía en pagar sus compras e inversiones.

Cuadro 33. Capital de trabajo operativo

Capital de Trabajo Operativo (En miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Activos operacionales:	4,196,900	3,986,763	3,667,149	4,607,449	5,819,885
Otros activos no financieros corrientes	164,240	211,141	205,154	216,737	268,327
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1,970,882	1,675,937	1,550,633	2,107,477	2,699,580
Inventarios	1,742,757	1,823,893	1,608,652	1,953,649	2,487,935
Activos biológicos corrientes	319,021	275,792	302,710	329,586	364,043
Pasivos operacionales:	2,080,000	1,951,032	1,811,982	2,243,272	3,006,484
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	1,744,426	1,793,854	1,647,722	1,900,845	2,498,783
Otras provisiones corrientes	19,763	18,999	21,468	22,436	29,235
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	11,155	11,810	12,675	9,711	10,595
Otros pasivos no financieros corrientes	304,656	126,369	130,117	310,280	467,871
CTON	2,116,900	2,035,731	1,855,167	2,364,177	2,813,401
Ingresos operacionales ¹	23,970,069	23,716,405	18,059,214	24,786,614	28,863,478
RCTON (en %)	8.8%	8.6%	10.3%	9.5%	9.7%

1: Ingresos operacionales de los últimos 12 meses.

Respecto al RCTON se puede apreciar que este tiene cierta correlación positiva con los ingresos, pues en los períodos históricos del cuadro 33 se puede ver que a medida que los ingresos operacionales aumentan el CTON aumenta, y si los ingresos operacionales disminuyen el CTON disminuye.

2.6.3 Inversiones

Respecto a las inversiones históricas se puede notar en el cuadro 34 que no tienen correlación con los ingresos operacionales, más bien se puede concluir que la inversión tiene una tendencia creciente.

Cuadro 34. Inversiones históricas

Inversiones Históricas (En miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Compras de propiedad, planta y equipos	1,059,982	1,374,202	1,764,536	1,661,864	1,800,569
Compras de activos intangibles	73,499	80,475	55,309	31,204	18,947
Total inversiones	1,133,481	1,454,677	1,819,845	1,693,068	1,819,516
Ingresos operacionales (1)	23,970,069	23,716,405	18,059,214	24,786,614	28,863,478
% inversiones sobre los ingresos	4.7%	6.1%	10.1%	6.8%	6.3%
Depreciación y amortización (2)	693,522	712,182	718,237	683,857	735,638
% dep. y amor. sobre inversiones	61%	49%	39%	40%	40%

1: Para los ingresos operacionales, depreciación y amortización, corresponden a los últimos 12 meses.

2: La depreciación y amortización no considera los derechos de uso.

Además, se observa que las inversiones son mayores a las depreciaciones de cada ejercicio; esto indicaría que la compañía no solo está invirtiendo en mantener sus

activos, sino que también está invirtiendo en nuevas propiedades, plantas y equipo para expandir sus negocios a nuevos horizontes (crecimiento de largo plazo).

2.7 Análisis de crecimiento de la industria

Para analizar el crecimiento de la industria, se acude a variados agentes de mercado que, en general, consensuan que hay precios históricamente altos y difícilmente sostenibles, más una demanda que no ha perdido dinamismo pese a las crisis recientes.

Respecto a la celulosa –principal *driver* para el resultado de Empresas Copec-, esta alcanzó un récord de precios durante este año 2022, debido a diversos efectos, entre los cuales Fitch Ratings² destaca las paradas de mantenimiento inesperadas en plantas, inventarios bajos, huelgas (como en Finlandia), retrasos de proyectos (MAPA en Chile, y UPM en Uruguay, que postergaron una entrada de 3,6 millones de toneladas) y limitaciones derivadas de la invasión rusa en Ucrania. Esto es reafirmado por el director general de Suzano, Walter Schalka, pues Rusia es una importante fuente de madera para Europa y desde la invasión el comercio quedó bloqueado, haciendo caer los inventarios en todo el mundo, **implicando las alzas de precio de hasta 40% de celulosa china**, según el informe del 3 de mayo de BTG Pactual. Si bien el máximo del precio de la celulosa Kraft de eucalipto blanqueada (BEKP) superó los USD\$ 900 MM por tonelada a mediados de 2022, se espera que el precio caiga a fines de 2022 hasta USD\$ 750 MM por tonelada, y para el 2023 se proyecta una caída de 100 dólares adicionales por tonelada (hasta USD\$650 MM).

Inversiones Security, en un informe de 2022, estima que los efectos de precios relativamente altos con respecto a la historia mantengan resultados “robustos” para el 2023 dado el rezago entre el precio spot de mercado y el precio observado en los resultados de las compañías. Además, espera que en 2024 se observe nuevamente una caída de los precios dada la entrada en operación de nuevos proyectos, que se

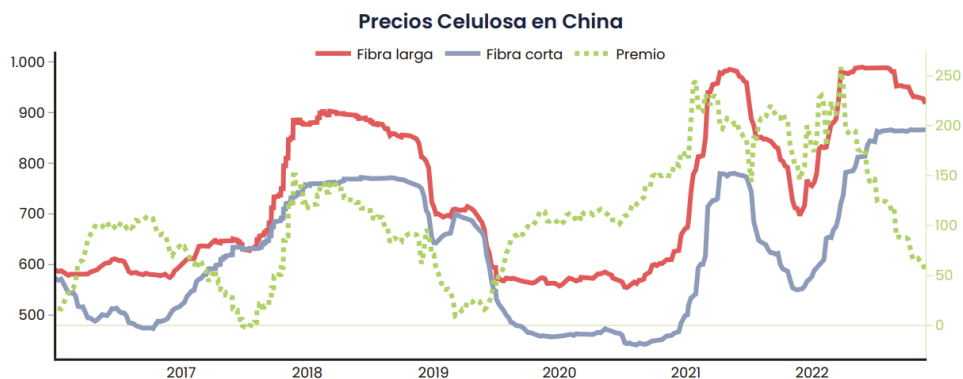
² Perspectiva de Fitch Ratings 2023: Celulosa, Papel y Productos Forestales de Chile

regularizaría ya para 2025, llevando los precios hacia su “promedio histórico” en el largo plazo.

Para Empresas Copec, la caída de precios en el tiempo podría ser mitigada con la mayor capacidad de producción de fibra larga post entrada de MAPA. Sin embargo, hay que destacar que el 50% del EBITDA del segmento forestal de la compañía lo genera el negocio de paneles, el cual podría presentar caídas relevantes a medida que los nuevos inicios de viviendas en construcción en EE. UU. declinen ante la desaceleración económica esperada para el 2023. En cualquier caso, hay pleno consenso de que las cifras históricas del 2022 no se repetirán en el corto y mediano plazo.

China juega un rol muy importante en las proyecciones de mercado, pues es el mayor consumidor de pulpa, con más del 30% de la demanda global, lo cual se puede interpretar que los precios de este país representan el comportamiento de los mercados mundiales, con una alta volatilidad histórica como se observa en la ilustración 2.

Ilustración 2. Evolución de precios de celulosa en China, fibra corta y fibra larga (dólares por tonelada)

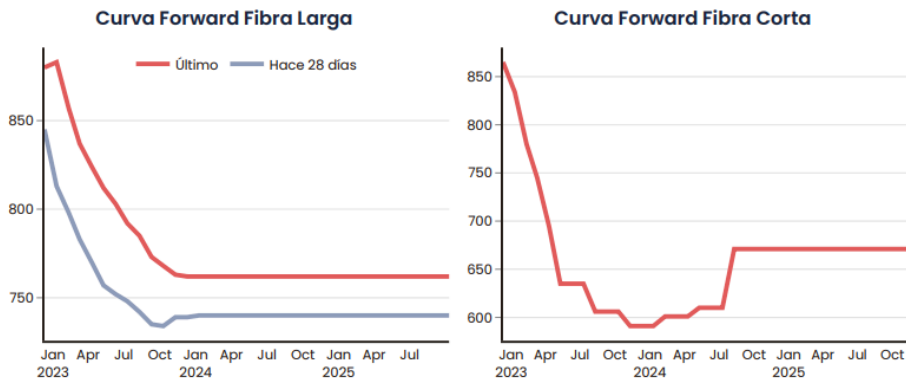


Fuente: Inversiones Security

Acorde al mercado de forwards, los precios futuros para los próximos años de fibra corta y larga siguen una tendencia bajista, para alcanzar un precio tendencial de largo

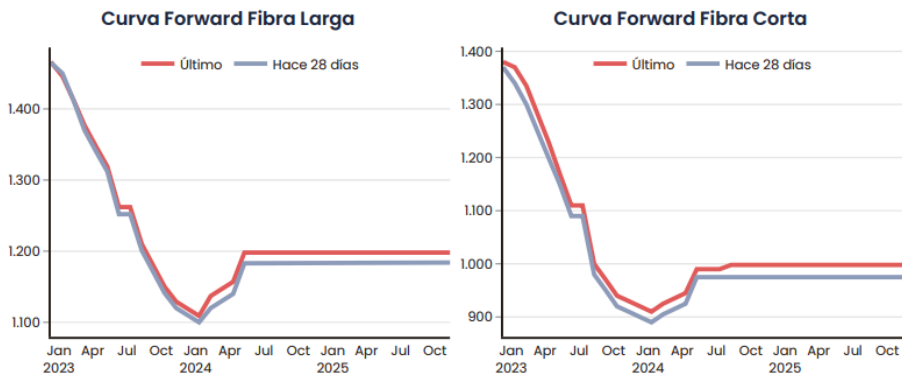
plazo en 2025 (26% menos para fibra corta y 14% menos para fibra larga), lo cual se puede observar en la ilustración 3.

Ilustración 3. Precios forward fibra corta y larga en China (dólares por tonelada)



Respecto a fibra corta y larga en Europa, como se puede ver en la ilustración 4, los precios del viejo continente siguen la misma tendencia o patrón que los precios futuros para el mercado chino, con tendencia a la baja para próximos períodos y una estabilización en largo plazo.

Ilustración 4. Precios forward de fibra corta y larga en Europa (dólares por tonelada)



Notar que Europa tiene un 22% de participación en el mercado de la pulpa y el papel, como se observa en la ilustración 5.

Ilustración 5. Participación de mercado de pulpa y papel por región en 2021



Fuente: www.precedenceresearch.com

Ahora, respecto a la **demanda latinoamericana**³, durante 2022 vivió un auge, pero los productores de la región no tenían el espacio para recibir nuevos pedidos ya que la producción está “saturada y a plena capacidad”, con una demanda mayor a la capacidad de atención. Esto ratifica los planes de aumentos de capacidad que los principales actores han llevado en el último tiempo, con retrasos.

Respecto a márgenes esperados en el negocio de la celulosa, en el escenario base de los agentes citados se consideran **márgenes de EBITDA de largo plazo más en línea con promedios históricos tanto para Empresas Copec como para CMPC**. Fitch Rating, por ejemplo, explicita los crecimientos de ingresos proyectados (%) en la ilustración 6, con un máximo logrado durante 2022.

3

<https://www.df.cl/empresas/industria/precios-de-papel-higienico-podrian-irse-a-las-nubes-ante-e-scases-celulosa>

Ilustración 6. Ingresos y EBITDA proyectado para Empresas Copec

Información Financiera

(USD miles)	Histórico			Proyecciones		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Brutos	23.716.405	18.059.214	24.786.614	34.516.066	30.127.426	26.031.525
Crecimiento de Ingresos (%)	(1,1)	(23,9)	37,3	39,3	(12,7)	(13,6)
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	1.824.339	1.610.590	3.262.927	3.397.111	2.901.481	2.884.013

Fuente: Fitch Rating

Factor MAPA

El proyecto MAPA (modernización y ampliación de la planta Arauco) consiste en la construcción de una nueva línea de producción (línea 3), que permitirá triplicar la actual capacidad de producción de celulosa.

