

INGENIERÍA COMERCIAL ADMINISTRACIÓN

Sección I **50 puntos**

Sección II **50 puntos**

Total **100 puntos**

Caso – Sección I y Sección II

Ambas secciones están basadas en el mismo caso.

CMPC

¿QUÉ ES CMPC?¹

Empresas CMPC S.A. y sus subsidiarias (en adelante “la Compañía”, “CMPC”, “Empresas CMPC” o “Grupo CMPC”) es una de las principales empresas forestales integradas de Latinoamérica, con participación en distintos segmentos de esta industria. Sus actividades productivas y comerciales se gestionan a través de negocios industriales y de consumo masivo. El negocio industrial se gestiona a través de 2 segmentos, Celulosa y Biopackaging (ej: envases y embalajes de papel y cartón); y el negocio de consumo masivo (tissue y cuidado personal) que se gestiona a través de la filial Softys S.A. que tiene su propia administración. La Compañía es responsable de la coordinación estratégica, financiera, gestión de riesgos y de relación con entidades externas, mientras que las funciones de soporte administrativo se gestionan en cada negocio.

La Compañía posee 622 mil hectáreas de plantaciones forestales (esto no incluye 72 mil hectáreas por plantar), principalmente de pino y eucalipto, de las cuales 427 mil hectáreas están localizadas en Chile, 139 mil hectáreas en Brasil y 56 mil hectáreas en Argentina. Adicionalmente, la Compañía mantiene contratos de usufructo, convenios y arriendos con terceros que comprenden 142 mil hectáreas de plantaciones distribuidas en Chile y Brasil.

CMPC tiene 54 plantas de fabricación distribuidas en Chile, Argentina, Perú, Uruguay, México, Colombia, Brasil, Ecuador y Estados Unidos, y vende principalmente sus productos en Chile, Asia, Europa y Brasil. A nivel agregado, al 30 de septiembre de 2025 los ingresos provienen en una proporción equivalente al 82% de exportaciones y de subsidiarias del exterior (84% al 30 de

¹ Fuente: Empresas CMPC. (2025). Estados Financieros de Empresas CMPC al cierre del 30 de septiembre de 2025. Disponible en: <https://ir.cmpc.com/reportes-trimestrales?lang=es-CL>

septiembre de 2024) y un 18% se generan en Chile (16% al 30 de septiembre de 2024). La Compañía tiene subsidiarias y agencias comerciales en Estados Unidos, Europa, Asia, una fundación en Chile (Fundación CMPC) y un instituto en Brasil (Instituto CMPC) cuya misión es fortalecer la educación y la cultura de las comunidades donde CMPC tenga presencia. En el **Anexo 1** se presentan cifras financieras del Grupo CMPC.

CMPC REVELA SU PLAN²

El CEO Francisco Ruiz-Tagle explica que están analizando la venta de activos no estratégicos por alrededor de USD 1.500 millones. Se trata de activos forestales e inmobiliarios. La estrategia busca reducir el endeudamiento y mantener el grado de inversión de cara al inicio de su megaproyecto en Brasil: Natureza. “Estamos estudiando monetizar activos no estratégicos para financiar un proyecto que es muy estratégico”, afirma.

“Estamos pasando un minuto que nos desafía fuerte y que nos hace trabajar”. Con esa frase, el gerente general de CMPC, Francisco Ruiz-Tagle, resume el momento que vive la compañía.

Efectivamente, ha sido un año complejo para la firma, y la reacción del mercado así lo ha reflejado. Desde enero, el precio de las acciones de la compañía ha caído 16%, siendo la empresa con peor rendimiento del índice S&P IPSA. Además, su calificación de riesgo se ha deteriorado, luego que en julio la agencia Fitch Ratings cambiara a “negativa” su perspectiva.

Las dudas del mercado sobre su futuro se producen tras una temporada de resultados desafiantes: en el primer semestre de este año el EBITDA se contrajo 21% y la utilidad un 61%.

