

Departamento de Estudios
COPEC S.A.I.C
Sector Industrial
27 de Mayo del 2003

Daniella Romagnoli Razmilic

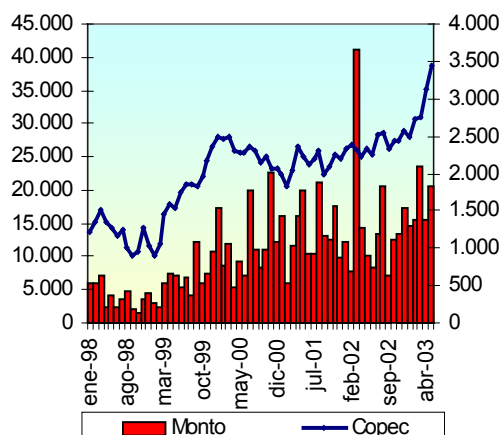
E-mail: dromagn@bci.cl

Fono: 6928961

Recomendación corto plazo : **Comprar**
 Utilidad por acción 2002 : \$212,6
 P/U : 15,8 veces

Recomendación largo plazo : **Comprar**
 Utilidad por acción 2003 (e) : \$303
 P/U(e) : 11,09 veces
 Precio Objetivo : **\$3.980**
 Precio Actual : **\$3.360**

Evolución Precio de Cierre de Copec v/s Monto Transado Mensual (MM\$)



Precios últimas 52 semanas

Mayor	Menor	Actual
3.490	2.195	3.360

Rentabilidad

2002	2003	Abril 2002	Mayo 2003
20,20%	32,26%	13,25%	9,37%

1. COMENTARIOS

Copec S.A. posee una muy buena situación financiera, con un bajo nivel de endeudamiento. Es la empresa con mayor capitalización bursátil del mercado chileno, con alrededor de US\$5.546 millones a diciembre de 2002, y sus acciones presentan una buena liquidez, con una alta presencia bursátil (100%). Además, sus negocios están diversificados en distintas áreas y mantiene una eficiente estructura de costos en el área forestal. Es líder en participación de mercado en las áreas en que participa.

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Copec S.A. es la empresa líder en distribución de combustibles de Chile, con un 48,3% de participación de mercado a diciembre del 2002. Cuenta con inversiones en diversos sectores de la economía, entre los cuales se encuentran: Abastecedora de Combustibles S.A. (Abastible), que se dedica a la distribución de gas licuado; ABC Comercial Ltda, dedicada a la venta de artefactos para el hogar; Celulosa Arauco y Constitución (Celco), que en conjunto con sus filiales, constituyen el mayor complejo forestal del país y Pesquera Iquique-Guanaye S.A. que es una de las principales empresas pesqueras del país.

3. ACTIVIDADES Y NEGOCIOS

Las principales áreas de negocios de la compañía son:

Forestal (35% de los ingresos): La mayor parte de los activos de Copec está concentrada en el Complejo Arauco (76,6%), a través de las diversas empresas que lo conforman. Las actividades de Arauco están divididas en cinco áreas de negocios, para así aprovechar las economías de escala y sinergias que se producen en los distintos segmentos en que participa, existiendo una empresa para cada área encargada de fomentar y desarrollar el negocio de manera independiente. Ellas son: Celulosa Arauco y Constitución concentradas en el área de celulosa, Forestal Arauco en el área forestal, Aserraderos Arauco en madera aserrada y productos elaborados, Paneles Arauco en la producción y comercialización de tableros y Alto Paraná encargada del negocio en Argentina. Debido a la extensión y ubicación de su gran patrimonio de plantaciones forestales (600 mil hectáreas), Arauco exhibe grandes ventajas comparativas en la industria de celulosa y derivados de la madera.

En Chile, la actividad forestal de Celco se concentra principalmente en plantaciones de pino radiata. En Argentina, el patrimonio forestal se remite a plantaciones de pino, que se destinan tanto a la comercialización de madera como a elaboración de celulosa. Celco es el mayor productor de celulosa de fibra larga de América Latina y el mayor exportador chileno de productos forestales.