El jueves 29 de diciembre de 2022, Arauco oficializó mediante comunicación al regulador local la puesta en marcha e inicia la producción de celulosa en la línea 3, con un costo de USD\$2.850 millones, la más grande del sector en Chile. El proyecto MAPA duró siete años desde el inicio de su construcción que en rigor partió en 2015 con la construcción de un nuevo sistema de efluentes. Originalmente debió haber entrado en producción a mediados de 2021, pero la pandemia Covid-19 y otros factores afectaron el *timing* de la construcción, con un retraso de un año y medio aproximadamente, aunque esto fue compensado con mayores precios de la celulosa. Para 2023, los ingresos se verán impactados negativamente por menor precio y positivamente por mayor volumen de ventas (aunque en menor medida).

Como se ha comentado, Arauco es el segundo mayor productor de celulosa y de paneles a nivel mundial, y su proyecto de celulosa MAPA aumentará su capacidad de producción anual de celulosa a 5,3 millones de toneladas. La compañía es también el segundo productor más grande de paneles a nivel mundial y tiene una presencia importante en el mercado de madera aserrada. Para 2023, se espera que MAPA logre usar cerca del 70% de su capacidad, lo que impulsaría los volúmenes de venta y ya

hacia 2025, se proyecta que el 54% de la producción de Arauco sea de fibra corta y un 20% de fibra larga.

Sector Energía

Respecto del otro segmento de relevancia para empresas Copec, que es el sector de energía, se puede destacar que el *commodity* referencial (crudo) ha amplificado su naturaleza de precio volátil, al igual que el precio de la celulosa, debido a los shocks mundiales tanto de pandemia como amenazas geopolíticas, sumado a un desafío importante de cara a la neutralidad de carbono que muchas industrias están impulsando alrededor del mundo. Se espera que el alto precio actual (sobre 100 dólares el barril) vaya moderando a un precio promedio histórico, que se puede aproximar en torno a los 70 dólares el barril.

Respecto a volúmenes, el año 2020 y producto de la pandemia, resultó en disminuciones de volúmenes comercializados principalmente en el sector de combustible acorde a Feller Rate, niveles que fueron parcialmente recuperados durante 2021. Si bien se esperan nuevas recuperaciones de volúmenes para 2022, acoplado a perspectivas mundiales, el alto precio del crudo y los riesgos relacionados hacen que las expectativas de crecimientos en volúmenes sean medidas particularmente para las economías avanzadas (Statista).

Otra opinión “desfavorable” para las perspectivas del crudo es la del Banco Mundial. La entidad considera que en la primera mitad de 2022 se ha producido una de las mayores conmociones en los mercados energéticos globales que el mundo ha visto en décadas, donde la pandemia y la guerra en Ucrania han causado un aumento de los precios de los combustibles, exacerbando la escasez de energía y las preocupaciones sobre la seguridad energética, y desacelerando aún más los avances hacia el acceso universal a energía asequible, confiable, sostenible y moderna para 2030, esto es el Objetivo de Desarrollo Sostenible 7 (ODS 7)⁴. Esto es un catalizador adicional para volcar con celeridad a un sistema integral de energías renovables como la energía

⁴ <https://www.bancomundial.org/es/topic/energy/overview>

solar, eólica o hidroeléctrica, donde los costos de electricidad han ido bajando en los últimos años debido a grandes avances en materia.

Todo esto hace suponer que, para efectos de una evaluación de empresa, el sector de energía no vería grandes crecimientos, y que debiese existir más inversión en las energías renovables. Particularmente, Copec realizó una declaración sobre el cambio climático, y se comprometió a

- i) Alcanzar carbono neutralidad para 2030,
- ii) Distribuir y comercializar una proporción superior de energía renovable por sobre combustibles fósiles para 2050
- iii) Lograr un impacto neto positivo en biodiversidad para 2039
- iv) Convertirse en una empresa cero residuos para 2029 en las operaciones asociadas a sus plantas estaciones de servicio y tiendas de conveniencia.

En este sentido, Copec ha colocado focos en materias como “electromovilidad” mediante el avance de infraestructura para carga de vehículos eléctricos a través de filial Copec Voltex, con una amplia red en Chile que cubre más de 1.400 kilómetros. Esto incluye a su vez puntos de recarga para buses eléctricos del transporte público y privado.

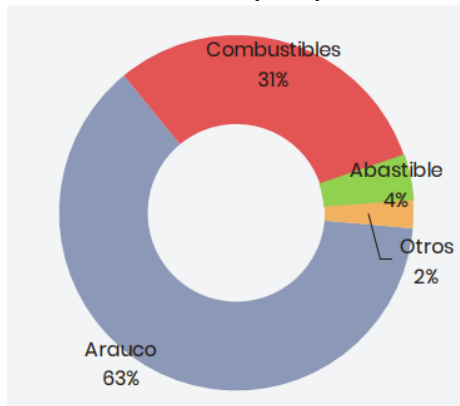
Para más detalle de la situación actual por rubro de Empresas Copec ver Anexos.

3 PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

3.1 Ingresos operacionales proyectados

De acuerdo con la información mostrada en la sección 5, se entiende que, si bien los sectores Forestales y de Energía pueden ser distintos, a nivel consolidado la relación que tienen los costos y gastos de ventas con los ingresos operacionales es muy similar, independiente de si es un período de crecimiento o disminución, estallido social, año covid-19 o guerra entre Rusia y Ucrania. Con estos antecedentes es que indexar la proyección de costos, gastos, inversiones y capital de trabajo a los ingresos operacionales es una muy buena aproximación, razón por la cual la proyección de los ingresos operacionales es uno de los puntos más delicados del informe.

Ilustración 7. EBITDA por operación 2022 estimado



Fuente: Informe Inversiones Security, Dic-22

En línea con lo comentado en este trabajo, y como se puede ver en la ilustración 7, el sector forestal es el que presenta los mayores márgenes, donde Arauco presenta una participación de 63% del EBITDA consolidado. Esto supone que el análisis se centre en la evolución del sector forestal, donde los esfuerzos se centrarán particularmente en los precios de la fibra corta y larga. Para esto, habiendo considerado ya las perspectivas de caídas de precio de fibra corta y fibra larga, se procederá a vincular los precios internacionales con respecto al precio promedio efectivo de Arauco. La lógica detrás es que, si los precios internacionales logran capturar una alta relación con el precio de celulosa de Empresas Copec, entonces la proyección del precio de fibra

corta y larga del mercado chino y/o europeo es una buena estimación para el precio futuro de la firma.

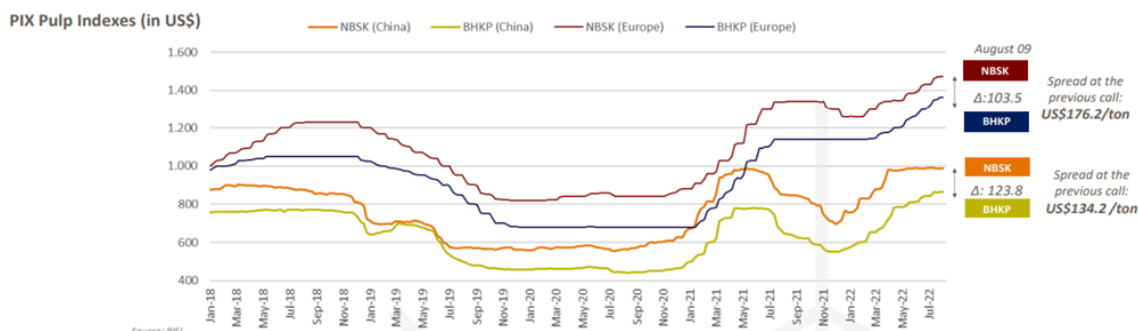
Análisis empírico para determinar la proyección de crecimiento de los ingresos para los próximos 5 años

Como fue mencionado, el sector forestal es el cual genera el mayor valor para Empresas Copec. Es por esto que se considerará a la empresa Arauco como la compañía “modelo” para obtener la proyección del crecimiento de los ingresos que generará Empresas Copec, siendo entonces el precio de la celulosa uno de los principales *drivers* para proyectar una mayor o menor rentabilidad a nivel operacional; **un precio más alto llevaría a tener mayores flujos para la compañía, y viceversa.**

Para confirmar esta hipótesis, se utilizará un precio internacional de referencia de la celulosa como benchmark, y se contrastará contra el precio “promedio anual” de celulosa de Arauco, que se puede desprender de la información pública de Arauco. Además, se utilizará información del precio del tipo de cambio USD/CLP para reflejar el impacto de la divisa en la valuación.

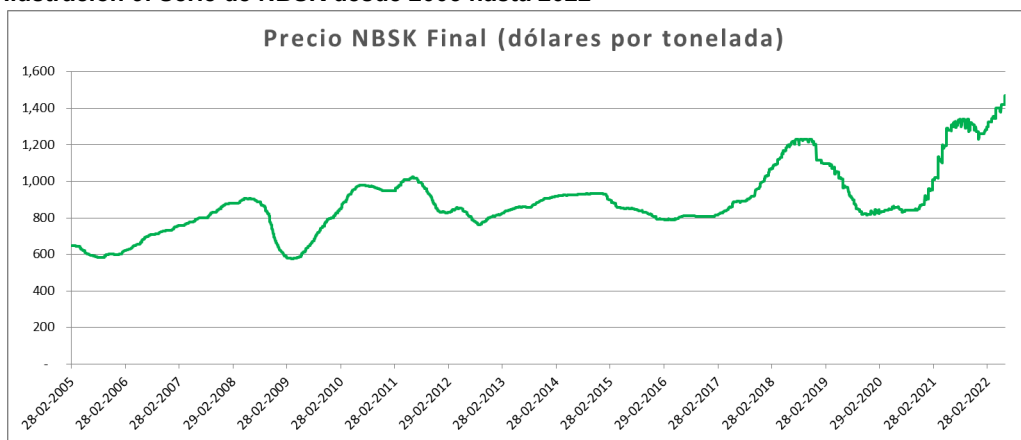
Para obtener el benchmark, los principales precios son los de fibra corta y fibra larga como se analizó en la sección 5, y tanto la fibra corta como la fibra larga de Europa y de China muestran altas correlaciones, lo cual es notado en los reportes de sostenibilidad de Arauco como se observa en la ilustración 8, por lo cual se puede modelar una de las series de precios como benchmark del mercado de celulosa

Ilustración 8. Precios de fibra corta y larga, China y Europa.



Una dificultad en este punto es encontrar una serie “limpia” y continua de precios de celulosa para al menos 15 años, de modo de hacer una regresión estadísticamente significativa. Se consultaron diversas fuentes y se capturó una serie de precios desde 2006 hasta 2022 considerando información desde Bloomberg (con el ticker “FOEXNBSK Index”) y desde Reuters (que obtiene a su vez el precio desde NOREXECO, un *market maker* especializado en la industria de pulpa y papel), para el índice NBSK (Northern Bleached Softwood Kraft, que es la fibra larga procesada de pino). Mediante un análisis estadístico sencillo se eliminan potenciales errores de precios y se asegura una serie continua diaria, la cual se presenta en la ilustración 9.

Ilustración 9. Serie de NBSK desde 2005 hasta 2022



El precio anual de este *benchmark* no es más que el promedio simple de precios diarios de todo el año.

Para el precio promedio de Arauco, este se depende anualmente mediante la información pública (tanto de estados financieros como de reportes de sostenibilidad), el cual se rescata para cada año como el cociente entre los ingresos del mercado de la celulosa y el volumen producido de cada año de celulosa. Un cuidado que se considera acá es que parte de los ingresos de Arauco vienen por otros segmentos, como el de la madera, pero se procuró de aislar esas ganancias para dejar solo lo relativo a celulosa.

En el cuadro 35, se consolidan los ingresos del sector Celulosa de Arauco; el volumen de ventas de celulosa de Arauco; el precio promedio obtenido para Arauco, junto con su retorno anual; y el precio de la fibra larga china, junto con su retorno anual. Toda esta información fue recopilada desde 2006 hasta 2021 anualizada, más la información hasta junio de 2022; la información referente a Arauco (ingresos celulosa y volúmenes de venta, que permiten desprender el precio promedio de celulosa de la compañía) fue rescatada de los informes anuales de sostenibilidad disponibles en su página web, datos que se encuentran anuales.