En entrevista con Señal DF, el gerente general de CMPC, explica que ha provocado el delicado momento financiero, que se torna aún más difícil: “La celulosa se encuentra desde hace varios meses transándose a precios históricamente bajos; estamos hablando de los menores precios en términos reales en los últimos 25 años, y este fenómeno se ha prolongado más de lo habitual”. Históricamente, para CMPC las temporadas de bajos precios en la celulosa eran compensadas por los buenos resultados de su filial Softys, que al dedicarse a los papeles tissue se beneficia de los menores costos de la materia prima. Sin embargo, el estratégico efecto contracíclico de la filial no se ha cumplido últimamente.

²Fuente: Noguera, F. (18 de Octubre de 2025). CMPC Revela su plan para enfrentar difícil momento financiero y el mega proyecto Natureza en Brasil. *Diario Financiero*. Disponible en: <https://www.cmpc.com/cmpc-revela-su-plan/>. Algunos párrafos fueron modificados para fines académicos.

“El negocio de tissue también ha enfrentado un periodo más complejo, principalmente en nuestros mercados más importantes. México está viviendo un periodo de estancamiento del consumo, con una demanda bastante deprimida, mientras que en Brasil estamos enfrentando una situación con sobreoferta y bajos precios, luego que dos grandes operadores de celulosa, como son los casos de Suzano y Bracell, integraron sus procesos de celulosa y fabricación de papel”, agrega.

Un proyecto clave

El entorno desafiante se da en un momento clave en la estrategia de CMPC. En 2024, la papelera anunció que estudiaba desarrollar el proyecto Natureza en el estado de Río Grande, en Brasil. Una iniciativa que representa la mayor inversión de una firma chilena en el extranjero (USD 4.500 millones).

“Estamos enfrentando un presente que es muy desafiante, pero a la vez tiene un futuro muy promisorio”, apunta Ruiz-Tagle, quien enfrenta el reto de financiar el megaproyecto en un periodo con un delicado balance.

El CEO es enfático en esta entrevista. Primero aclara que “tenemos un proyecto muy ganador, por lo que no estamos pensando en postergarlo” y, segundo, que la administración está enfocada en preparar “el balance de la compañía para abordar una inversión de ese tamaño”.

Los primeros pasos de la preparación de las finanzas se dieron recientemente, tras la emisión de un bono híbrido por USD 1.000 millones. La siguiente etapa se enfocará en refinanciar los US\$ 2.000 millones de deuda en dos años y en la “monetización de activos no estratégicos”.

La importancia de Natureza para CMPC es significativa. La fábrica tendrá capacidad para producir hasta 2,5 millones de toneladas anuales de celulosa, lo cual más que duplicaría su tamaño a bajos costos. “Estará en el top tres de las producciones más eficientes del mundo”, señala el CEO. “Estamos pasando un minuto que nos desafía fuerte”

¿Cuán preocupante es el deterioro del negocio?

Como empresa tenemos una posición expectante y positiva, porque en Brasil y en Chile tenemos condiciones muy favorables de costos de celulosa. Podemos resistir bien una crisis del sector y, además, tenemos proyectos que estamos optimizando para mejorar los costos. En cuanto al

empeoramiento de los resultados de CMPC, bueno, esta es una compañía que funciona a largo plazo. Estamos pasando un minuto que nos desafía fuerte y que nos hace trabajar, pero nuestra estrategia de duplicar el EBITDA al 2030 sigue, es concreta y clara.

Señaló que están preparados para sortear esta crisis de buena forma. Sin embargo, los ratios de endeudamiento están incumpliendo con su propia política interna.

Tenemos una política de endeudamiento (deuda financiera neta a EBITDA) que no debería superar las 3,5 veces, pero [...] actualmente estamos sobre la norma interna. Sin embargo, la compañía sigue cumpliendo con sus compromisos con los acreedores (covenants), que consiste en mantener un ratio de deuda financiera neta sobre patrimonio menor o igual a 1. CMPC siempre ha manejado sus finanzas en forma muy conservadora y venimos trabajando activamente en cuidarlas.

La acción de CMPC ha caído con fuerza. ¿Cree que el mercado ha sobre reaccionado?

