

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Ratings

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.

Antecedentes de la Compañía¹

MASISA es una compañía dedicada a la producción y comercialización de tableros de madera para muebles y arquitectura de interiores en América Latina. Sus principales productos son tableros MDF, tableros MDP/PB y tableros melamínicos, comercializando, además, algunos productos complementarios como madera aserrada y molduras de MDF.

Hasta 2017 la compañía desarrolló sus operaciones en Chile (rating A1, por Moody's), Argentina (rating B2, por Moody's), Brasil (rating Ba2, por Moody's), México (rating A3, por Moody's) y Venezuela (rating C, por Moody's). A partir de enero de 2018 la compañía desarrolla sus operaciones en Chile, Argentina (negocio forestal), México y Venezuela, luego de enajenar Argentina (negocio industrial) en septiembre de 2017 y Brasil en diciembre del mismo año, ambos eventos impactando en el cambio de rating materializado por esta clasificadora en diciembre de 2017 ([comunicado de cambio de clasificación](#)).

A la fecha, se encuentra recientemente materializada la operación de venta de los negocios de México, lo que no fue materializado en los términos inicialmente anunciados. Lo anterior significa que en lugar de recaudar US\$ 245 millones por la venta de la totalidad de la operación, MASISA está enajenando sólo una fracción de sus activos, lo que se traduce en: (1) un flujo de US\$ 160 millones derivados de la venta y; (2) mantener activos (planta de Chihuahua) para continuar desarrollando operaciones en México, pero a menor escala.

Otro de los hechos relevantes de los últimos períodos fue la reorganización societaria que llevó a cabo la empresa mediante su filial Inversiones Internacionales Terranova (IITSA), compañía a través de la cual mantenía sus inversiones en Venezuela con el 60% de participación (40% restante de propiedad de Grupo Nueva) y entre las cuales existían préstamos relacionados por US\$ 574 millones (a favor de MASISA).

La reorganización implicó un aumento de capital en IITSA con cuyos fondos se amortizó el préstamo relacionado que mantenía con su matriz, MASISA. Con los fondos recaudados desde IITSA, MASISA pagó un dividendo extraordinario con cargo a las utilidades retenidas. La reorganización se cerró con la compra del 40% de IITSA por parte de MASISA, pasando a tener la propiedad completa de la sociedad de inversiones y, por ende, de los activos de Venezuela previamente valorizados por un evaluador independiente. Dentro de los beneficios asociados a la reorganización, están importantes sinergias operativas y financieras.

Las estrategias siguientes aplicadas por MASISA sobre su operación en Venezuela, fueron: (1) el cambio de moneda funcional (desde bolívar

a dólar) en 2018 y; (2) desconsolidación de la operación venezolana a partir del 1 de octubre 2018.

En cuanto a la estructura de propiedad, el accionista controlador de la compañía es Grupo Nueva, quien mantiene el 67% del capital accionario de MASISA a través de las sociedades chilenas GN Inversiones SpA. y GN Holding S.A. Grupo Nueva es una sociedad de inversiones especializada en negocios forestales y de productos derivados de la madera cuyo accionista final es la entidad Bamont Trust Company Limited (Bamont), quien actúa en calidad de fideicomisario representando los intereses del fideicomiso constituido de acuerdo a las leyes de Bahamas denominado Viva Trust.

Estructura de propiedad	
GN Holding S.A.	67,00%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	7,74%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,27%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	1,68%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	1,64%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	1,37%
AFP Habitat S.A. para Fondo Pensión C	1,23%
BCI Small Cap Chile Fondo de Inversión	1,14%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,13%
AFP Capital S.A. Fondo de Pensión tipo C	0,89%
AFP Cuprum S.A. para Fondo de Pensión C	0,88%
Total mayores accionistas	86,97%

Tabla 1: Estructura de propiedad a diciembre de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En cuanto al directorio de la empresa, éste está conformado por siete miembros que son elegidos por un período de tres años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente. El directorio actual fue elegido en abril de 2017 y va a ser renovado en la junta de accionistas próxima producto de la renuncia del director Alejandro Carrillo para asumir la gerencia general vacante que dejó Roberto Salas. Ambas renuncias serán efectivas a partir del 31 de marzo.