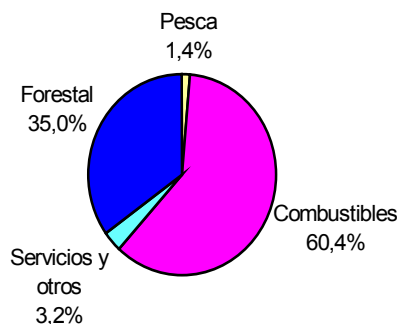
Arauco cuenta con tres plantas de celulosa: Constitución y Licancel, en Chile; y Alto Paraná en Argentina. En conjunto, se ha logrado una capacidad de producción de 1,45 millones de toneladas al año. Además, es propietaria de 12 aserraderos, una planta de terciados y dos plantas elaboradoras de madera, que surgieron de un proceso de diversificación hacia productos forestales con mayor valor agregado.

La situación financiera de Celulosa Arauco posee una alta variabilidad en los ingresos de explotación y resultados consolidados, debido a la influencia del negocio de la celulosa que está sujeta a fuertes fluctuaciones de precios.

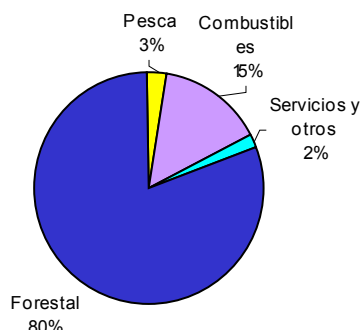
Combustibles (60,4% de los ingresos): La compañía participa en la distribución de combustibles y lubricantes por medio de dos canales: estaciones de servicio y ventas directas al sector industrial. Además, se ha implementando la estrategia de promocionar el área de retail con nuevos Minicentros y Pronto, que generan un mayor valor agregado.

La información proporcionada es de carácter referencial y basada en antecedentes conocidos hasta la fecha de la publicación. Bci Corredor de Bolsa S.A. no se hace responsable de las decisiones de inversión en base a las proyecciones presentadas.

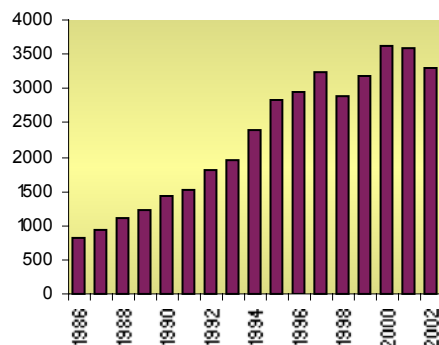
Ventas Consolidadas por Sector (Diciembre 2002)



Activos Consolidados por Sector (Diciembre 2002)



Ventas Totales (MMUS\$) (periodo 1986-2002)



A través del canal industrial, Copec suministra combustibles a diversos sectores productivos, tales como: el forestal, construcción, naviero, pesquero, minero y transporte. Sus principales competidores son Shell Chile, Esso, Repsol-YPF y Texaco, y su principal proveedor es la Empresa Nacional de Petróleo, Enap. Adicionalmente, la compañía abastece sus plantas en forma directa mediante importaciones. Copec participa en el negocio de los lubricantes mediante la distribución exclusiva de la marca Mobil.