Cuadro 35. Información de precios y retornos de celulosa (Arauco y NBSK)

Año	Ingresos Celulosa (MMUSD)	Volumen Ventas (MMTON)	Precio Promedio ARAUCO (USD/TON)	RETORNO ARAUCO (%)	PRECIO NBSK (USD/TON)	RETORNO NBSK (%)
A Jun-22	1.501	1,7	886,2	17,90%	1.470	22,35%
2021	2.706	3,6	751,7	44,18%	1.202	42,27%
2020	1.929	3,7	521,4	-15,98%	845	-13,17%
2019	2.296	3,7	620,5	-20,20%	973	-16,27%
2018	2.955	3,8	777,6	17,39%	1.162	32,12%
2017	2.451	3,7	662,4	5,13%	879	9,60%
2016	2.142	3,4	630,1	-4,19%	802	-6,46%
2015	2.368	3,6	657,7	-7,44%	858	-7,30%
2014	2.345	3,3	710,5	0,99%	925	7,96%
2013	2.181	3,1	703,5	14,34%	857	5,24%
2012	1.846	3,0	615,3	-16,40%	814	-15,26%
2011	2.061	2,8	736,1	-5,42%	961	3,28%
2010	1.790	2,3	778,3	38,73%	930	41,61%
2009	1.683	3,0	561,0	-9,26%	657	-23,01%
2008	1.793	2,9	618,3	-7,08%	853	7,60%
2007	1.730	2,6	665,4	15,99%	793	17,66%
2006	1.262	2,2	573,6		674	

Fuente: <https://www.arauco.cl/chile/sostenibilidad/reportes-de-sostenibilidad/>

Volviendo a la información del cuadro 35 al realizar la regresión lineal entre los retornos del “precio Arauco”, del “precio NBSK” y del tipo de cambio USD/CLP, se obtienen los siguientes resultados:

Cuadro 36. Regresión Precio celulosa Arauco, NBSK y tipo de cambio.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	0.92921
Coeficiente de determinación R ²	0.86342
R ² ajustado	0.84066
Error típico	0.07724
Observaciones	15

Del cuadro 36 se puede ver que el coeficiente de determinación es de un 86% lo que significa una alta relación lineal entre la variable del retorno del precio de Copec/Arauco y el modelo de dos variables propuesto, principalmente por su variable de retorno de NBSK.

Cuadro 37. Beta de regresión

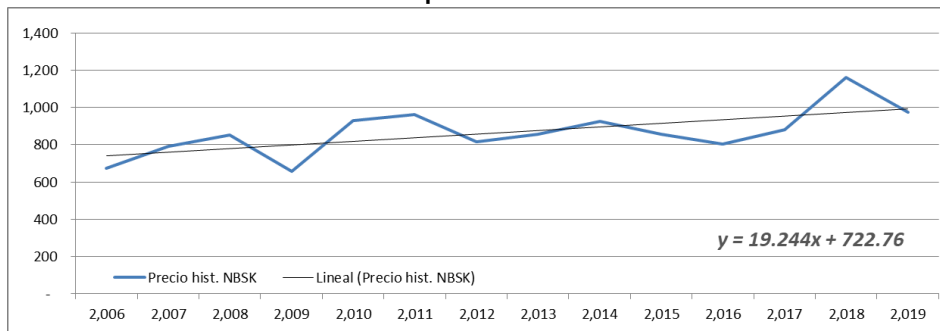
	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-0.0186	0.0252	-0.7377	0.4749
Retorno NBSK	0.8886	0.1317	6.7450	0.0000
Retorno USD/CLP	0.0610	0.3651	0.1671	0.8701

Del cuadro 37, se observa que el beta es de un 0,8886 para NBSK y es estadísticamente significativo al 1%, mientras que el del tipo de cambio es 0,061 y no tiene una alta significancia.

Habiendo reconocido una importante relación del precio de Empresas Copec contra el benchmark, lo que se hace es proyectar el precio de la fibra larga china, planteando dos visiones; la primera considera las proyecciones de agentes de mercado, lo cual fue comentado en la sección 5.7 donde el consenso general es esperar una caída de precios de un 20%-30% en los próximos años, apelando a que los niveles históricos no son sostenibles. La segunda busca realizar una extrapolación del precio histórico de la fibra larga china y del tipo de cambio, pero sin considerar la trayectoria en los años “anormales”, esto es desde 2019 en adelante. El supuesto es que, en normalidad, el precio tendencial de la celulosa desde 2006 hasta 2019 es proyectable hasta el 2027 y se esperaría que este “cruce” con las expectativas del mercado de que el precio de la celulosa caerá. En otras palabras, se determina cuál sería el precio en 2027 si es que

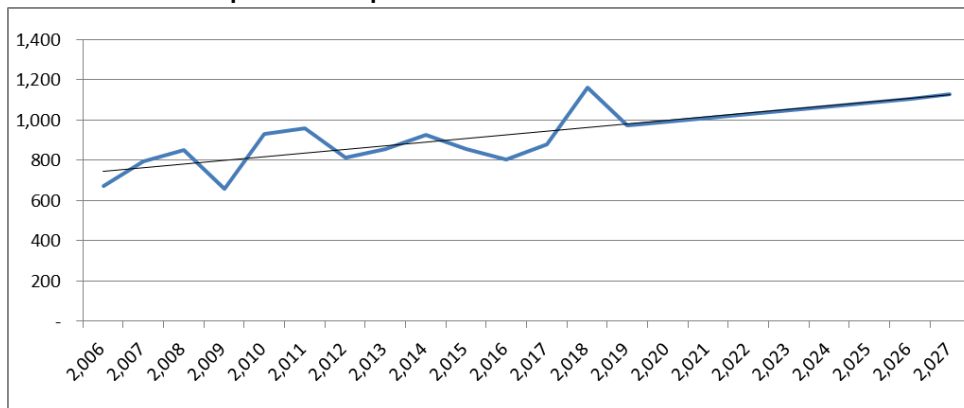
la celulosa hubiese seguido con su tendencia⁵ desde el 2019. Para esto, se acude a un modelo de extrapolación lineal.

Ilustración 10. Ecuación lineal sobre precio NBSK



En la ilustración 10 se observa la ecuación donde “x” representa la cantidad de años e “y” representa el precio de la celulosa en función del crecimiento en cada año. Dado el precio visto hasta 2019, se extiende la recta hasta el año 2027, llegando a un precio de USD\$ 1.127 por tonelada, graficado en la ilustración 11.

Ilustración 11. Extrapolación de precio NBSK 2019-2027



Acá se observa lo siguiente: dado el precio actual al cierre de junio 2022, que es de 1.470, se puede decir entonces que el retorno visto desde jun-22 hasta dic-27 (5,5 años) es de una caída de -23,3% para el NBSK. En el mismo período, considerando el

⁵ Primeramente, se iba a utilizar el promedio histórico, sin embargo, se notó que desde 2006 a 2019 sí había una tendencia creciente del precio, optando entonces por una extrapolación.

Beta encontrado en la regresión del precio promedio de empresas Copec, este se debería mover en un 88,86%, por lo que su retorno sería de -20,74% desde junio 2022 hasta diciembre 2027. Así, anualizando este retorno, se llega a una caída promedio de -4,14% en el precio promedio de Empresas Copec, dato que se alinea con las proyecciones de mercado de caída de más de 20% para la fibra corta y larga, por lo que se presenta como una buena aproximación teórica, sustentada en estadística y opiniones de expertos.

Habiendo proyectado el precio, ahora se proyecta la cantidad a producir, la cual es menos volátil que el precio. Si se considera el crecimiento del volumen producido de acuerdo con las proyecciones de volumen mundial, sumado al crecimiento potencial por el proyecto MAPA, se puede desprender un crecimiento anual de 3%. Así, es posible deducir una relación de “P x Q” para los ingresos que Arauco esperaría a fines de 2027, proyectando el precio que caería un -4,14% anual y el volumen creciendo un 3% anual.

Cuadro 38. Proyección de precio y volumen de celulosa (millones de dólares)

	jun-22	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Precio Celulosa (usd/ton)	886.25	867.71	831.81	797.38	764.39	732.75	702.43
Volumen Celulosa (MMTon)	1.69	3.71	3.82	3.93	4.05	4.17	4.30
Ingreso (MMUSD)	1,501.30	3,217.48	3,176.87	3,136.76	3,097.16	3,058.06	3,019.46

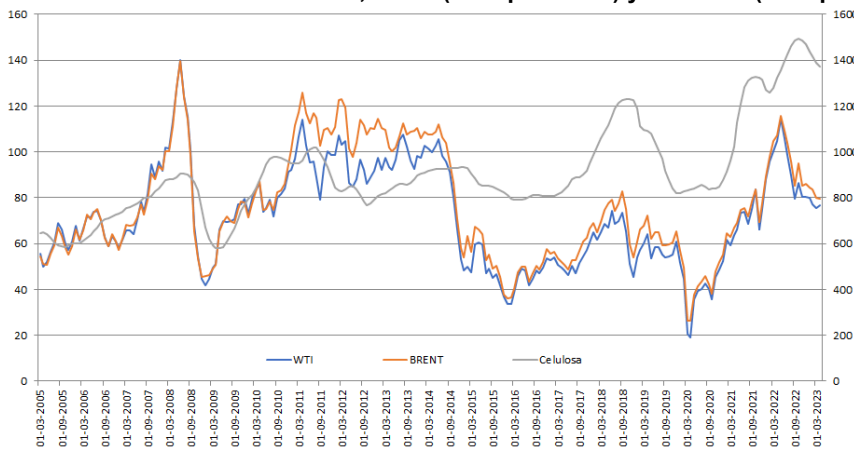
Como se puede ver en el cuadro 38, para el año 2027 se obtendrían ingresos por 3.019,46 millones de dólares, los cuales al ser comparados con los ingresos de ARAUCO por 2.706 millones de dólares para 2021 (EEFF 2021), se puede ver que el crecimiento de estos 6 años sería de un 11,58%, y al anualizar la cifra se obtiene una proyección de crecimiento de los ingresos de un 1,84%.

Ajuste al crecimiento por sector energía.

El principal supuesto asumido en las valoraciones de Empresas Copec es que sus flujos futuros dependen fundamentalmente de su sector de Forestal, el cual entrega 2/3

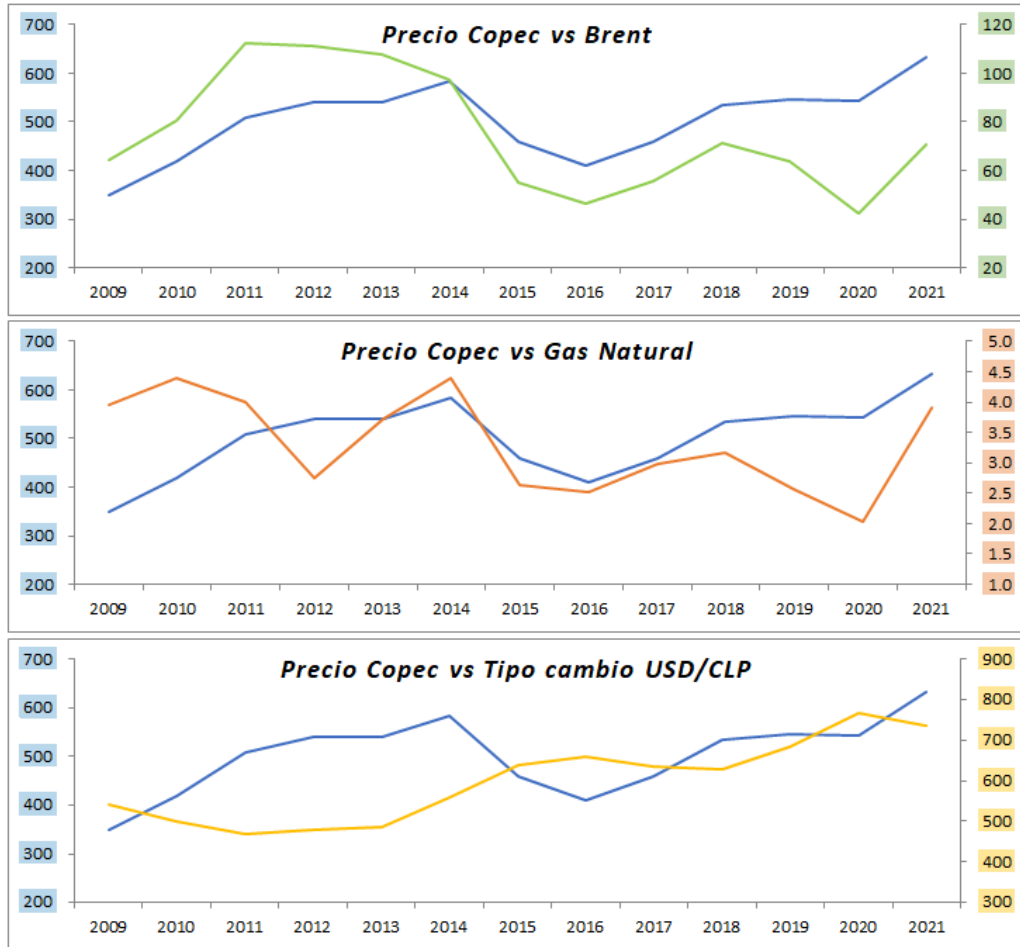
de EBITDA. Es por esto que, buscando reflejar una valoración más correcta, se propone corregir la tasa de crecimiento de 1,84% según las perspectivas de ingresos futuros por ventas derivadas del negocio relativo al crudo. Esta corrección se puede justificar porque no existe una correlación perfecta entre los commodities de celulosa y petróleo, como se muestra en la ilustración 12; si bien ambas materias responden con saltos de precios similares en situaciones de crisis o bonanzas, los subyacentes de precios y volúmenes son distintos.

