

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia y bonos	BBB	Confirmación	Positiva	Confirmación	General de clasificación de empresas; Industria de empresas forestales

Fundamentos de la clasificación

La ratificación del rating de MASISA S.A. en categoría BBB se sustenta por su alto nivel de productos ofrecidos existiendo un mix entre productos *commodity* y de valor agregado, los que continuarían ofreciéndose luego de la enajenación de sus operaciones de Argentina industrial, Brasil y dos de sus tres plantas en México, aunque con una menor escala.

Complementa la clasificación de MASISA, el modelo de negocios de la compañía, que incluye una alta integración vertical y abastecimiento de ciertos insumos mediante contratos de largo plazo o mediante relaciones establecidas ininterrumpidamente con sus proveedores por varios años. En opinión de ICR, este modelo de negocios, en conjunto con la cercanía que tienen las plantas respecto a los aserraderos, han permitido que MASISA mantenga costos de producción controlados y pueda acceder y mantenerse en mercados de exportación con potencial de crecimiento.

En relación a las enajenaciones que materializó MASISA entre 2017 y 2018, ICR considera que las operaciones de Argentina industrial y Brasil, además de permitirle reducir su deuda con los fondos recaudados, le permitió reducir la volatilidad de sus operaciones, dada la situación macroeconómica de ambas economías, influyendo positivamente en la [clasificación asignada por ICR](#).

En comunicado de cambio de clasificación de diciembre de 2017 se asignó una tendencia positiva a la clasificación dada la expectativa que se materializara la venta de los activos mexicanos en las condiciones inicialmente anunciadas por MASISA, considerando el impacto que ello tendría para la compañía en términos de desapalancamiento y en sus respectivos indicadores.

La evaluación del nuevo escenario de enajenación indica que los US\$ 160 millones recaudados por MASISA bajo el nuevo acuerdo con Arauco, impacta favorablemente en los indicadores de deuda de la empresa, pero estos aún no logran alcanzar los niveles que originalmente esperaba ICR en el escenario de venta de la totalidad de activos de México. Lo anterior significa que esta clasificadora esperaba que la empresa lograra reducir sus niveles de deuda financiera neta sobre EBITDA a un rango de 3,5 veces ó 3,8 veces como máximo para materializar un cambio positivo en la clasificación (con EBITDA recurrente).

Con todo, ya sea con el flujo inicial de US\$ 245 millones o con el flujo actual de US\$ 160 millones, la compañía daría cumplimiento a sus obligaciones de los siguientes doce meses, según las estimaciones de ICR y permitiría darle holgura a su *covenant* de cumplimiento que a septiembre de 2018 estuvo muy cercano a su límite exigido y que estaría en rangos similares a diciembre de 2018.

La tendencia positiva asignada, se sustenta en las expectativas de ICR sobre la generación de flujos futuros de la empresa, el cual se espera se incremente respecto al EBITDA actual (de las operaciones que continúan), dado el plan de agregación de valor que tiene en marcha la empresa y considerando que podrá continuar operando en el mercado mexicano, aunque a una escala mucho menor y con bajos requerimientos de capex, según información de la compañía.

En la medida que la compañía tenga la capacidad de generar flujos suficientes para alcanzar los indicadores inicialmente sensibilizados por ICR, se podría producir un cambio positivo en la clasificación. En caso contrario, la clasificación volvería a estable.

No obstante lo anterior, ICR destaca el uso de la totalidad de los fondos recaudados en todas sus enajenaciones (pagos/prepagos de deuda) y el hecho que continuaría con una fuerte posición de mercado en las operaciones que continúan, las que corresponden a instalaciones con buenas condiciones de mantenimiento y con alto uso de tecnología para potenciar la eficiencia en costos. La operación remanente mexicana, por su parte, eventualmente podría permitirle un nuevo potencial de crecimiento, aunque a tasas menores respecto a las que mantenía previo a la enajenación.

Respecto a la operación de Venezuela, aun cuando no existen mejoras en dicha economía, la administración de la empresa estuvo materializando gestiones sobre la unidad de negocios, de modo tal de evitar las grandes distorsiones de la contabilidad de la operación. Así, desde enero de 2018 la moneda funcional se modificó desde bolívar a dólar (justificado en el alto nivel de exportaciones) y desde el 1 de octubre de 2018 se dejó de consolidar la operación, lo que en términos de clasificación no tiene impacto, pero evita las distorsiones en las cifras consolidadas de la empresa.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA / BONOS			
Fecha	Rating	Tendencia	Motivo
20-mar-15	BBB	En observación	Nueva clasificación
23-oct-15	BBB	Negativa	Cambio de tendencia
10-feb-16	BBB	Negativa	Informe CCR
29-feb-16	BBB	Negativa	Reseña anual
08-jul-16	BBB-	En observación	Cambio de clasificación y tendencia
28-feb-17	BBB-	En observación	Reseña anual
26-abr-17	BBB-	En observación	Reseña anual
22-jun-17	BBB-	Estable	Cambio de tendencia
19-jul-17	BBB-	Positiva	Cambio de tendencia (anuncio enajenación activos)
30-oct-17	BBB-	Positiva	Materialización venta de activos industriales Argentina Cambio de clasificación
28-dic-17	BBB	Positiva	(materialización venta de activos Brasil)
19-abr-18	BBB	Positiva	Reseña anual de clasificación
31-ene-19	BBB	Positiva	Reseña anual de clasificación

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.