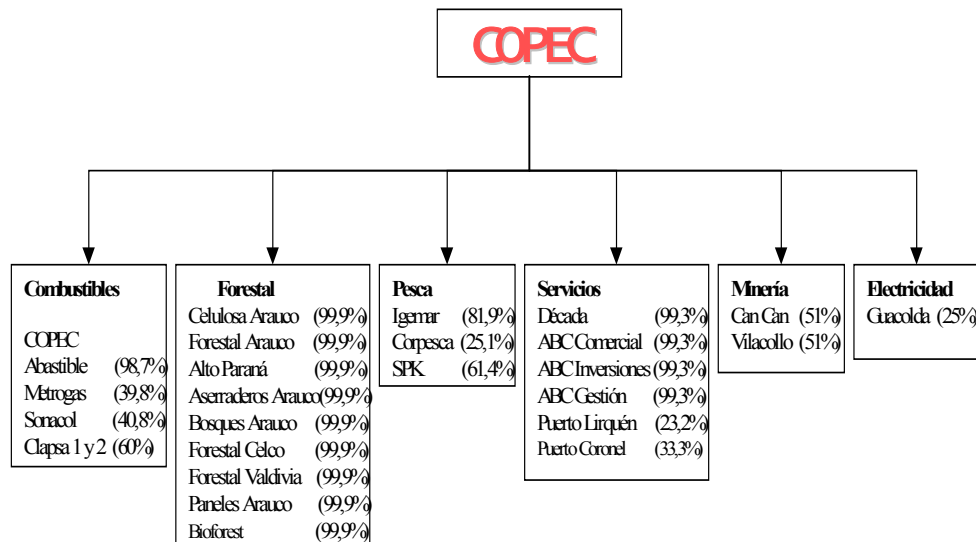
También está presente –con un 33,6% del mercado– en la distribución de gas licuado, a través de su filial Abastible S.A., la que opera entre las regiones III y XI. La entrada del gas natural, que disminuyó la demanda por gas licuado en la Región Metropolitana, se compensa en parte por la participación de la sociedad en Metrogas (39,8% de la propiedad).

Pesquera (1,4% de los ingresos): Participa en esta industria a través de su filial Pesquera Iquique-Guanaye S.A. (IGEMAR), principal exportadora de la industria pesquera nacional y una de las más importantes a nivel mundial. Sus operaciones se concentran en la pesca, la que es procesada y convertida básicamente en harina y aceite de pescado, y la elaboración de conservas o congelado para consumo humano. IGEMAR realiza sus operaciones en la zona norte (Iquique) a través de el Consorcio Pesquero del Norte S.A. (Corpesca), organización creada en conjunto con las pesqueras Eperva y Coloso; y en la zona sur opera en Talcahuano y Coronel. La compañía, cuenta con una amplia flota pesquera, plantas reductoras de harina de pescado, una planta para fabricación de conservas y aviones para prospección pesquera.

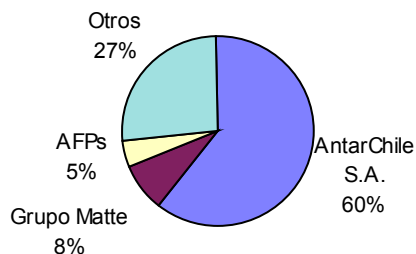
Servicios y Electricidad (3,2% de los ingresos): La compañía participa en la venta de todo tipo de artefactos del hogar a través de su filial ABC Comercial Ltda. Esta empresa cuenta con 65 locales en Chile y ofrece a sus clientes tarjetas de crédito para cancelar sus compras y el servicio de consultas y compras por Internet.

También participa en el negocio portuario a través de Puerto Coronel S.A. y Puerto de Lirquén S.A. La primera tiene por objeto el estudio, evaluación, diseño, construcción y desarrollo del puerto, su operación y la explotación de instalaciones, en el puerto ubicado en la bahía de Coronel, VIII Región. La segunda, actúa como operador en la movilización portuaria y en la estiba y desestiba de naves en el recinto portuario en Lirquén, el puerto con las mayores profundidades de agua y la más extensa superficie de bodegas y patios.

Por otra parte, después de la venta de la totalidad de las acciones de las distribuidoras Saesa y Frontel en agosto del 2001, Copec sólo participa en el negocio de generación eléctrica a través de su filial coligada Empresa Eléctrica Guacolda, la cual posee una central termoeléctrica en la III Región.