Ilustración 12 .7 Precios de WTI, Brent (USD por barril) y Celulosa (USD por tonelada)



Básicamente se propone una proyección de precios e Ingresos provenientes del sector de crudo, de forma similar al análisis realizado para Celulosa, con las variables apropiadas. Para el precio, lo que se hace es una regresión entre el precio de venta que observa Copec (derivado de la información anual de sus ventas), versus el precio del benchmark de mercado tanto para el crudo como el gas, además de adicionar el tipo de cambio USD/CLP. Para el petróleo, se escoge el barril europeo Brent, mientras que para el gas natural se escoge el precio de Henry Hub. Esta información se extrae desde 2009 desde el terminal Bloomberg, y al observar las series de la ilustración 13 se observa que la correlación más evidente es contra el precio del Brent, mientras que con el Gas Natural y Tipo de cambio son menos intuitivas.

Ilustración 13. 8 Precio de venta de Copec versus variables de regresión: Crudo Brent, tipo cambio USD/CLP y Gas Natural, promedio anual 2009-2022.



El siguiente cuadro 39 contiene la regresión de precios, donde primeramente se aprecia el R cuadrado de 0,7658, y la variable estadísticamente significativa es el Crudo

Cuadro 39. Regresión de retornos de precios para sector energía.

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.8751
Coefficiente de determinación R ²	0.7658
R ² ajustado	0.6780
Error típico	0.0730
Observaciones	12

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	3	0.13944	0.04648	8.7205	0.0067
Residuos	8	0.04264	0.00533		
Total	11	0.18208			

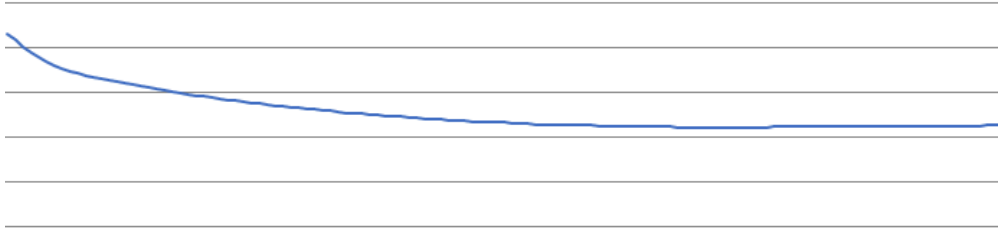
	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	0.03581	0.03018	1.1868	0.2693
TC USD/CLP	-0.11055	0.09805	-1.1274	0.2922
Gas Natural	0.13049	0.54427	0.2398	0.8165
BRENT	0.46175	0.17633	2.6186	0.0307

Así, se utiliza la curva de precios futuros del Brent obtenidas a la fecha de valuación, el cual se transa como un futuro mensual, utilizando 60 contratos futuros para cubrir 5 años de proyección, lo mismo se hace para los contratos de gas natural que también son mensuales, y por el lado del dólar la proyección es mediante los puntos forward hasta 5 años. Así, se puede desprender lo siguiente:

- Brent: caída de 7,33% anual, Beta de 0,4618
- Gas Natural: caída de 5,74% anual, Beta de -0,1105
- Dólar peso: alza de 3,79% anual, Beta de 0,1305

Mediante el modelo de regresión lineal, el precio de copec proyectado para un año acorde a las variables anteriores es de -2,25% de caída, explicado principalmente por la caída de precios que se espera para el Brent, commodity que muestra una curva tipo *Backwardation* donde el precio spot es más alto que el futuro como se observa en la ilustración 14.

Ilustración 14 9. Futuros Brent a 5Y (contratos futuros mensuales en dólares por barril)



Respecto al volumen de ventas, se utiliza información desde Statista donde se proyecta una demanda promedio mundial en 5 años que crecería aproximadamente un 5%, dando un promedio anual de 1%, lo cual es un buen supuesto ya que la serie de volúmenes de Copec no muestra grandes variaciones anuales. La ilustración 15 contiene esta información del mercado global.

Ilustración 15 10. Evolución de demanda de petróleo a nivel mundial y por región

Característica	OCDE América	OCDE Europa	OCDE Asia y Oceanía	OCDE	Latinoamérica	Oriente Medio y África	India	China	Otros Asia	OPEP	Rusia	Otros Eurasia	No OCDE	Mundial
2018	25,5	14,3	8	47,8	5,9	4,2	4,7	12,7	9	8,8	3,6	2	50,9	98,7
2020	25,9	14,3	7,9	48,1	6	4,4	5,1	13,4	9,3	9	3,7	2,1	52,9	101
2025	25,6	13,9	7,5	46,9	6,4	5	6,2	14,7	10,3	10	3,9	2,3	58,6	105,6
2030	24,3	13,1	7	44,4	6,8	5,6	7,4	15,7	11,2	10,9	3,9	2,4	63,9	108,3
2035	22,8	12,2	6,4	41,5	7	6,2	8,8	16,5	12,1	11,5	3,9	2,4	68,5	109,9
2040	21,1	11,3	5,9	38,3	7,3	6,8	10,2	17,1	12,8	11,8	3,8	2,5	72,3	110,6

Con todo, el ingreso proyectado por el lado de energía es simplemente el precio de venta por el volumen de venta proyectado a 5 años, lo que implica una caída de ingresos de un 6,31% en 5 años, promediando un 1,3% anual, reflejada en el cuadro 40.

Cuadro 40. Crecimiento de ingresos provenientes por el sector de energía.

Crecimiento de ingresos del sector Energía	
Vol. Proyectado 5Y	11,130
Precio proyectado 5Y	564
Ingreso Proyectado	6,280,641
Delta 5Y	-6.31%
Delta anual	-1.30%

El supuesto siguiente es muy relevante pues en el análisis histórico se vio que los Ingresos Operacionales de Empresas Copec provienen 2/3 del sector energía y 1/3 del sector de forestal, sin embargo, al revisar el EBITDA esta proporción se invierte, siendo 2/3 explicados por el sector forestal. Como el modelo de ingresos y costos es proporcional, la forma en que el ajuste de crecimiento de ingresos llegue correcto al EBITDA es dándole inmediatamente el peso de 2/3 al sector forestal. Es decir, el promedio ponderado de crecimientos viene del 1,84% de celulosa y del -1,3% de energía, a razón de 2/3 y 1/3. Así, se llega al crecimiento de 0,8% final, que se resume en el cuadro 41.

Cuadro 41. Crecimiento de ingresos de Empresas Copec consolidado

Crecimiento Ingresos Consolidado	
Crecimiento Celulosa anual	1.84%
Crecimiento Energía anual	-1.30%
Crecimiento ponderado anual	0.80%

Esta cifra de 0,8% de crecimiento anual será la utilizada para proyectar los ingresos de Empresas Copec para todo el desarrollo de su EBITDA y Utilidad.

Con la elección del promedio histórico de crecimiento de los ingresos operacionales a utilizar para los próximos cinco períodos es que se aplican estos crecimientos por sector al cierre del año 2021, obteniéndose la información del cuadro 42.

Cuadro 42. Ingresos operacionales proyectados por sector

Ingresos Operacionales por Sector (en miles de USD)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Crecimiento (%)
FORESTAL	2,771,862	6,400,559	6,451,764	6,503,378	6,555,405	6,607,848	0.80%
ENERGÍA	6,830,324	18,343,905	18,490,656	18,638,581	18,787,690	18,937,991	0.80%
PESQUERO	97,811	240,241	242,163	244,100	246,053	248,021	0.80%
OTRAS INVERSIONES	95	203	204	206	208	209	0.80%
TOTAL	9,700,091	24,984,907	25,184,786	25,386,264	25,589,355	25,794,069	

Tasa de crecimiento perpetuo (g)

Respecto a la tasa de crecimiento perpetuo. Esta se determina como cero, bajo el supuesto de que no habría inversión en crecimiento ni capital de trabajo en el año 2026.

3.2 Costos y gastos operacionales proyectados

En el cuadro 43 se muestran los costos y gastos operacionales proyectados, donde el principal es el costo de ventas, y en promedio se muestra un crecimiento de los costos y gastos operacionales de 0,8% anual, que obedece a la alta correlación que tienen los costos y gastos con los ingresos operacionales.

Cuadro 43. Costos y gastos operacionales proyectados

Costos y Gastos Operacionales (en miles de dólares)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Representación porcent. Ingresos
Costos de Ventas	-7,792,588	-20,071,677	-20,232,251	-20,394,109	-20,557,262	-20,721,720	-80%
Costos de Distribución	-533,151	-1,373,257	-1,384,243	-1,395,317	-1,406,479	-1,417,731	-5%
Gastos de Administración	-407,799	-1,050,383	-1,058,786	-1,067,257	-1,075,795	-1,084,401	-4%
Otros gastos, por función	-4,961	-12,779	-12,881	-12,984	-13,088	-13,193	0%
Total	-8,738,499	-22,508,097	-22,688,162	-22,869,667	-23,052,624	-23,237,045	-90%

3.3 Resultado no operacional proyectado

En el cuadro 44 se puede ver la proyección de los otros ingresos por función proyectados que son considerados operacionales

Cuadro 44. Otros ingresos por función operacionales proyectados considerados operacionales

Otros Ingresos por Función (en miles de dólares)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Promedio
Reajustes Impto PPM créditos fiscales	-6,055	2,876	7,332	18,695	47,664	121,524	155.0%
Fair Value Activos Biológicos	-31,219	99,345	120,378	145,866	176,749	214,172	21.2%
Arriendo de inmuebles	1,136	2,997	2,914	2,833	2,754	2,677	-2.8%
Ganancia por combinación de negocios	0	0	0	0	0	0	-57.0%

Mientras que, en el cuadro 45, se proyectan los otros ingresos por función que no son considerados como parte de la operación.