Directorio	
Andreas Markus Eggenberg	Presidente
Rosangela Mac Cord De Faria	Vicepresidente
Jorge Carey Tagle	Director
Ramiro Urenda Morgan	Director
Alejandro Carrillo Escobar	Director
Miguel Vargas Icaza	Director
Claudio Cabezas Corral	Director

Tabla 2: Directorio MASISA.
(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

El comité de directores, por su parte, está actualmente conformado por Ramiro Urenda como director independiente y por Rosángela Mac Cord De Faria y Claudio Cabezas como directores no independientes.

La Industria²

En opinión de ICR, la industria forestal a nivel mundial se caracteriza por:

1. Ser cíclica y con altos riesgos de sustitución para algunos productos. Normalmente se producen escenarios de sobreoferta y escasez a nivel de industria, lo que acentúa la volatilidad;
2. La existencia de productos tipo commodity, cuyos precios dependen de las condiciones globales de oferta y demanda y del riesgo de tipo de cambio;
3. Una oferta de tableros creciente producto de avances en técnicas de gestión forestal (aumento en rendimiento, ampliación regional de las hectáreas plantadas, etc.), lo que añade presión competitiva;
4. Altos costos de capital y un limitado control sobre los costos de energía, transporte y mano de obra, relevantes para esta industria;
5. Regulación focalizada en temas de seguridad, medio ambiente y preservación de la fauna;
6. Riesgos políticos asociados a la protección de proveedores en ciertas economías a través de regulaciones y/o fijaciones de precios, por ejemplo.

Según información entregada por Instituto Forestal (INFOR), a noviembre de 2018, el sector forestal chileno alcanzó exportaciones por US\$ 6.294 millones FOB, lo que representa una variación positiva de 28,3% respecto a noviembre de 2017, impulsado por el mayor precio internacional de gran parte de los productos forestales (salvo molduras MDF de pino radiata), lo que mitigó en parte, el menor volumen exportado de molduras de madera de pino radiata, de astillas sin corteza de eucaliptus y de tableros MDF de pino radiata.

Evolución exportaciones mensuales (millones US\$ FOB)

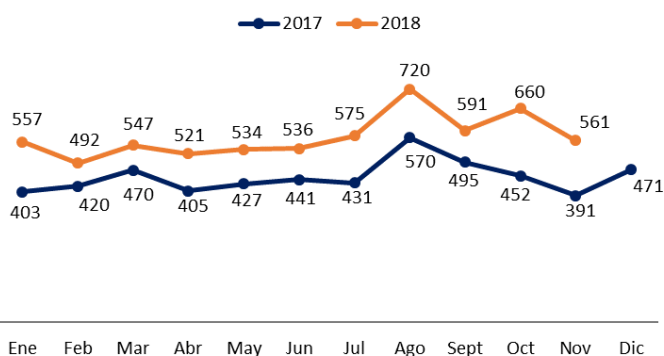


Gráfico 1: Exportaciones sector forestal.

(Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Forestal)

Dentro de los siete principales países a los cuales exporta Chile, esto es, China, Estados Unidos, Japón, Corea del Sur, México, Holanda, Perú, todos experimentaron variaciones positivas en términos de adquisiciones de productos forestales a septiembre de 2018 respecto al mismo período del año anterior, pero la mayor variación se produjo en China, con una variación de 46,3% (desde US\$ 1231,4 millones a septiembre de 2017 hasta US\$ 1.802,4 millones a septiembre de 2018).

Respecto a los exportadores, en general la industria chilena está muy concentrada en un bajo número de exportadores de gran tamaño. Así, a septiembre de 2018 la industria estaba compuesta por 673 exportadores (725 a septiembre de 2017), de los cuales destaca CMPC, Celulosa Arauco y MASISA, de acuerdo al siguiente detalle:

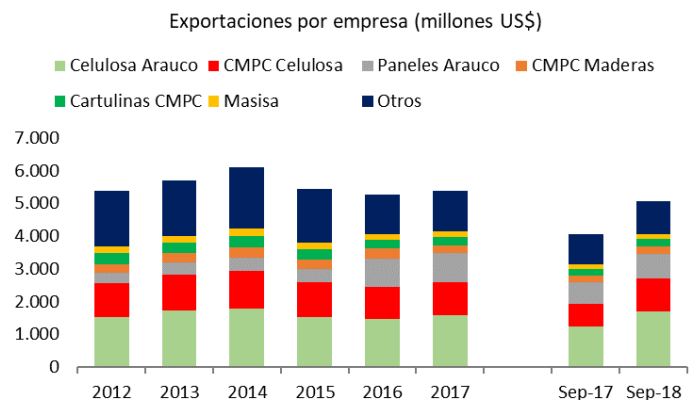


Gráfico 2: Exportaciones sector forestal, por empresa.