- El mercado está leyendo que la compañía tiene desafíos, y la caída representa una coyuntura de bajos precios de la celulosa y de productos derivados. En comparación con otras firmas del IPSA, CMPC está viviendo la realidad de los impactos internacionales.

Primer paso: preparar el balance

Con una caja en contracción, un negocio golpeado y ratios de endeudamiento altos, la gran interrogante del mercado es cómo financiarán Natureza.

La primera parte de la estrategia de esta administración es preparar el balance de la compañía para abordar una inversión de ese tamaño. Eso significa que antes de aprobar el proyecto buscaremos corregir el nivel de endeudamiento para llevarlo bajo 3,5 veces y también cuidar nuestra calificación de riesgo para mantener el grado de inversión, algo que se requiere para financiar este proyecto.

¿Qué medidas están considerando para lograr ese objetivo?

- Bajo esta definición de fortalecer la base financiera, CMPC está estudiando monetizar parte de su base forestal no estratégica. Tenemos cerca de un millón de hectáreas, lo que es una base importante para obtener financiamiento. Buscamos monetizar activos no estratégicos

para financiar un proyecto que es muy estratégico. En cuanto a las ventas de terrenos, estas podrían ser definitivas o con contratos de largo plazo que nos permitan luego acceder a la madera de esos terrenos.

¿De qué envergadura es la monetización de estos activos?

- Tenemos capacidad para monetizar sobre USD 1.500 millones.

¿Solo serán activos forestales?

- Pese a que el enfoque estará en los bosques no estratégicos, también tenemos activos inmobiliarios que estamos revisando, como por ejemplo en Coronel, donde contamos con 150 hectáreas.

¿Cuándo veremos esas ventas?

- Estamos mirándolos ahora. Van a partir muy pronto.

¿Dónde están los bosques que venderán?

- Tenemos bosques en Argentina, Chile y Brasil, y estamos analizando la monetización en los tres países.

No estamos pensando en postergarlo

Está sobre la mesa postergar el proyecto Natureza a la espera de mejores condiciones. Sin embargo, esta compañía toma decisiones en el largo plazo, no en el corto plazo. A pesar de lo que está ocurriendo hoy, vamos adelante con los proyectos que estudiamos. Natureza es un proyecto importante para esta compañía, porque agrega 2,5 millones de toneladas de celulosa adicionales a un costo muy competitivo. Y avanzaremos en la medida que se cumplan las condiciones. ¿Cuáles son las condiciones? Que se avance con los trámites requeridos por las autoridades locales y que el directorio de CMPC lo apruebe.

¿Avanzarán aunque el entorno de bajos precios se mantenga?

- Sí, aunque se mantenga un entorno desafiante. Muchas veces tienes que entrar en este tipo de inversiones en momentos complejos. Tenemos un proyecto muy ganador, por lo que no estamos pensando en postergarlo.

La odisea de financiar USD 4.500 millones

¿Cuáles son las estrategias de financiamiento de Natureza?

- Estamos en conversación con el sistema financiero. Estamos mirando emisiones de deuda tradicional, emisiones de bonos (que pueden ser tradicionales o híbridos), agencias de créditos de exportación (entidades estatales que ofrecen financiamiento a compradores de productos nacionales) y deuda verde. En fin, se trata de tener un conjunto de alternativas de financiamiento individuales que debe tener listas durante este último trimestre.

¿Y un aumento de capital?

- Esa es una definición que tiene que ser tomada por el directorio de la compañía. Mi responsabilidad es abordar la propuesta de financiamiento.

¿Y cuál es su propuesta?

- En esa estructura de capital, lo que busco es optimizar ese plan de financiamiento al máximo. Ahora, el accionista tiene que poder resolver y vamos a ver cómo resulta, para que después pueda decidir respecto de su actuar. El accionista obviamente apoya el proyecto, pero no puedo decir que un aumento de capital sea parte del plan, porque yo no resuelvo eso.

¿Incorporar a un socio es una alternativa?

- Miramos el project finance e incorporar a un socio, pero no son mi competencia.

¿Cuánto capital se va a necesitar en la primera parte de este proyecto?