Cuadro 45. Otros ingresos por función proyectados

Otros Ingresos por Función (en miles de dólares)	2s-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Representación porcent. Ingresos
Dividendos por acciones en otras sociedades	3,369	8,679	8,748	8,818	8,889	8,960	0.0%
Reintegro de costos y gastos	5,682	14,636	14,753	14,871	14,990	15,110	0.1%
Ingresos por fomento de exportación	714	1,839	1,854	1,868	1,883	1,898	0.0%
Servidumbres de paso	1,585	4,083	4,116	4,149	4,182	4,216	0.0%
Utilidad en venta de activos fijos	17,515	45,114	45,475	45,838	46,205	46,575	0.2%
Ingresos por indemnización siniestros	1,028	2,649	2,670	2,692	2,713	2,735	0.0%
Venta de derechos de pescas	3,342	8,608	8,676	8,746	8,816	8,886	0.0%
Utilidad en venta participaciones	136	351	354	357	360	363	0.0%
Otros	12,530	32,273	32,531	32,792	33,054	33,318	0.1%

El cuadro 46 tiene las proyecciones de gastos operacionales no recurrentes y/o necesarios para la venta, que también crecen en 0,8%

Cuadro 46. Gastos operacionales no recurrentes y/o necesarios para la venta proyectados

Gastos Operacionales No Recurrentes y/o Necesarios para la Venta (miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Representación porcentual Ingresos
Otros gastos, por función	-211,643	-213,336	-215,042	-216,763	-218,497	-0.9%
Deterioro de activos*	0	0	0	0	0	-0.1%
Gastos por impuestos no recuperables	-34,353	-34,628	-34,905	-35,184	-35,466	-0.1%
Gastos por cierre de plantas	-34,459	-34,734	-35,012	-35,292	-35,575	-0.1%
Otros gastos por función	-27,624	-27,845	-28,068	-28,292	-28,519	-0.1%
Bajas y castigos de activo fijo	-70,452	-71,015	-71,583	-72,156	-72,733	-0.3%
Indemnizaciones	-12,964	-13,068	-13,172	-13,278	-13,384	-0.1%
Gastos por siniestro	-5,482	-5,526	-5,570	-5,615	-5,660	0.0%
Multas y sanciones	-2,038	-2,055	-2,071	-2,088	-2,104	0.0%
Donaciones	-2,728	-2,750	-2,772	-2,794	-2,816	0.0%
Siniestros forestales	-21,542	-21,715	-21,888	-22,064	-22,240	-0.1%
Otras ganancias (pérdidas)	117,530	118,470	119,418	120,374	121,336	0.5%
Total	-94,112	-94,865	-95,624	-96,389	-97,160	-0.5%

(*) Para el caso de deterioro de activos, en los últimos 5 períodos solo se registró un deterioro en el año 2019, por lo tanto, se determina que este gasto no debe ser proyectado dado que no tiene un comportamiento constante en los períodos analizados.

Luego, en el cuadro 47 se presenta el resultado no operacional proyectado

Cuadro 47. Resultado no operacional proyectado

Resultado No Operacional (en miles de USD)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Representación porcentual Ingresos
Ingresos Financieros	24,345	62,706	63,207	63,713	64,223	64,737	0.3%
Costos Financieros	-165,043	-425,108	-428,509	-431,937	-435,392	-438,875	-1.7%
Diferencias de Cambio	-6,005	-15,468	-15,592	-15,716	-15,842	-15,969	-0.1%
Resultados por Unidad de Reajuste	-10,242	-26,381	-26,592	-26,805	-27,019	-27,235	-0.1%
Participación en Asociadas	29,659	76,393	77,005	77,621	78,242	78,867	0.3%
Total	-127,287	-327,857	-330,480	-333,124	-335,789	-338,475	-1.3%

La partida más relevante del resultado no operacional proyectado son los costos financieros, los cuales corresponden principalmente a gastos por intereses devengados de los bonos y deuda bancaria.

Las ganancias/pérdidas asociadas contabilizadas con el método de participación, si bien se presentan en el cuadro 47, estas no formarán parte de los flujos descontados debido a que se considerarán como “Activos prescindibles y otros activos” con la partida de activo no corriente llamada “Inversión en empresas asociadas contabilizadas con el método de participación”.

3.4 Impuesto corporativo proyectado

En el cuadro 48 se proyectan los impuestos corporativos, con una tasa de largo plazo de 27%.

Cuadro 48. Impuestos corporativos proyectados

Impuestos Corporativos (en miles de USD)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos Operacionales	9,700,091	24,984,907	25,184,786	25,386,264	25,589,355	25,794,069
Otros Ingresos por Función Operacionales	-36,138	105,218	130,625	167,393	227,167	338,372
Costos de Ventas	-7,792,588	-20,071,677	-20,232,251	-20,394,109	-20,557,262	-20,721,720
Costos de Distribución	-533,151	-1,373,257	-1,384,243	-1,395,317	-1,406,479	-1,417,731
Gastos de Administración	-407,799	-1,050,383	-1,058,786	-1,067,257	-1,075,795	-1,084,401
Otros gastos, por función (Operacional)	-4,961	-12,779	-12,881	-12,984	-13,088	-13,193
Resultado Operacional	925,454	2,582,028	2,627,249	2,683,991	2,763,897	2,895,397
Otros Ingresos por Función No Operacionales	12,530	118,232	119,178	120,131	121,092	122,061
Otros gastos, por función (No Operacional)	-92,072	-211,643	-213,336	-215,042	-216,763	-218,497
Otras Ganancias (Pérdidas)	45,630	117,530	118,470	119,418	120,374	121,336
Ingresos Financieros	24,345	62,706	63,207	63,713	64,223	64,737
Costos Financieros	-165,043	-425,108	-428,509	-431,937	-435,392	-438,875
Diferencias de Cambio	-6,005	-15,468	-15,592	-15,716	-15,842	-15,969
Resultados por Unidad de Reajuste	-10,242	-26,381	-26,592	-26,805	-27,019	-27,235
Participación en Asociadas	29,659	76,393	77,005	77,621	78,242	78,867
Resultado No Operacional	-161,200	-303,738	-306,168	-308,617	-311,086	-313,575
Depreciación y Amortización	-333,907	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911
Resultado Tributable Antes de Impuestos	430,347	1,418,233	1,454,144	1,501,500	1,571,947	1,693,911
Tasa de Impuestos Corporativos	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Impuestos Corporativos	-116,194	-382,923	-392,619	-405,405	-424,426	-457,356

En el cuadro 49 se muestra la misma información resumida a las partidas agrupadas.

Cuadro 49. Impuestos corporativos proyectados agrupados

Impuestos Corporativos (en miles de USD)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Resultado Operacional	925,454	2,582,028	2,627,249	2,683,991	2,763,897	2,895,397
Resultado No Operacional	-161,200	-303,738	-306,168	-308,617	-311,086	-313,575
Depreciación y Amortización	-333,907	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911
Tasa de Impuestos Corporativos	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Impuestos Corporativos	-116,194	-382,923	-392,619	-405,405	-424,426	-457,356

3.5 Depreciaciones y amortizaciones

El cuadro 50 presenta las proyecciones para la depreciación y amortización, que se mantienen crecientes a una tasa de 0,8% anual.

Cuadro 50. Depreciaciones y amortizaciones proyectadas

Depreciaciones y Amortizaciones (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Representación porcentual Ingresos
Depreciación	-761,359	-767,449	-773,589	-779,778	-786,016	-3.0%
Amortización	-98,699	-99,488	-100,284	-101,087	-101,895	-0.4%
Total	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911	-3.4%

Para obtener la depreciación y amortización, se utilizó la representación porcentual de los ingresos, según el promedio histórico de los últimos 5 años. La depreciación representa en promedio un 3,0% de los ingresos y a su vez la amortización representa un 0,4% de los ingresos.

3.6 Estado de resultados proyectado en miles de USD

3.6.1 Supuestos utilizados

En el cuadro 51 se detallan las cifras del estado de resultados proyectado. Es necesario recordar que las partidas antes y después de EBITDA contienen lo que fue definido como ingreso/gasto operacional, por ejemplo, los otros ingresos contienen proyecciones del fair value de los activos biológicos, pues estos si bien no son un flujo de caja directo, se entienden que estos generan valor al negocio y por ende en algún período futuro generará el flujo de caja correspondiente, la partida de Otras Ganancias (Pérdidas) no se proyecta porque en el histórico de los últimos 5 años la única transacción significativa es la venta de la participación de la empresa Gasmar, actividad no recurrente para la operación y giro del negocio de Empresas Copec.

Cuadro 51. Estado de resultados proyectados

Estado de Resultados (en miles de USD)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos Ordinarios	9,700,091	24,984,907	25,184,786	25,386,264	25,589,355	25,794,069
Costo de Venta	-7,792,588	-20,071,677	-20,232,251	-20,394,109	-20,557,262	-20,721,720
Resultado Bruto	1,907,503	4,913,230	4,952,535	4,992,156	5,032,093	5,072,350
Costos de Distribución	-533,151	-1,373,257	-1,384,243	-1,395,317	-1,406,479	-1,417,731
Gastos de Administración	-407,799	-1,050,383	-1,058,786	-1,067,257	-1,075,795	-1,084,401
Otros Ingresos	-36,138	105,218	130,625	167,393	227,167	338,372
Otros Gastos por Función	-4,961	-12,779	-12,881	-12,984	-13,088	-13,193
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0
EBITDA	925,454	2,582,028	2,627,249	2,683,991	2,763,897	2,895,397
Depreciación y Amortización	-333,907	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911
EBIT	591,547	1,721,970	1,760,311	1,810,117	1,883,033	2,007,485
Ingresos Financieros	24,345	62,706	63,207	63,713	64,223	64,737
Costos Financieros	-165,043	-425,108	-428,509	-431,937	-435,392	-438,875
Participación en Asociadas	29,659	76,393	77,005	77,621	78,242	78,867
Diferencias de Cambio	-6,005	-15,468	-15,592	-15,716	-15,842	-15,969
Resultados por Unidad de Reajuste	-10,242	-26,381	-26,592	-26,805	-27,019	-27,235
Otros Ingresos/Gastos por función y otras ganancias no operacionales	-33,913	24,119	24,312	24,507	24,703	24,901
Resultado Antes de Impuestos	430,347	1,418,233	1,454,144	1,501,500	1,571,947	1,693,911
Impuesto a las Ganancias (27%)	-116,194	-382,923	-392,619	-405,405	-424,426	-457,356
Resultado Neto	314,153	1,035,310	1,061,525	1,096,095	1,147,521	1,236,555

Destacar que para el Estado de Resultados histórico, se consideraron las partidas que se ajustan al EBITDA indicado en el análisis razonado de Empresas Copec. Sin embargo, para lo que respecta a la proyección, el EBITDA está compuesto por las partidas que fueron seleccionadas como recurrentes y operacionales.

3.7 Estado de resultados proyectado porcentual

El cuadro 52 refleja el estado de resultados como porcentaje de los ingresos, donde el 80,3% responde al costo de venta; el EBITDA promedia un 10,7%; el EBIT alcanza un promedio de 7,2%; el resultado antes de impuesto es de un 5,6%; y el resultado neto al descontar los impuestos promedia un 4,1% durante los 5 períodos proyectados.

Cuadro 52. Estado de resultados proyectado en relación con ingresos

Estado de Resultados (en miles de USD)	2S-22	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos Ordinarios	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Costo de Venta	-80.3%	-80.3%	-80.3%	-80.3%	-80.3%	-80.3%
Resultado Bruto	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
Costos de Distribución	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%	-5.5%
Gastos de Administración	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.2%
Otros Ingresos	-0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%
Otros Gastos por Función	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Otras Ganancias (Pérdidas)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	9.5%	10.3%	10.4%	10.6%	10.8%	11.2%
Depreciación y Amortización	-3.4%	-3.4%	-3.4%	-3.4%	-3.4%	-3.4%
EBIT	6.1%	6.9%	7.0%	7.1%	7.4%	7.8%
Ingresos Financieros	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Costos Financieros	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
Participación en Asociadas	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Diferencias de Cambio	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Resultados por Unidad de Reajuste	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Otros Ingresos/Gastos por función y otras ga	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Resultado Antes de Impuestos	4.4%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	6.6%
Impuesto a las Ganancias (27%)	-1.2%	-1.5%	-1.6%	-1.6%	-1.7%	-1.8%
Resultado Neto	3.2%	4.1%	4.2%	4.3%	4.5%	4.8%

4 PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

4.1 Inversión en reposición

El cuadro 53 muestra las inversiones en propiedad planta y equipo y activos intangibles sobre depreciación y amortización, donde se observa que se invierte más de lo que se deprecia y amortiza cada año.