Estructura de Propiedad (marzo 2003)



Resumen Financiero

Número de Acciones: 1.299.853.848

Relación Bolsa/Libro : 1,48 veces

Política de Dividendos: 40%

Patrimonio Bursátil : MM\$4.368.000

Monto Transado Prom. Diario : MM\$1.013

Presencia Bursátil : 100%

Dividend Yield (2002) : 2,6%

Clasificación de Riesgo :

Feller-Rate :

Solvencia : AA

Acciones : 1ª Clase Nivel 1

4. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Copec es controlada por el Grupo Angelini, el cual posee un 60,1% de la propiedad accionaria a través de AntarChile.

Respecto a los otros accionistas, la propiedad se encuentra atomizada con participaciones individuales que no alcanzan el 2,3%.

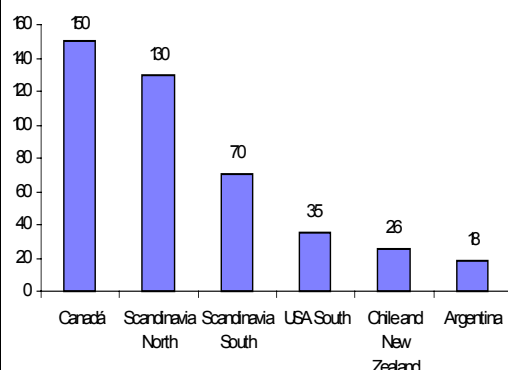
Principales Accionistas a marzo 2003

Nombre	Nº Acciones	Participación
AntarChile S.A.	781.342.148	60,11%
Forestal y Pesquera Callaqui S.A.	29.766.653	2,29%
A.F.P. Provida Fdo. De Pensiones	26.776.989	2,06%
Viecal S.A.	21.967.530	1,69%
Forestal y Pesquera Copahue Ltda.	18.717.895	1,44%
Minera Valparaíso S.A.	17.937.983	1,38%
Inversiones Huidad S.A.	16.898.100	1,30%
A.F.P. Cuprum Fdo. De Pensiones	13.648.465	1,05%
A.F.P. Habitat Fdo. De Pensiones	12.738.568	0,98%
A.F.P. Santa María Fdo. De pensiones	11.048.758	0,85%
Sub Total	950.843.090	73,15%
Total Acciones Emitidas	1.299.853.848	

5. HECHOS RELEVANTES

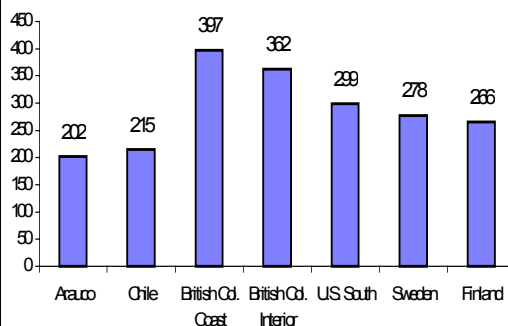
- **Construcción de Proyecto Itata.** En junio del 2002, la Corte Suprema autorizó la construcción del Proyecto Itata. El complejo tendrá una capacidad instalada de producción de 1,2 millones de m3 anuales de trozas, 400.000 m3 anuales de madera aserrada y 600.000 toneladas anuales de celulosa blanqueada. Esta planta comenzó la construcción de su primera etapa a fines de mayo de 2003 y pretende estar operativa a fines del 2004.
- **Inicio de obras en Planta Valdivia.** Durante agosto de 2002, comenzó la construcción de la planta de celulosa Valdivia, la cual tendrá una capacidad de producción de 600.000 tons. al año. Con una inversión cercana a los US\$1.200 millones, este proyecto estará listo durante el primer trimestre del año 2004.
- **Trabajos en Choquelimpie.** En agosto del año pasado se dio inicio a los trabajos del yacimiento de oro Choquelimpie, perteneciente a la Minera Can-Can, filial de Copec. Se espera que entre en operaciones el 2004, con ventas estimadas de US\$35 millones anuales.
- **Inauguración plantas de MDF.** En octubre de 2002, se inauguró la nueva planta de MDF en Yungay, la cual requirió una inversión de US\$75 millones y tiene una capacidad de producción anual de 250.000 tableros. Además, comenzó a operar la planta de MDF en Argentina, ubicada en Misiones, la cual posee características similares a la nueva planta chilena.
- **Aprobación nuevo marco legal pesquero.** Se aprobó la nueva "ley corta de pesca", la cual refuerza el marco regulatorio del sector, otorgando mayor estabilidad y estimulando la inversión y la productividad.
- **Compra de terrenos en Argentina.** A fines del 2002 se concretó la compra de 60.000 hectáreas pertenecientes a Pérez Companc, ubicadas en Misiones, Argentina. Esta inversión fue de US\$40 millones.
- **Reorganización área de combustibles y lubricantes.** En abril del 2003, Copec realizó una reestructuración de sus negocios, creando una nueva filial que contempla todos los activos y operaciones del sector combustibles y servicios que hoy realiza en forma directa, con el objeto de optimizar su participación en este sector.