- Si se aprobase a principios de 2026, el desembolso de ese año sería del orden de USD 630 millones; en 2027 y 2028 sería más fuerte, con alrededor de USD 1.450 millones cada año; en 2029, unos USD 810 millones; y en 2030, alrededor de USD 135 millones.

¿Cómo van los permisos de aprobación?

- Hoy día estamos pendientes de que se resuelva un permiso que se llama licencia previa, que básicamente incorpora más del 90% de los requerimientos de la autoridad ambiental. Esperamos que esta licencia se apruebe entre finales de este año y principios del próximo. (...) Estimamos que la definición del directorio debería ocurrir en el primer trimestre de 2026.

El desafío de Softys y la guerra comercial

Cuando los precios de la celulosa son bajos, Softys actúa como apoyo contracíclico para el negocio. ¿Se viene un periodo desafiante?

- Softys viene de un crecimiento súper relevante y hoy es la empresa número uno en América Latina en tissue, y una de las principales en productos de cuidado personal. El resultado no fue contracíclico por las condiciones particulares de México y de Brasil. Sin embargo, es una empresa que ha tenido muy buenos resultados en el Cono Sur. Este es un negocio que está en un proceso de consolidación y de reducción de costos. El desafío es temporal; tenemos mucha confianza en que el negocio será ganador.

El año pasado hubo profundos cambios en las oficinas de Softys en el extranjero, como la salida del CEO en Brasil. ¿Cómo les ha ido?

- Los cambios que se han hecho, tanto en Brasil como en otros países, apuntan a tener gente que se denomina state of the art en cuanto a su capacidad y competencia, especialmente en el consumo masivo. Lo de Brasil fue una cuestión favorable para la compañía, y la empresa ha tenido una estrategia bien robusta para contar con tal talento.

¿Un spin off de Softys está en los planes?

- No está sobre la mesa. Ambos buscamos a que, como filial de CMPC, repunte, mejore sus resultados y se consolide. Softys es un negocio que la compañía definió estratégicamente depender de forma independiente en lo operacional, comercial y administrativo, pero eso responde a una gestión distinta más que a pensar en un spin off. Softys mantiene un vínculo estrecho con CMPC.

Guerra comercial

Hace dos semanas Trump anunció un arancel del 10% sobre la madera. ¿Cuál es el impacto para CMPC?

- Exportamos a Estados Unidos cuatro tipos de productos: celulosa, cartulina, sacos de papel y productos de madera. La celulosa, que es la más grande, exportamos a Estados Unidos unos US\$ 550 millones —menos de un 8% de las ventas—, afecta a 0,7 millones de toneladas. Las cartulinas tienen dos destinos: desde México, con 2,5% de chilenos, tipo kraft; y en papel madera, la única información que tenemos es que nos afecta el arancel del 10%.

¿Conocen cuál será el costo económico?

- Todavía no se sabe, porque están recién implementados. Yo diría que hay muchas cosas que evaluar en relación con la competencia. Vamos a estar monitoreando de qué manera podemos determinar mayor claridad. Las cosas que están ocurriendo pueden llegar a pasar, porque eventualmente la planta general establece una cantidad, las soluciones grandes. Hostly quizás ve como parte del general.