Cuadro 53. Inversiones en PPE y activos intangibles sobre depreciación y amortización

Inversiones Históricas (En miles de dólares)	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
Compras de propiedad, planta y equipos	1,059,982	1,374,202	1,764,536	1,661,864	1,800,569
Compras de activos intangibles	73,499	80,475	55,309	31,204	18,947
Total inversiones	1,133,481	1,454,677	1,819,845	1,693,068	1,819,516
Ingresos operacionales (1)	23,970,069	23,716,405	18,059,214	24,786,614	28,863,478
<i>% inversiones sobre los ingresos</i>	<i>4.7%</i>	<i>6.1%</i>	<i>10.1%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.3%</i>
Depreciación y amortización (2)	693,522	712,182	718,237	683,857	735,638
<i>% dep. y amor. sobre inversiones</i>	<i>61%</i>	<i>49%</i>	<i>39%</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>
Inversiones en PPE y Activos Intangibles/Depreciación y Amortización	163%	204%	253%	248%	247%

Por lo que se puede apreciar en el cuadro 53 las inversiones en Propiedad, Planta y Equipo y Activos Intangibles siempre son mayores a la depreciación y amortización del período, con esto se entiende que la compañía siempre está invirtiendo en nuevos activos, por lo que se asume el supuesto que la compañía invertirá en reposición un monto igual a la depreciación y amortización anual proyectada. Esto se refleja en el cuadro 54, donde se muestra la inversión en reposición proyectada igual a la depreciación más amortización de cada período.

Cuadro 54. Inversión en reposición proyectado

Inversión en Reposición (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Inversión en Reposición	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911

4.2 Nuevas inversiones de capital

Se analiza el histórico de inversión en propiedad planta y equipo e intangibles, dando un promedio de 52,2% respecto de los ingresos, como se muestra en el cuadro 55.

Cuadro 55. Análisis histórico de PPE e intangibles

Análisis Histórico - PPE e Intangibles	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
PPE e Intangibles (MUSD)	11,600,760	11,662,194	12,382,027	12,549,747	12,782,265
Ingresos Operacionales (MUSD)	23,970,069	23,716,405	18,059,214	24,786,614	28,863,478
PPE e Intangible/Ingresos (%)	48.4%	49.2%	68.6%	50.6%	44.3%
Promedio 2018- a Jun 2022 (*)	52.2%				

Mientras, en el cuadro 56 se realiza la proyección de PPE e intangibles obteniéndose de multiplicar los ingresos operacionales del período por el promedio histórico de 52,2% encontrado en cuadro 55, que relaciona a estas variables. Luego, se obtiene la variación de PPE e intangible al obtener las diferencias periódicas.

Cuadro 56. PPE e intangibles proyectados

Proyección de PPE e Intangibles	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos Operacionales (MUSD)	24,984,907	25,184,786	25,386,264	25,589,355	25,794,069
PPE e Intangible/Ingresos (%)	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
PPE e Intangibles (MUSD)	13,044,634	13,148,991	13,254,183	13,360,216	13,467,098
Variación PPE e Intangible (MUSD)	-104,357	-105,192	-106,033	-106,882	0

Así, en el cuadro 57 se puede ver el flujo de caja de inversión en crecimiento proyectada.

Cuadro 57. Inversión en crecimiento proyectada

Inversión en Crecimiento (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Inversión en Crecimiento	-104,357	-105,192	-106,033	-106,882	0

Destacar que las inversiones en crecimiento del año 2026 son iguales a 0, dado el supuesto de crecimiento $g=0$, es decir no se requieren nuevas inversiones para obtener mayores ingresos reales en el año 2027 respecto del año 2026.

4.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

El cuadro 58 muestra el capital de trabajo operativo neto y su variación proyectada para los 5 años del ejercicio, el cual representa un 9,4% de los ingresos proyectados

Cuadro 58. CTON y variación CTON proyectado

CTON Proyectado (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos Operacionales	24,984,907	25,184,786	25,386,264	25,589,355	25,794,069
RCTON Proyectado (%)	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
CTON Proyectado	2,347,240	2,366,018	2,384,946	2,404,025	2,423,257
Variación CTON	-18,778	-18,928	-19,080	-19,232	0

Como ya fue comentado en el cuadro 57, se asume que la tasa de crecimiento perpetuo será de 0% por lo que no se requerirá capital de trabajo adicional para los períodos siguientes.

4.4 Flujos de caja libre proyectados

En el cuadro 59, se presentan los flujos de caja proyectados, a partir del EBIT, reconociendo las depreciaciones y amortizaciones, las inversiones en reposición, las nuevas inversiones y la variación del capital de trabajo operativo neto.

Cuadro 59. Flujo de caja libre proyectado

Flujo de Caja Libre (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
EBIT (Después de Impuestos)	1,257,038	1,285,027	1,321,386	1,374,614	1,465,464
Depreciación y Amortización	860,057	866,938	873,873	880,864	887,911
Inversión en Reposición	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911
Nuevas Inversiones	-104,357	-105,192	-106,033	-106,882	0
Liberación/Inversión de CTON	-18,778	-18,928	-19,080	-19,232	0
Flujos de Caja Libre	1,133,903	1,160,907	1,196,273	1,248,500	1,465,464

4.5 Valor terminal

Para el valor terminal, en el cuadro 60 se observa que el último período se mantiene sin crecimiento, debido que la tasa de crecimiento perpetuo es 0% por lo expuesto en el cuadro 73, por lo que el flujo de caja de 2026 se repite para el 2027 para estimar el valor presente de la perpetuidad.

Cuadro 60. Valor terminal del flujo de caja

Flujo de Caja Libre (en miles de USD)	dic-26	dic-27
EBIT (Después de Impuestos)	1,465,464	1,465,464
Depreciación y Amortización	887,911	887,911
Inversión en Reposición	-887,911	-887,911
Nuevas Inversiones	0	0
Liberación/Inversión de CTON	0	0
Flujos de Caja Libre	1,465,464	1,465,464

5 PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

5.1 Valor presente de los flujos de caja libres

En el cuadro 61, se consolida la información de los flujos de caja libres proyectados hasta el año 2026, más el valor terminal del año 2027, que sirve para calcular el valor terminal en el último período de la proyección, reconociendo todos los flujos a perpetuidad con un supuesto de crecimiento “g” igual a 0%.

Cuadro 61. Flujos de caja libre y valor terminal proyectados

Flujo de Caja Libre (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27*
EBIT (Después de Impuestos)	1,257,038	1,285,027	1,321,386	1,374,614	1,465,464	1,465,464
Depreciación y Amortización	860,057	866,938	873,873	880,864	887,911	887,911
Inversión en Reposición	-860,057	-866,938	-873,873	-880,864	-887,911	-887,911
Nuevas Inversiones	-104,357	-105,192	-106,033	-106,882	0	0
Liberación/Inversión de CTON	-18,778	-18,928	-19,080	-19,232	0	0
Flujos de Caja Libre	1,133,903	1,160,907	1,196,273	1,248,500	1,465,464	1,465,464
Valor Terminal					16,577,943	

*dic-27 = dic-26 * (1+g)

Los flujos de caja son traídos a valor presente a la tasa de costo promedio ponderado de capital calculada en la parte 1 del informe, llamada Método de Múltiplos (Pérez I, 2024), con un valor estimado de 8,84%. Dado que la valuación es a mediados de junio 2022, cada cierre de año reconoce el efecto de 6 meses a partir de la fecha de evaluación. Con todo, el valor presente es de USD\$ 16.330 millones, como se muestra en el cuadro 62.

Cuadro 62. Valor Presente de los flujos de caja libre proyectados

Flujo de Caja Libre (en miles de USD)	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Péridos de Descuento (en años)	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
Valor Presente (año i)	1,086,881	1,022,388	967,967	928,177	12,324,603
Valor Presente (al 30-jun-22)	16,330,016				

5.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

En el cuadro 63 se explicita el exceso o déficit de capital de trabajo operativo neto que se requiere para alcanzar el nivel de ingresos operacionales a finales del año 2022

Cuadro 63. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Déficit o Exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto (en miles de dólares)	
CTON real al 30 de junio de 2022	2,813,401
CTON Proyectado al 31 de diciembre de 2022	2,347,240
Exceso o Déficit de CTON	466,161

De acuerdo con el resultado del cuadro 63, Empresas Copec puede liberar USD\$466 millones de capital de trabajo operativo.

5.3 Activos prescindibles y otros activos

En el cuadro 64 se muestra el exceso o déficit de propiedad planta y equipo y activos intangibles

Cuadro 64. Exceso o déficit de PPE e intangibles

Exceso o Déficit de PPE e Intangibles (en miles de dólares)	
PPE e Intangibles real al 30 de junio de 2022	12,782,265
PPE e Intangibles Proyectado al 31 de diciembre de 2022	13,044,634
Exceso o Déficit de PPE e Intangibles	-262,369

Se puede ver en el cuadro 64 que la compañía necesita invertir USD\$ 262 millones en PPE más activos intangibles para alcanzar el nivel de ingresos deseados del año 2022.

Así, el total de activos prescindibles y otros activos a la fecha de valoración (30 de junio de 2022) que agregan valor a la compañía, además de los flujos de caja operacionales descontados, se muestran en el cuadro 65.

Cuadro 65. Activos prescindibles y otros activos

Activos prescindibles y Otros Activos (en miles de dólares)	jun-22
Efectivo equivalentes al efectivo	1,580,106
Otros activos financieros corrientes	320,762
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1,333,122
Otros activos financieros no corrientes	273,051
Exceso o Déficit de PPE e Intangibles	-262,369
Exceso o déficit de CTON	466,161
Total Activos Prescindibles	3,710,834

5.4 Valoración económica de la empresa

Con toda la información consolidada, se puede observar en el cuadro 66 un valor total de activos por USD\$ 20.041 millones, que al restarle la deuda financiera a valor libro (bajo el supuesto que la deuda a valor de mercado es igual a la deuda a valor libro) llega a un monto de patrimonio económico de USD\$ 11.036 millones.

Cuadro 66. Valoración Económica de Empresas Copec

Valoración Económica	jun-22
Valor Presente (en MUSD)	16,330,016
Activos prescindibles y otros activos (en MUSD)	3,710,834
Valor Total de Activos (en MUSD)	20,040,849
Deuda Financiera (en MUSD)	9,004,573
Patrimonio económico (en MUSD)	11,036,276
Número de acciones	1,299,853,848
Precio de acción estimado (USD/acción)	8.49
Tipo de Cambio (CLP/USD)	919.97
Precio de acción estimado (CLP/acción)	7,811
Precio acción real (CLP/acción)	6,770.00
Diferencia de Precios (en %)	15.38%

Al dividir el patrimonio por el número de acciones, da un precio teórico de acción de USD\$ 8,49 por acción, lo que al pasarlo a pesos chilenos con el tipo de cambio representativo a la fecha de valuación (\$919,97 al 30 de junio de 2022), entrega un valor de acción de CLP\$ 7.811 por acción. Esto representa un precio superior en un 15,38% al precio de mercado de la acción de Empresas Copec.

Cabe destacar que el precio de dólar tuvo un alza muy importante durante el mes, lo cual sobreestima el valor de la empresa pues el mercado no alcanza a reaccionar a esta volatilidad. Por tanto, se propone “suavizar” el efecto utilizando el precio del dólar promedio del mes, que según el Servicio de Impuestos Internos es de un \$857,77 para junio 2022.

Con esto, el precio de la acción es de CLP\$ 7.283, que representa un 7,57% sobre el precio de mercado, como se presenta en el cuadro 67.

Cuadro 67. Precio de la acción de Empresas Copec al dólar promedio de junio 2022.

Sensibilidad al Tipo Cambio promedio jun-22	
Tipo de cambio promedio de jun-22	857.77
Precio de acción estimado (CLP/acción)	7,283
Precio acción real (CLP/acción)	6,770.00
Diferencia de Precios (en %)	7.57%

Este precio es el resultado final de la evaluación.

5.5 Análisis de sensibilidad

Se realiza un análisis de sensibilidad con respecto a la tasa WACC y a la tasa de crecimiento de los ingresos proyectados para los siguientes 5 años, en el cuadro 68.