Cuadro Comparativo
Años de Maduración de los Bosques



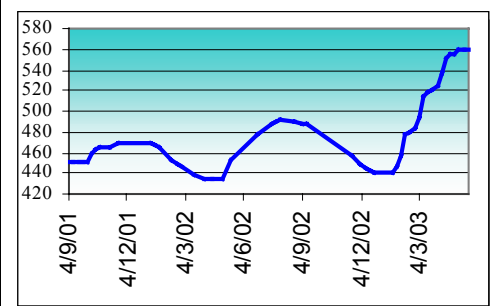
*Fuente: Copec

Cuadro Comparativo
Costo de Producción de Celulosa
(US\$ por tonelada métrica)



*Fuente: Copec

Evolución Precio Celulosa
(NBSK)



6. ÚLTIMOS RESULTADOS

Resultados al Primer Trimestre 2003: Copec registró una utilidad de \$97.446 millones, un 164% superior al del mismo periodo del año pasado, donde alcanzó una utilidad de \$36.872 millones. Este mayor resultado se explica, principalmente, por un mayor resultado operacional y no operacional. El resultado operacional del período actual ascendió a \$106.200 millones, cifra superior a la utilidad operacional del período anterior, que alcanzó a \$73.565 millones. Este aumento de un 44,4% se explica por un mayor margen de explotación por mejores niveles del precio de la celulosa. Con respecto al resultado no operacional, éste registró una utilidad de \$6.514 millones, que se compara favorablemente con la pérdida de \$32.170 millones del mismo período del año anterior. Este aumento se basa fundamentalmente en un mayor resultado por diferencia de cambio proveniente, principalmente, de las filiales del sector forestal, originada por la recuperación que ha mostrado en este período el peso argentino en relación al dólar, además de una variación positiva del euro respecto al dólar registrada durante el primer trimestre 2003.

ITEMS MM\$	2001	2002	% Var.	Mar-02	Mar-03	% Var.
Ingresos de Explotación	2.412.319	2.440.512	1,17%	549.856	718.470	30,7%
Costos de Explotación	-1.862.038	-1.799.264	3,48%	-414.263	-541.197	-30,6%
Resultado Operacional	282.481	361.435	27,9%	73.565	106.200	44,4%
Resultado no Operacional	92.107	-60.673	-166%	-32.170	6.514	120,2%
RESULTADO NETO	379.669	276.381	-37,4%	36.872	97.446	164,3%

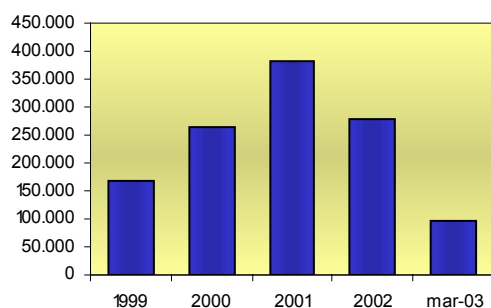
(Estados Financieros Consolidados)

7. FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS.

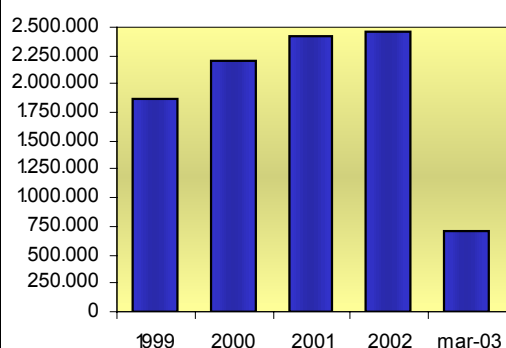
Fortalezas y Oportunidades

- **Copec es una de las principales empresas a nivel nacional.** Sus ventas equivalen a un 4,9% del PIB, y participa en importantes sectores industriales: forestal, pesquero y combustibles, principalmente, contando con relevantes participaciones de mercado en estos sectores.
- **Diversificación de sus negocios.** Copec tiene diversificados sus negocios en los sectores de combustibles, forestal, pesquero y otros, lo que permite disminuir en parte el riesgo de cada industria, y del negocio.
- **Bajos costos de producción.** Su filial Celco es uno de los productores de menor costo a nivel mundial, como resultado de los bajos costos de la madera, laborales y de energía. En cuanto a la madera, la ventaja competitiva proviene del tiempo de maduración de los bosques chilenos, entre 16-18 años para madera pulpaable y 26 años para madera aserrable, en el caso del pino. A su vez, Celco cuenta con un importante patrimonio forestal en Chile y Argentina.
- **Sector combustibles posee ingresos estables y demanda inelástica.** La distribución de combustibles, sector donde Copec tiene una significativa participación de mercado, genera ingresos bastante estables, debido, por una parte, a que las variaciones del precio internacional de los combustibles son traspasados a los clientes, por lo que el margen de la compañía no se ve mayormente alterado y, por otra, a que la demanda es bastante inelástica al precio.
- **Grupo Angelini.** El grupo Angelini, controlador de Copec, es uno de los grupos económicos más sólidos y diversificados de Sudamérica, y se caracteriza por ser financieramente conservador; respaldo importante para el acceso a mercados financieros, desarrollo de oportunidades de negocios y diversificación de riesgos.