(Fuente: Elaboración propia con información del Instituto Forestal)

En términos de algunos de los productos exportados, se tiene que las variaciones a septiembre de 2018 respecto al mismo período del año anterior:

Producto	Variación monto exportado (US\$)	Variación volumen exportado	Variación precio promedio exportado (US\$)
Tablero contrachapado pino radiata	+29,5%	+10,6%	+17%
Molduras de madera pino radiata	-4,5%	-4,5%	0%
Molduras MDF pino radiata	+4,8%	+6,8%	-1,8%
Tablero MDF pino radiata	-2,2%	-6,0%	+4,1%
Tablero MDP con melanina pino radiata	+11,8%	+11,6%	+0,2%

Tabla 3: Variaciones monto, volumen y precio de algunos productos forestales exportados desde Chile.

(Fuente: Elaboración propia con información de Instituto Forestal)

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por MASISA. Pese que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales riesgos	Mitigadores
Volatilidad tipo de cambio	- Política de cobertura de tipo de cambio mediante instrumentos derivados (en la medida de lo posible y de ser necesario).
Sensibilidad al sector inmobiliario	- Sin mitigador específico.
Riesgo soberano	- Se mitiga parcialmente con los dividendos repatriados desde Argentina y la mayor exposición a la Región Andina, sobre todo después de las ventas de Argentina industrial y Brasil.
Catástrofes naturales	- Si bien este riesgo no es controlable, se mitiga, en parte, por seguros y la diversificación de sus plantaciones forestales, diversificación que disminuyó luego de las ventas de sus activos en Argentina, Brasil y México.
Cambios regulatorios	- Sin mitigador específico.
Competencia	- Esfuerzos en diferenciación y orientación al cliente final.

Tabla 4: Principales riesgos y mitigadores aplicados por MASISA.

(Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

LÍNEAS DE NEGOCIOS Y DIVERSIFICACIÓN

En opinión de ICR, a pesar que las desinversiones de los activos industriales en Argentina, Brasil y México redujeron significativamente la escala de la compañía, MASISA continúa manteniendo un alto nivel de productos ofrecidos, existiendo un mix entre productos *commodity* y de valor agregado, con ventas domésticas principalmente, y con exportaciones en mercados clave.

En términos de diversificación y en opinión de ICR, luego del plan de desinversiones materializado por la empresa, MASISA tiene participación en unos pocos sectores con potencial de crecimiento (como los activos remanentes de México), manteniendo aún algunos segmentos en declinación (como Venezuela) y otros volátiles (como Argentina forestal).

En este sentido, la menor escala no reduce el mix de su portafolio, sino que continúan con amplia oferta de productos (tableros MDF, PB/MDP, molduras de MDF y madera aserrada) utilizados frecuentemente por el sector inmobiliario.

A pesar de lo anterior, la salida de Brasil y la reducción de su presencia en Argentina mejora la volatilidad de los resultados de esta empresa, lo que podría ubicarlo dentro de las compañías con volatilidad bajo el promedio en relación al ciclo económico y a la competencia, además de mantener una fuerte posición de mercado en algunos de sus segmentos de negocios.

COSTOS, MATERIA PRIMA E INTENSIDAD DE INVERSIONES

Gran parte de la demanda por insumos forestales es abastecida con bosques propios, ubicados en Chile, Argentina y Venezuela. La demanda restante (resinas químicas y madera), corresponde a abastecimiento de celulosa a través de proveedores con contratos de largo plazo de distintas zonas de la región e incluso ha integrado la fabricación de resinas en países como México y Venezuela.

La compañía posee un bajo riesgo de interrupción en la cadena de suministro, aunque ocasionalmente es susceptible a ciertas interrupciones o cierres en sus plantas e instalaciones debido a siniestros o paralizaciones (como consecuencia de negociaciones colectivas, por ejemplo). Para contrarrestar lo anterior, la empresa mantiene pólizas de seguros con compañías internacionales y parte importante de sus trabajadores están cubiertos por convenios colectivos con los sindicatos.

Adicionalmente, mantiene una política de diversificar sus fuentes de abastecimiento de residuos de madera de terceros, disminuyendo la dependencia de proveedores individuales.