Cuadro 68. Análisis de sensibilidad a tasa WACC y a tasa de crecimiento de ingresos proyectados

		Tasa de Crecimiento de los ingresos proyectados							
		-0.7%	-0.2%	0.3%	0.80%	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%
Tasa WACC	6.34%	11,423	11,472	11,522	11,573	11,625	11,678	11,731	11,786
	6.84%	10,375	10,403	10,433	10,463	10,494	10,525	10,556	10,588
	7.34%	9,469	9,480	9,492	9,505	9,517	9,530	9,542	9,555
	7.84%	8,678	8,675	8,672	8,669	8,666	8,663	8,659	8,656
	8.34%	7,982	7,967	7,951	7,934	7,917	7,900	7,883	7,865
	8.84%	7,365	7,338	7,311	7,283	7,254	7,225	7,195	7,165
	9.34%	6,814	6,777	6,740	6,702	6,663	6,623	6,582	6,541
	9.84%	6,319	6,274	6,227	6,180	6,132	6,083	6,033	5,982
	10.34%	5,872	5,819	5,764	5,709	5,653	5,595	5,537	5,477
	10.84%	5,466	5,406	5,344	5,282	5,218	5,153	5,087	5,020
	11.34%	5,095	5,029	4,961	4,893	4,823	4,751	4,678	4,604

Respecto a la tasa WACC, como es de esperar, a una menor tasa de descuento el precio de la acción subirá debido al menor costo de oportunidad que tienen los inversionistas, como también correspondería un nivel de riesgo menor, por lo que la valoración del inversionista a Empresas Copec es mayor. A su vez, si la tasa WACC es mayor que la tasa actual (8,84%), se indica que hay un mayor costo de oportunidad y nivel de riesgo del mercado, por lo tanto, la valoración del inversionista respecto a la compañía es menor.

Con respecto a la tasa de crecimiento de los ingresos proyectados constante para los períodos entre 2022 y 2026, se puede observar que desde tasas WACC inferiores al 7.84, el precio de la acción es directamente proporcional a la tasa de crecimiento de ingresos, pero en los casos en que la tasa WACC es igual o superior al 7,84%, el precio de la acción es inversamente proporcional a la tasa de crecimiento de ingresos. Esto indicaría que hay una relación no lineal entre ambas tasas sobre el precio de la acción, sin embargo, se puede explicar que en los casos donde la tasa de crecimiento

aumenta y el precio de la acción cae, ocurre por las mayores inversiones en crecimiento de activo fijo y necesidades de capital de trabajo para obtener los ingresos esperados del período siguiente.

Finalmente, se eligen algunos factores para ver cuáles de ellos tienen mayor impacto en el valor del patrimonio económico, donde se escogieron la tasa de impuestos corporativos, la deuda financiera y el tipo de cambio. A modo *ceteris paribus* se incrementó cada uno de estos factores en 1%, en donde se aprecia que, si la tasa de impuestos corporativos crece en un 1%, el patrimonio económico cae en un 0,56%; si la deuda financiera crece en un 1% el patrimonio económico cae en un 0,82%; si el tipo de cambio (usd/clp) crece en un 1% el patrimonio económico crece en un 1%, por lo que de estos factores el tipo de cambio es el que más impacta a la valoración.

6 CONCLUSIONES

Si bien Empresas Copec es una compañía que utiliza como moneda funcional el dólar, y toda la proyección se basó en esta moneda, incluida la tasa de descuento, en donde se debió asignar un premio por riesgo país a la tasa libre de riesgo de los Estados Unidos para poder descontar los flujos a una tasa de descuento que contenga el riesgo de invertir en Chile, el precio de la acción de Empresas Copec se transa en CLP\$ la acción, por lo tanto, para poder comparar un precio estimado con un precio real, el precio estimado en dólares debió ser transformado a un tipo de cambio USD/CLP\$, además, en el mes de la valoración, el país sufrió una de las volatilidades del tipo de cambio más grandes de los últimos años, aumentando más de 100 pesos por dólar, y es por eso que se mostraron dos escenarios a distintos tipos de cambios, uno al precio de cierre del último día del mes de junio 2022 y otra al promedio de los precios de cierre del mismo período. Si bien, el precio de la acción varió un 7%, en ambos casos se obtuvo un precio por sobre el precio real al último día del mes de junio 2022, dando a entender que el precio de la acción podría estar subvaluado. Luego, ya conocido los precios de cierres y máximos del mes de julio 2022 se observó que la diferencia entre el precio estimado y el precio más alto de julio, se encontraron variaciones de un 6,5% y un 0,3% para los distintos escenarios, lo cual refuerza el respaldo que la acción podría estar subvaluada, y que todos los elementos utilizados en la valoración estarían correctos.

Es importante destacar que variaciones inferiores a un 20% estarían dentro de la tolerancia de error para el modelo de FCD, por lo que no se podría afirmar en un 100% que el precio de la acción está subvaluado.

7 BLIOGRAFÍA

- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- EMPRESAS COPEC (2019). Código de Ética – Principios y Valores
- EMPRESAS COPEC (2022). Memoria anual 2021
- EMPRESAS COPEC (2022). Análisis razonado de los Estados Financieros Consolidados al 30 de junio 2022
- EMPRESAS COPEC (2017-2021). Estados Financieros Consolidados
- EMPRESAS COPEC (2022). Estados Financieros Consolidados Intermedios al 30 de junio de 2022
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Naula, F. (2019). *Valoración de empresas para optar al grado de magister de finanzas*.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233
- Pérez, I. (2014). Análisis de riesgos de contraparte y ajustes de crédito (CVA) para derivados: metodologías e implementación.
- Pérez, I (2023). *Valoración de Empresas Copec: Método de Múltiplos*.

Sitio web YPF <https://www.ypf.com/Paginas/home.aspx>

Sitio web CMPC <https://www.cmpc.com/nosotros/negocios/>

Sitio Web SUZANO <https://www.suzano.com.br/a-suzano/historia/>

Sitio Web CMF <https://www.cmfchile.cl>

Sitio Web AntarChile <https://www.antarchile.cl/#quienessomos>

Sitio Web Impuesto Argentina

<https://www.gerencie.com/tarifas-del-impuesto-de-renta.html>

Sitio Web Impuesto Republica Dominicana

<https://dgii.gov.do/cicloContribuyente/obligacionesTributarias/principalesImpuestos/Paginas/impuestoSobreRenta.aspx>

8 ANEXOS

Filiales de Empresas Copec y su sector.

Arauco (forestal)

Es una compañía globalizada con presencia en los 5 continentes, cuyo giro se enmarca en toda la cadena de valor forestal, a través del uso integral y sustentable de los recursos forestales, principalmente utilizando la celulosa para la fabricación de papeles, material para embalaje, pañales, mueblería, revestimientos, entre otros diversos productos.

Cuenta con 7 plantas de producción de celulosa, 5 de ellas en Chile, mientras que cuenta con 19 plantas de paneles, de las cuales hay 4 en Chile, repartiendo las demás principalmente en América del Sur y del Norte. Esta empresa produce energía limpia y renovable a partir de la biomasa forestal, autoabasteciéndose de energía eléctrica, siendo una de las principales generadoras de energía renovable no convencional (ERNC) en Chile.

Arauco es la principal fuente de margen bruto de Empresas Copec, con un total de USD\$ 2.668 MM (más del 50% considerando que el margen bruto consolidado de Empresas Copec fue de USD\$ 4.696 MM). El resultado operacional también es el mayor respecto a las filiales, apoyado en el último período por las alzas de precios en segmento de celulosa, aunque con menos volumen que el año anterior.

Cabe destacar que, en 2021, Arauco realizó importantes desembolsos para implementación de diversas mejoras ambientales en las plantas, optimización energética, control y manejo de residuos, entre otros. Otro hito es que Arauco es la primera empresa forestal a nivel mundial en alcanzar la “carbono neutralidad”, esto es, lograr que los gases de efecto invernadero capturados superen a sus emisiones a nivel global.

Copec (energía)

Copec comercializa y distribuye combustibles y lubricantes a través de 678 estaciones de servicio repartidas por todo el territorio local. Además, ofrece servicios de carga eléctrica, energías renovables y soluciones de almacenamiento y eficiencia energética. Por otro lado, cuenta con 93 tiendas de conveniencia bajo la marca Pronto, y 328 Punto; 65 zonas de cambio de aceite LUB; 180 Lavamax; 14 plantas almacenadoras de combustible; una planta de lubricantes; y 8 centros de distribución de lubricantes.

Copec está presente en varios países del continente, como Colombia, Panamá, República Dominicana, Perú, entre otros, a través de la filial Terpel. Además, tiene presencia en Estados Unidos, a través de MAPCO.

Entre los principales hitos del último año, la compañía dio a conocer su declaración de propósito y publicó compromisos para abordar el desafío del cambio climático, con un plan de mediano y largo plazo que permitirá alcanzar la neutralidad de carbono antes de 2030. En esa línea, el esfuerzo se ha enfocado en diversificar el negocio potenciando el desarrollo de energías renovables y la creciente “electromovilidad”. Otro hito relevante fue la adjudicación de 10 de los 13 electro terminales licitados por el Ministerio de Transporte durante 2021.

Para cerrar, Copec es la segunda empresa que aporta mayor margen bruto al conglomerado, con un total de USD\$ 1.524 MM al cierre de 2021.

Abastible (energía)

Abastible comercializa gas licuado para uso doméstico, comercial e industrial, en formatos de cilindros y a granel, ofreciendo también soluciones energéticas integrales en las más diversas industrias, con tecnología de punta, fomentando la eficiencia energética y el cuidado del medioambiente. Entre ellas destacan generación de energía eléctrica, mediante equipos accionados por motores de combustión; medición y verificación de ahorros y emisiones, una herramienta de trazabilidad del impacto energético y ambiental de proyectos de eficiencia energética validada por medio de certificados que utilizan la tecnología Blockchain; optimización central térmica de vapor, un servicio integral que busca conjugar la producción de vapor y su demanda para hacer más eficiente el consumo de combustible; suministro de energía eléctrica 100% renovable directamente a clientes libres; sistemas de cogeneración que permiten la generación simultánea de energía eléctrica y calor útil a partir de un único proceso de consumo de combustible y sistemas de trigeneración que son capaces de producir adicionalmente frío; suministro de energía eléctrica a partir de una instalación solar fotovoltaica; generación de frío o calor por medio de bombas de calor; centrales térmicas ultra eficientes para generar agua caliente sanitaria y de calefacción en tiempo real, y Autogas, área de negocio enfocada a la conversión de vehículos a gas licuado y comercialización de gas licuado vehicular para taxis y flotas de empresas, a través de las estaciones de servicio

Durante 2021, Abastible aportó, como margen bruto, un total de USD\$365 MM al conglomerado.

Orizon (pesquero)

En el área de negocios del sector pesquero, Orizon elabora y comercializa alimentos para el consumo masivo, como pescados y mariscos congelados y en conserva, y aquellos de aplicación industrial, como harina y aceite de pescado.

A nivel nacional, Orizon representa el 11,0% de la producción de harina de pescado y el 8,0% de la de aceite. En tanto, a nivel internacional, la compañía alcanza el 0,7% y 1,0% de la producción mundial de harina y aceite de pescado, respectivamente.

Igemar (pesquero)

Esta subsidiaria de Empresas Copec se enmarca en el negocio pesquero, la cual participa en las propiedades de Corpesca y Orizon, sociedades que operan en la zona norte y centro-sur del país, elaborando harina y aceite de pescado, conservas y congelados.

Igemar aportó al margen bruto del 2021 la suma de USD\$ 93 millones

Terpel (energía)

Terpel comercializa y distribuye combustibles líquidos y lubricantes en Colombia, Perú, Panamá, Ecuador y República Dominicana, y gas natural vehicular en los dos primeros países. En Colombia, Panamá, Perú y República Dominicana es un actor relevante en la operación y comercialización de combustible de aviación. La compañía comercializa combustibles líquidos bajo la marca Terpel; en lubricantes lo hace con Mobil y Terpel; en gas natural vehicular utiliza Gazel; sus cargadores eléctricos operan bajo la marca Voltex, y sus tiendas de conveniencia tienen las marcas Altoque, Alto, Va&Ven y Yünta

Entre los principales hitos del último año, Terpel inauguró la primera estación de servicio para suministro de gas licuado en Colombia; instaló la primera planta de autogeneración solar en la estación de servicio La Vallenata, permitiéndole generar aproximadamente el 50% de su consumo, e inauguró en Panamá la primera red de electrolineras de carga rápida

Mapco (energía)

Mapco cuenta con 331 estaciones de servicio ubicadas en el sureste de Estados Unidos, específicamente en los estados de Alabama, Arkansas, Georgia, Kentucky, Mississippi, Tennessee y Virginia, a través de las cuales comercializa combustibles líquidos. Todas ellas operan bajo el formato de autoservicio y cuentan con una tienda de conveniencia asociada. Adicionalmente, la compañía distribuye combustibles a 99 estaciones de servicio que son propiedad de terceros, con quienes mantiene acuerdos de suministro.