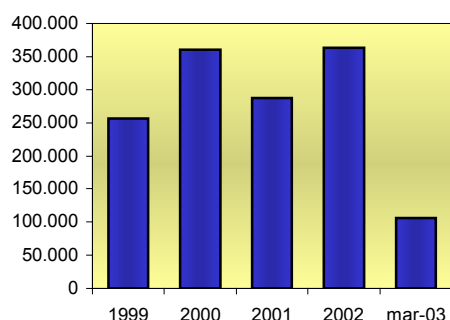
Evolución Utilidad MM\$



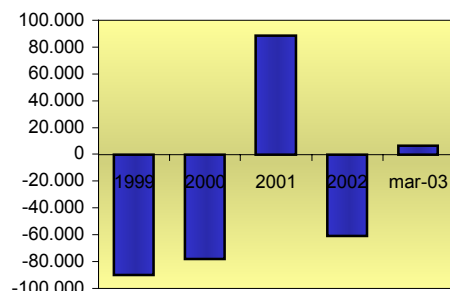
Evolución Ventas MM\$



Evolución R. Operacional MM\$



Evolución R. No Operacional MM\$



Debilidades y Amenazas

- **Copec es especialmente afectado por los ciclos de precios internacionales de dichos productos.** Como productor de celulosa y harina de pescado a través de sus filiales, sus ingresos de explotación se ven alterados según los precios internacionales de dichos commodities. Además, la producción de celulosa es uno de los negocios de mayor margen operacional con que cuenta Copec. Este efecto se ve parcialmente atenuado por la mayor estabilidad de los ingresos asociados a su participación en el sector combustibles.
- **Aumento de la competencia.** Copec enfrenta una industria muy competitiva en el negocio de combustibles líquidos y gas licuado, los cuales pueden alterar sus márgenes y participación de mercado. Cabe señalar que a partir del año 2000, Copec ha disminuido levemente su participación de mercado producto de la entrada de nuevos competidores a la industria, lo que ha provocado guerra de precios y, por ende, una disminución en los márgenes operacionales.
- **Fluctuaciones del tipo de cambio.** Por ser las actividades forestal y pesquera netamente exportadoras, los resultados de la empresa están muy expuestos a la fluctuación del tipo de cambio peso/dólar. Cabe señalar que la deuda de Copec, principalmente se encuentra en dólares, por lo que se encuentra cubierto ante variaciones del tipo de cambio. Cabe señalar que durante el primer trimestre de este año, el euro ha ido apreciándose.
- **Riesgos fitosanitarios y de incendios.** Estos riesgos pueden afectar significativamente los resultados del sector, pese a la existencia de seguros comprometidos. Cabe señalar, que en estos momentos existen grandes probabilidades de incendios, provocados por conflictos con el pueblo indígena.
- **Medio Ambiente.** En Chile, se está volviendo relevante el riesgo de incremento de costos y la demora en la aprobación de proyectos debido a consideraciones ambientales, lo que ha retrasado los planes de expansión de Celulosa Arauco y Constitución.
- **Operaciones forestales en Argentina.** Arauco opera en Argentina a través de la filial Alto Paraná. Esto implica un riesgo para la compañía en términos comerciales y de generación y transferencia de flujos, dadas las medidas restrictivas que ha adoptado dicho país para frenar su crisis económica.

8. PROYECCIONES

Supuestos:

Al desarrollar el modelo de valorización, hemos establecido algunos supuestos. Los más relevantes son:

- Crecimiento demanda combustibles: 5%
- Precio celulosa a partir del año 2004: US\$500 por tonelada métrica. Para el 2003, US\$450 por tonelada métrica.
- Crecimiento demanda celulosa: 5%
- Para los otros productos forestales se consideró aproximadamente 3% promedio de crecimiento.
- Plan de Inversión: se consideran los proyectos Valdivia e Itata.

El Beta que se ha utilizado es el correspondiente al calculado por el IPSA, que equivale a 1,2 veces.

Balance Consolidado MM\$ a Marzo-03

	mar-02	mar-03
Activos Circulantes	1.206.978	1.131.188
Activos Fijos	3.110.982	2.882.518
Otros Activos	256.646	247.971
Total	4.337.468	4.498.816
Pasivos Circulantes	268.211	387.332
Pasivo a L. Plazo	1.374.042	1.178.748
Interés Minoritario	43.412	38.556
Patrimonio	2.651.803	2.894.180
Total	4.337.468	4.498.816

Indicadores Financieros (Marzo 2003)

D/P	:	54,69%
D/A	:	35,18%
Razón Corriente	:	3,3 veces
Razón Ácida	:	2,3 veces
Endeudamiento C.P	:	21,8 veces
Endeudamiento L.P	:	78,3 veces
Margen Operacional	:	14,8%
Margen Neto	:	13,6%
Rentab. sobre Activos	:	2,06%
Rentab. sobre Patrimonio:	:	3,23%

Utilidad por Acción

2002	2003(E)	mar-02	mar-03
\$212,6	\$303	\$28,4	\$75

Valorización :

A continuación se muestran nuestras proyecciones de la compañía:

	2000	2001	2002	2003E	2004E	2005E	2006E	2007E
Ingresos de Explotación	2.208.033	2.421.687	2.452.714	2.663.680	2.918.666	3.105.242	3.304.723	3.494.867
Costos de Explotación	-1.625.235	-1.867.143	-1.808.261	-1.856.483	-1.977.245	-2.076.004	-2.180.596	-2.288.952
Margen de Explotación	582.798	554.544	644.453	807.197	941.421	1.029.238	1.124.127	1.205.915
Gastos de Administración y Ventas	-222.694	-267.182	-281.212	-331.673	-378.016	-430.255	-467.558	-499.648
Resultado Operacional	360.104	287.362	363.241	475.524	563.406	598.983	656.569	706.266
Ingresos Financieros	13.411	21.565	18.525	18.212	20.033	22.037	24.240	26.664
Utilidad Inversión Empresas Relacionadas	11.704	10.712	19.251	17.803	18.237	18.699	19.193	19.719
Otros Ingresos Fuera de la Explotación	70.602	264.752	8.484	9.332	10.266	11.292	12.421	13.664
Pérdida Inversión Empresas Relacionadas	-3.476	-2.429	-69	-1.201	500	625	781	977
Amortización Menor Valor de Inversiones	-4.994	-3.346	-10.095	-9.590	-9.111	-8.655	-8.222	-7.811
Gastos Financieros	-81.598	-87.489	-85.756	-83.457	-80.973	-77.861	-68.524	-68.524
Otros Egresos Fuera de la Explotación	-59.308	-16.671	-20.118	-20.118	-20.118	-20.118	-20.118	-20.118
Corrección Monetaria	-24.344	14.157	10.257	15.080	15.080	15.080	15.080	15.080
Diferencias de Cambio	0	-112.571	-1.455	21.712	22.364	23.035	23.726	24.437
Resultado no Operacional	-78.003	88.680	-60.976	-32.226	-23.723	-15.867	-1.423	4.087
Utilidad Antes de Impuesto a la Renta	282.101	376.042	302.265	443.298	539.683	583.116	655.145	710.353
Impuesto a la Renta	-41.064	-22.292	-35.540	-61.770	-75.201	-81.253	-91.290	-98.982
Utilidad Consolidada	241.037	353.750	266.725	381.528	464.482	501.863	563.856	611.371
Interés Minoritario	-3.222	-3.785	-3.807	-3.997	-4.197	-4.407	-4.627	-4.859
Utilidad Líquida	237.815	349.965	262.918	377.530	460.285	497.456	559.228	606.512
Amortización Mayor Valor de Inversiones	28.068	31.179	14.844	16.328	17.961	19.757	21.733	23.906
Utilidad del Ejercicio	265.883	381.144	277.762	393.859	478.246	517.214	580.961	630.418
UPA	204,5	293,2	213,7	303,0	367,9	397,9	446,9	485,0

A través de nuestras proyecciones, podemos observar una mejoría en las utilidades a futuro, producto de un aumento en los márgenes operacionales. Esta tendencia se basa en la sensibilidad dentro de los ingresos de explotación del sector forestal, principalmente, la celulosa. Este producto posee una gran demanda potencial, por lo que se espera que se explote, aumentando así las ventas. Cabe recordar que Chile es uno de los países con menores costos de explotación de celulosa, por lo que Celulosa Arauco puede aprovechar economías de escala. Además, se espera un aumento en el precio internacional de este producto, pues se supone que ya llegó a su mínimo.

Sensibilización del precio de la acción ante distintas tasas de descuento:

Tasa de Descuento Activos	9,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,3%
Tasa de Descuento Patrimonio	12,0%	12,6%	13,2%	13,8%	14,4%
Valor presente activos (MM\$)	7.387.100	6.998.201	6.641.646	6.313.778	6.011.456
Activos prescindibles (MM\$)	125.445	125.445	125.445	125.445	125.445
Deuda Valor Presente (MM\$)*	1.590.811	1.590.811	1.590.811	1.590.811	1.590.811
Patrimonio Económico (MM\$)	5.921.734	5.532.835	5.176.280	4.848.412	4.546.090
Valor por Acción (\$)	4.556	4.257	3.982	3.730	3.497

* Incluido Interés Minoritario

9. CONCLUSIONES

El precio objetivo de la compañía es de **\$3.980** por acción, en comparación a los **\$3.360** actual de mercado, por lo que la rentabilidad esperada sería alrededor de un 18,45%. Por lo tanto, recomendamos **comprar** esta acción.

Nuestras recomendaciones consideran tanto la sólida posición financiera de la compañía, como sus proyectos de inversión y mejoras en el resultado operacional, producto de un precio de celulosa superior.