En opinión de ICR, MASISA tiene costos razonables, derivados de la cercanía entre sus aserraderos y plantas, de las buenas condiciones de

las instalaciones (las que, según información de la empresa, tienen bajas necesidades de inversión en el futuro cercano) y del uso de tecnología de producción que se ajusta a estándares ambientales y que le

permiten mantener su acceso a mercados de exportación (incluyendo desde México).

INTEGRACIÓN VERTICAL Y EFICIENCIA

En opinión de ICR, los países en los que continuará operando MASISA corresponden a operaciones con instalaciones eficientes y bien mantenidas, lo que se ha ido propiciando mediante incorporación suficiente de Capex para mejorar la eficiencia de la empresa y mantenerse como productor con costos bajo el promedio, sobre todo considerando la variabilidad que experimentaban los flujos de ciertas economías.

Lo anterior, lo complementa la empresa mediante gestiones sobre los costos de energía, mano de obra y transporte, donde los costos de

energía tienden a estar bajo el promedio, con contratos de largo plazo, mientras que, en términos de costos de mano de obra, estos suelen ser razonables, con mínimas paralizaciones dadas las negociaciones colectivas materializadas por la empresa cada cierto tiempo.

Finalmente, los costos de transporte son relativamente bajos, dadas las ubicaciones de sus plantas y sus aserraderos, existiendo alto grado de integración vertical en esta empresa, pese a las enajenaciones materializadas.

FACTORES ADICIONALES (RIESGO SOBERANO Y ESCALA)

Tal y como ha mencionado ICR en otros informes de clasificación de MASISA, un elemento de gran relevancia en el rating es el riesgo soberano de los países en que opera la compañía, dado que mantiene presencia en algunas economías calificadas de alto riesgo como Venezuela y Argentina, que han estado afectas a fuertes devaluaciones e hiperinflación.

Las desinversiones permitieron que la empresa dejara de operar en Brasil y redujera su exposición a Argentina, país cuya economía muestra inestabilidades e hiperinflación, lo que podría producir que los flujos argentinos muestren variaciones relevantes entre un período a otro. Con todo, según las estimaciones del Banco Mundial, este país mostraría crecimiento discreto el 2019, para comenzar a crecer a cifras cercanas al 3% el 2020.

En definitiva, la opinión de ICR sobre las desinversiones de Brasil y Argentina industrial y sobre la desconsolidación de Venezuela es que el riesgo soberano y de tipo de cambio siguen vigentes como factores

dentro de la clasificación de esta empresa, pero en menor medida producto de la menor variabilidad que deberían presentar los flujos con sus operaciones en régimen.

Otro factor importante a considerar es el tamaño de la masa crítica, en el sentido que, si bien las desinversiones de activos industriales en Argentina y Brasil tuvieron un impacto positivo en la volatilidad de los resultados de la empresa, éstas impactaron en el riesgo del negocio, dado el menor volumen de productos ofrecidos, menor diversificación y una reducción significativa de activos prescindibles que pudieren ser destinados a la venta (de ser necesario).

La venta de la operación de México, por su parte, corresponde a la enajenación de una operación con alto potencial de crecimiento, y cuya participación de mercado disminuye significativamente tras su materialización. Con todo, la planta de Chihuahua no enajenada permitiría a la empresa seguir presente en dicho país y, eventualmente, volver a potenciar su crecimiento orgánico en México.

Evaluación del Riesgo Financiero

A septiembre de 2018, los ingresos consolidados de MASISA disminuyeron 33,9%, llegando a US\$ 461,15 millones (US\$ 697,25 millones a septiembre de 2017), influido por la alta base de comparación de 2017 cuando todavía consolidaba la operación de Argentina (enajenada en septiembre 2017) y de Brasil (enajenada en diciembre de 2017).

En términos de cifras comparativas (esto es, aislando las operaciones de Argentina industrial y Brasil que aportaban con US\$ 226,5 millones y excluida la operación de Venezuela), se hubiese producido un aumento de ingresos de 6,6% a septiembre de 2018, explicado por todos los negocios, salvo Argentina forestal que se vio afectado por la depreciación de tipo de cambio.

En los países que operó la compañía en 2018 los volúmenes crecieron 9,0%, producto de las mayores ventas de México (+13,2%) y Chile (+13,2%), lo que fue contrarrestado con la disminución de volúmenes de Venezuela (-32,1%).

Por segmento de negocio, se tiene que el área comercial industrial disminuyó sus ingresos 2,8% sobre las operaciones comparables y las ventas del negocio forestal recurrente disminuyeron US\$ 0,7 millones por la depreciación del tipo de cambio argentino, lo que fue compensado parcialmente por el aumento de las ventas en pie que a septiembre de 2018 cerraron en US\$ 10,0 millones.