Entre los principales hitos del año, la compañía adquirió tres propiedades para el desarrollo de nuevas estaciones de servicio, inauguró una estación en Alabama y otra en Tennessee, e inició la construcción de otras seis, las que comenzarán a operar durante 2022

Sonacol (energía)

Sonacol transporta gasolina, kerosene doméstico y de aviación, petróleo diésel y gas licuado mediante una red de oleoductos que se ubican en las regiones de Valparaíso, O'Higgins y Metropolitana, con una extensión que alcanza los 466 kilómetros.

Se destaca 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. Sus principales clientes son Enap Refinerías, Copec, Esmax, Enex, YPF, Gasmar, Abastible, Gasco y Trading de Gas

GoldenOmega (pesquero)

GoldenOmega elabora concentrados de ácidos grasos Omega 3 de alta calidad, con hasta 75% de EPA + DHA, derivados del aceite crudo de pescado. En la ciudad de Arica, la compañía cuenta con un complejo industrial, ubicado de manera estratégica muy cerca de la fuente de materia prima, garantizando así su calidad y trazabilidad. Estas instalaciones productivas de última generación aumentaron su capacidad en 400 toneladas respecto del año anterior, alcanzando un máximo de 2.400 toneladas anuales de producto terminado, gracias a la ampliación de la Fase 2 de la planta productiva y algunas otras mejoras que deberían concluir en el primer trimestre de 2022.

Durante 2021, las ventas alcanzaron 1.869 toneladas, lo que representa un aumento de 14,5% respecto del año anterior, y estuvieron destinadas principalmente a Estados Unidos, Europa y Corea del Sur.

Inmobiliaria Las Salinas (otros – inmobiliario)

Esta empresa, participe del rubro inmobiliario, está llevando a cabo un proyecto de desarrollo urbano en un terreno de 16 hectáreas ubicado en el borde costero de Viña del Mar, donde antiguamente se emplazaba una planta de almacenamiento y distribución de combustibles de Copec y otras compañías. Entre 2008 y 2013, la compañía realizó el retiro de las instalaciones e inició el saneamiento del primer metro de suelo, lo que permitió que el terreno quedara apto para el uso de parques y jardines. Actualmente, la empresa contempla ejecutar el saneamiento definitivo, de manera de desarrollar la propuesta urbana que dará vida a un barrio integrado con la ciudad y su comunidad. Para ello, se hará uso de la técnica de biorremediación, la cual consiste en acelerar el proceso de remediación natural de los microorganismos presentes en el terreno.

Corpesca (pesquero)

Elabora y comercializa harina y aceite de pescado en tres plantas procesadoras, ubicadas en Arica, Iquique y Mejillones, con una capacidad productiva que alcanza las 400 toneladas de materia prima por hora. Son abastecidas exclusivamente con especies pelágicas (anchovetas, jurel y caballa), las que son capturadas con flota propia y a través de pescadores artesanales locales. En Puerto Montt cuenta con un terminal de almacenamiento y distribución de aceite y harina de pescado, especialmente establecido para abastecer a los fabricantes de alimento para salmones y truchas. Corpesca contribuye en la producción de harina y aceite en la Zona Norte con el 82%, y el 26% y 6% de Chile. Por su parte, a nivel internacional contribuye con la producción alrededor del 2% de la producción mundial de harina y aceite.

Alxar Minería (otros – minería)

Gestiona y desarrolla proyectos de exploración y explotación minera en Chile y Perú. A nivel nacional, la compañía posee el proyecto cuprífero Sierra Norte, localizado en la

comuna de Diego de Almagro, para el cual se encuentra evaluando distintas alternativas de desarrollo. En Perú, en tanto, la sociedad relacionada Alxar Internacional participa con el 40% de la empresa Marcobre, propietaria de Mina Justa, siendo la compañía peruana Minsur propietaria del 60% restante. Esta operación consiste en un yacimiento de cobre a tajo abierto, que se ubica en el departamento de Ica, en la provincia de Nasca, que cuenta con más de 400 millones de toneladas de recursos. Mina Justa comenzó sus operaciones el primer semestre del año, logrando una producción anual de 85.000 toneladas de cobre fino.

Norgas (energía)

Comercializa gas licuado para uso residencial e industrial en 1.045 municipios de los 1.122 de Colombia. Adicionalmente, participa en el desarrollo de soluciones energéticas, fabrica y comercializa cilindros y tanques de almacenamiento, por medio de la empresa Cinsa, transporta gas licuado envasado y a granel en camiones mediante la sociedad Cotranscol.

Duragas (energía)

Comercializa gas licuado para uso residencial, industrial y vehicular en 18 de las 24 provincias de Ecuador. Cuenta con 4 plantas de almacenamiento y envasado, ubicadas en las provincias de Manabí, El Oro, Santo Domingo y Pichincha, las que totalizan 11 tanques con capacidad para almacenar 449 toneladas y una capacidad nominal de envasado de 5.100 cilindros por hora.

Solgas (energía)

Comercializa gas licuado para uso residencial, industrial y automotor en Perú, en los departamentos de Amazonas, Ancash, Apurímac, Arequipa, Ayacucho, Cajamarca y Lima entre otras. Cuenta con una planta de almacenamiento ubicada en Ventanilla, con capacidad para almacenar 16,6 mil toneladas, y cuenta con ocho plantas de envasado en varios departamentos con una capacidad total para procesar 1,5 mil toneladas al

día, 4,2 millones de cilindros, 7.281 tanques, 11 oficinas de venta, seis centros de distribución y una red de 469 distribuidores.

Anexo – Situación de mercado actual por rubro Empresas Copec

Situación de mercado - Sector Forestal y Celulosa

Los problemas logísticos experimentados a finales del 2021 e inicio del 2022 han disminuido, aunque siguen siendo un desafío importante. A pesar de lo anterior, los inventarios en la cadena logística no caen en forma notoria o en una magnitud que impacte a los mercados. Por otro lado, hay falta de oferta de fibra corta asociada a una cadena logística más larga, y pérdida de producción explicada por el atraso de la partida de nuevas líneas, entre las que se encuentra MAPA, y la prohibición de utilizar materias primas provenientes de Rusia en las plantas de celulosa en Finlandia, lo que impactó la producción de fibra corta al limitar el acceso a Birch (árbol que viene desde Rusia). Estas plantas deberán cambiar en torno al 70% de su capacidad a producción de fibra larga, una vez que consuman todo el inventario de Birch.

El mercado chino se vio afectado por nuevas restricciones de movilidad debido a brotes de Covid-19, lo que generó medidas por parte de las autoridades, entre las que se encuentran confinamientos en ciudades y zonas portuarias, cierre de fábricas, cuarentenas obligatorias por ciudades o zonas dentro de las ciudades, o exámenes PCR y de antígeno varias veces por semana para toda la población en zonas con brote. Lo anterior generó una caída en la actividad, expectativas y ánimos de la población. A pesar de ello, los precios de celulosa de fibra corta y larga subieron en forma importante, principalmente asociados a una oferta restringida por los motivos explicados anteriormente. Estas alzas fueron de aproximadamente 14% en fibra larga y 24% en fibra corta. El impacto sobre los márgenes de los productores papeleros se verá en los próximos meses, cuando la celulosa a estos nuevos precios llegue a los mercados, pero será necesaria una mayor actividad económica para poder traspasar el alza en costos a precios.

A diferencia de China, en Europa hay un alto nivel de actividad, a lo que se suma el impacto de la huelga de UPM en Finlandia sobre la oferta de celulosa y papeles. Esto ha generado una demanda muy fuerte en prácticamente todos los tipos de papeles. El resultado de lo anterior fue mayores precios de papeles, logrando traspasar los mayores costos de celulosa, químicos y energía a los productos finales. Los productores de papeles tienen órdenes por varios meses, y debido a las alzas de precios se encuentran con buenos márgenes. La alta inflación y las perspectivas económicas en general generan incertidumbre en las proyecciones futuras. El mercado de pulpa textil estuvo estable, aun cuando los precios subieron en torno a 20%. Esto se debe principalmente a restricciones de oferta, a pesar de una demanda estable.

Situación de mercado - Madera aserrada y remanufactura

Para Madera aserrada, se mantuvo una sólida demanda en los mercados durante gran parte del segundo trimestre de este año, lo que permitió mantener buenos niveles de precios. Para los meses que vienen, se podría generar inestabilidad en los mercados, afectados por una menor actividad en China, la guerra en Europa, y un escenario de alta inflación y mayores tasas de interés.

En Remanufactura, se mantuvieron los buenos resultados en Estados Unidos, viéndose el sector del retail aún fuerte, e índices de construcción y reparación y remodelación de viviendas que se mantuvieron en buenos niveles. El escenario inflacionario, tasas de interés más altas y mayor oferta desde Asia y América Latina podrían afectar los resultados en los últimos meses del año. Plywood Durante el segundo trimestre del año continuó una buena demanda, en especial en Estados Unidos, Europa y Oceanía. Los precios se mantuvieron estables, debido a una sólida demanda y al efecto de oferta perdida desde Rusia y Bielorrusia, quienes abastecen regularmente a Europa y Estados Unidos. Se espera mayor incertidumbre en la segunda mitad del año, generada por una caída en la economía europea y sobreoferta en Estados Unidos y Sudamérica.

Situación de mercado - Paneles (MDF, PB, Melaminas)

En el segundo trimestre, volúmenes y precios, si bien continuaron en buenos niveles, se vieron afectados por el aumento de exportaciones desde Brasil al resto de la región. Para los meses que vienen se proyecta que continúe esta mayor oferta, a lo que se suma el impacto de un escenario en Sudamérica de alta inflación, mayores tasas de interés, devaluación de las monedas con respecto al dólar e incertidumbre política en algunos países. Norteamérica ha seguido firme en sus consumos de Paneles.

Situación de mercado – Sector Combustible

Las ventas físicas de Copec en Chile subieron con respecto al ejercicio anterior. Los volúmenes de combustibles líquidos asociados a estaciones de servicio aumentaron 16,8%, y los del canal industrial lo hicieron 11,2%. Por su parte, en Terpel, las ventas físicas de combustibles líquidos subieron 22,9% en términos consolidados, explicados por alzas de 25,5% en Colombia; 11,8% en Panamá; 10,8% en Ecuador; 30,0% en República Dominicana, y 75,8% en Perú. Mapco, por su lado, registró una caída en volúmenes de 9,4%. A abril de 2022 (último dato disponible), los despachos de combustibles líquidos del mercado chileno alcanzaron los 6,4 millones de m³. Las ventas físicas de gas licuado de Abastible, por su parte, crecieron 5,8%, 2,0% y 1,4% en Ecuador, Chile y Colombia, respectivamente. En tanto, se reportó una caída de 3,0% en los volúmenes vendidos en Perú.

Situación de mercado – Sector Pesquero

Al cierre de junio de 2022, el desembarque total de la industria pesquera en la zona centro sur del país alcanzó las 798 mil toneladas. Esta cifra representa una disminución de 11% comparado con igual período del año anterior, producto de una caída de 26% en desembarques artesanales. Los volúmenes de captura de jurel industrial disminuyeron producto de las condiciones climáticas. A junio de 2022, la producción de harina de pescado de Perú, Chile y Europa (que representan

aproximadamente el 45% de la producción mundial) alcanzó 1.080 mil toneladas, lo que significa una disminución respecto de las 1.196 mil toneladas del mismo período anterior. Esta variación se explica principalmente por menor producción en Perú y Chile, compensado, en parte, por un aumento en Europa. Respecto a la demanda, el mercado chino, el principal importador de harinas de pescado del mundo, compró un total de 241 mil toneladas durante el primer semestre del año 2022, una caída de 7% con respecto a el mismo período del año pasado. En tanto, los precios promediaron US\$ 1.786 por tonelada, en base al mix de calidad de Orizon, lo que representa un aumento de 13% respecto al primer trimestre de 2021.