Anexos

Anexo 1. Estados Financieros Consolidados Resumidos de CMPC

En millones de USD	2022	2023	2024	Sep-2025
Estado de resultados:				
Ingresos por venta	7.821	8.100	7.743	5.585
Ganancia bruta	2.279	1.754	1.891	1.093
EBITDA [ver Nota (1)]	2.113	1.337	1.542	870
Resultado operacional (EBIT)	1.394	556	838	285
Ingresos financieros	44	78	54	28
Gastos financieros	-216	-265	-304	-247
Resultado antes de impuestos	1.360	590	770	152
Resultado neto	1.005	470	491	164
Estado de flujos de efectivo:				
Flujo neto de actividades de operación	827	855	1.046	767
Flujo neto de actividades de inversión	-825	-977	-738	-594
Flujo neto de actividades de financiamiento [ver Nota (2)]	-400	209	-472	14
Estado de situación financiera:				
Efectivo y efectivo equivalente	759	846	632	759
Otros activos financieros	97	71	72	97
Inventarios	1.720	1.555	1.537	1.720
Cuentas por cobrar	1.357	1.180	1.222	1.357
Otros activos de corto plazo	751	921	795	565
Total activos corrientes	4.684	4.573	4.258	4.498
Total activo no corriente	11.888	12.604	12.677	13.066
Total activos	16.572	17.177	16.936	17.564
Total pasivos corrientes	2.399	2.476	2.045	2.009
Pasivos financieros corto plazo	707	839	654	637
Otros pasivos corrientes	1.692	1.637	1.391	1.372
Total pasivos no corrientes	6.262	6.816	7.092	7.488
Pasivos financieros largo plazo	4.364	4.973	5.212	5.683
Otros pasivos no corrientes	1.898	1.843	1.880	1.804
Total patrimonio	7.911	7.885	7.799	8.067

Preguntas – Sección I

50 puntos

Debe responder las preguntas de este sección solamente con la información proporcionada en el caso.

Pregunta 1

En el caso se indica que CMPC puede recaudar USD 1.500 millones por la venta de activos no estratégicos. Asuma que la empresa, el 30 de septiembre de 2025, concretó la venta de dichos activos por el valor de venta estimado (USD 1.500 millones) y que destinó el total de dicho dinero al pago de deudas financieras el mismo 30 de septiembre de 2025, siendo el valor libro de dichos activos por USD 1.300 millones en esa misma fecha.

Se pide: Calcular el ratio de deuda financiera neta a patrimonio total al 30 de septiembre de 2025 con esta nueva información, manteniendo todo lo demás constante (15 puntos; extensión máxima 250 palabras)

Pregunta 2

¿Cuánto es el monto que pagó de pasivos financieros incluyendo intereses CMPC en 2025 (entre el 1 de enero y el 30 de septiembre)? Asuma que la deuda aumentó en 2025 (entre el 1 de enero y el 30 de septiembre) por efectos de tipo de cambio en USD 127 millones. **(15 puntos; extensión máxima 200 palabras)**

Pregunta 3

¿Por qué CMPC recurrió a la emisión de bonos y préstamos bancarios en 2024 y septiembre de 2025? Explique utilizando solamente la información asociada al Estado de Flujos de Efectivo. **(20 puntos; extensión máxima 250 palabras)**

Preguntas – Sección II

50 puntos

Pregunta 1

- a) Identifique y analice las dos variables más importantes en la industria de la celulosa en la que compite CMPC que explican el contexto competitivo actual. **(10 puntos; extensión máxima 150 palabras).**
- b) Explique cómo se relacionan las variables de la industria de la celulosa y del macroentorno a través de dos ejemplos, enfocándose en cómo estas interacciones son claves para entender los desafíos estratégicos actuales de CMPC. **(10 puntos; extensión máxima 150 palabras).**

Pregunta 2

La base forestal integrada de CMPC, junto con sus capacidades de gestión forestal e industrial, han sido presentadas en el caso como un pilar clave para enfrentar ciclos prolongados de precios bajos en la industria de la celulosa. Analice en qué medida este conjunto de recursos y capacidades permite a CMPC construir una ventaja competitiva sostenible frente a sus principales competidores, y bajo qué condiciones estratégicas dicha ventaja podría verse erosionada en el largo plazo. **(15 puntos; extensión máxima 250 palabras).**

Pregunta 3

El proyecto Natureza implica una inversión productiva de gran escala en Brasil orientada a abastecer mercados internacionales, mientras que una hipotética expansión del negocio Softys hacia Turquía (no presentada en el caso), tendría como foco principal el acceso a un nuevo mercado de consumo.

- a) Analice qué tipo de enfoque estratégico internacional refleja cada una de estas decisiones (Natureza en Brasil y Softys en Turquía). **(10 puntos; extensión máxima 150 palabras).**
- b) Compare ambas decisiones en términos de creación de valor y riesgos estratégicos, explicando los principales trade-offs que enfrenta CMPC. **(5 puntos; extensión máxima 150 palabras).**