Ingresos de explotación (millones US\$)

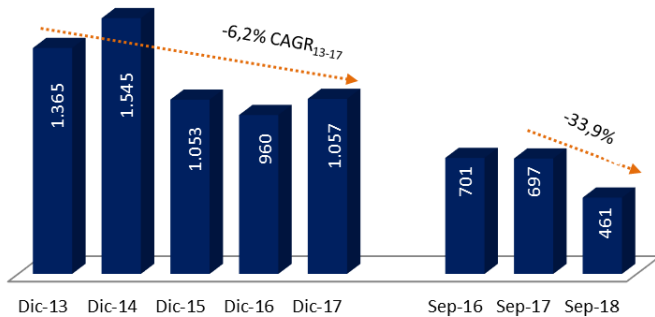


Gráfico 3: Ingresos consolidados MASISA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonado)

A septiembre de 2018, el EBITDA³ consolidado de la compañía fue de US\$ 74,8 millones, lo que representa una disminución de 29% respecto al mismo período del año anterior. A esta cifra, si se le descuentan los efectos extraordinarios de generación de EBITDA se tiene que la variación negativa fue de 33,7% (US\$ 64,8 millones a septiembre de 2018) y de 3,6% si se utilizan cifras comparables, vale decir, considerando en 2017 las operaciones con las que continúa la empresa (Chile, Argentina forestal, México y Venezuela, todas recurrentes).

Evolución EBITDA recurrente y extraordinario (millones US\$)

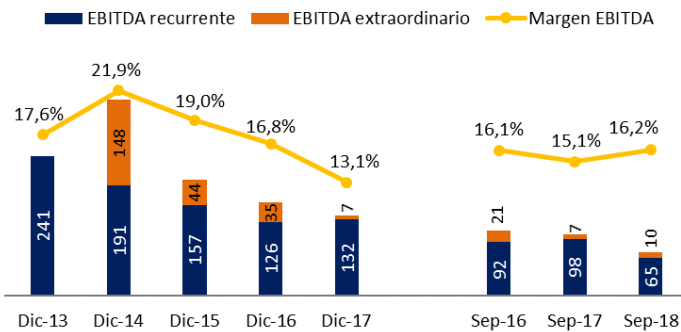


Gráfico 4: EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonado)

Esta leve disminución de 3,6% en el EBITDA comparable se explica principalmente por el negocio forestal de Argentina y por México que aportó con US\$ 16 millones de EBITDA a septiembre de 2018 (US\$ 18,3 millones a septiembre de 2017). Esta cifra es relevante considerando que correspondería al negocio que dejaría de consolidar en 2019, dada la enajenación de gran parte de esta operación.

Según las estimaciones de ICR, luego de materializada la enajenación de su operación mexicana, MASISA se quedaría con un EBITDA recu-

rrente cercano a US\$ 80 millones, lo que significa que el plan de agregación de valor sobre el cual está trabajando la empresa debería generar efectos traducibles en EBITDA entre US\$ 25 – US\$ 35 millones al corto plazo (y ser destinados a pago de deuda o reinversión en la empresa) para acercarse a niveles financieros considerados como adecuados por ICR (dado el stock de deuda con el cual se quedaría la compañía post venta de México).

En términos de resultados, se tiene que la empresa cerró con una utilidad de US\$ 75,62 millones a septiembre de 2018 respecto a la pérdida de US\$ 75,42 millones del mismo período del año anterior, en el cual se registró el efecto de la enajenación de Argentina (materializada en septiembre de 2017 y que generó una utilidad de US\$ 82,9 millones) y la provisión por la pérdida contable proveniente del acuerdo de venta de Brasil (materializada en diciembre de 2017 y que generó una pérdida de US\$ 138,8 millones).

Adicionalmente, en 2018 hubo un efecto positivo de US\$ 23,2 millones correspondiente a la variación del activo biológico neto y se comenzaron a evidenciar sinergias en la compañía, las que representaron US\$ 37,1 millones durante los primeros nueve meses del año derivadas de la reorganización forestal.

Finalmente, y producto de los prepagos de deuda realizados los períodos anteriores, se produjo un ahorro en gastos financieros por US\$ 15,01 millones, lo que debería continuar evidenciándose los siguientes períodos, conforme la empresa amortice deuda con los fondos recaudados desde la venta de México.

Resultado del ejercicio (millones US\$)

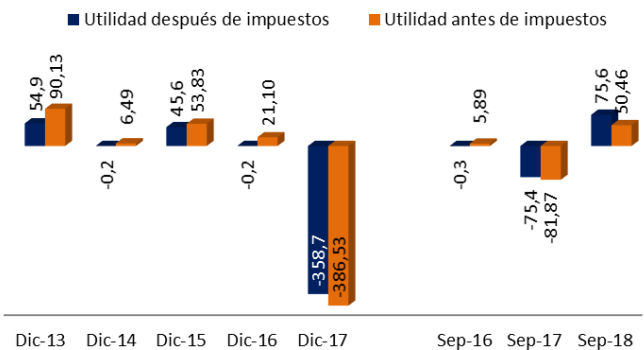


Gráfico 5: Resultado del ejercicio antes y después de impuestos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonado)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta septiembre de 2018, la compañía disminuyó su deuda financiera⁴ desde US\$ 854 millones hasta US\$ 556 millones, mostrando claramente su tendencia al desapalancamiento iniciado por la compañía los años anteriores y que continuaría en 2019 con los recursos recaudados en la venta de activos mexicanos.

Las enajenaciones materializadas en 2017, esto es, Argentina industrial y Brasil, impactaron positivamente en la clasificación de riesgo de la empresa, dado el efecto dual de las ventas de las operaciones: disminución significativa de deuda y disminución de la variabilidad de los flujos generados por la empresa en economías categorizadas como de mayor riesgo producto de su situación macroeconómica ([comunicado de cambio de clasificación, diciembre 2017](#)).

MASISA (dado el desapalancamiento que se materializaría los próximos meses), pero está fuera del rango que justificaría un cambio positivo en la clasificación de riesgo de esta empresa.

Así, las expectativas de ICR son que la empresa alcance niveles de deuda financiera neta sobre EBITDA entre 3,5 veces y no más de 3,8 veces (calculados con EBITDA recurrente) para optar a una clasificación de categoría BBB.

La tendencia positiva asignada a esta clasificación se sustenta en las expectativas de ICR sobre la capacidad de MASISA para aumentar su EBITDA recurrente de modo tal de alcanzar el rango esperado por esta clasificadora indicado precedentemente, lo que sería propiciado no sólo por el plan de agregación de valor que la empresa tiene en marcha actualmente, sino por la operación mexicana remanente con la cual se quedaría luego de la venta del resto de sus activos en dicho país (planta Chihuahua).

Deuda financiera consolidada (millones US\$)

■ Deuda financiera total ■ Deuda financiera neta

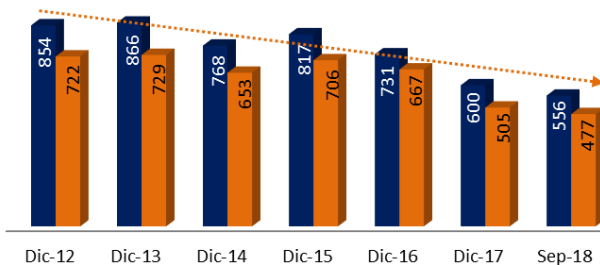


Gráfico 6: Deuda financiera total y neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

En línea con lo anunciado por esta clasificadora con anterioridad, la tendencia positiva se había asignado sobre la expectativa que se materializara la venta de los activos mexicanos en las condiciones anunciadas inicialmente por MASISA, dado el impacto esperado que ello tendría en términos de desapalancamiento, lo que sería evaluado por ICR al momento de su materialización.

En opinión de ICR, la materialización de la operación en condiciones diferentes a las inicialmente anunciadas, esto es, flujo de US\$ 160 millones en lugar de US\$ 245 millones favorece la posición financiera de

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Endeudamiento total ⁵	1,07	1,06	1,43	1,38	1,07	1,01
Endeudamiento financiero ⁶	0,70	0,65	1,08	0,97	0,77	0,74
Endeudamiento financiero neto ⁷	0,59	0,55	0,94	0,88	0,65	0,64
Cobertura de gastos financieros netos ⁸	5,55	6,08	4,02	3,45	2,20	2,21
Cobertura de gastos financieros ajustado ⁹	5,55	3,43	3,14	2,71	2,09	2,00
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹⁰	3,03	1,93	3,52	4,14	3,65	4,42
Deuda financiera neta sobre EBITDA recurrente ¹¹	3,03	3,43	4,51	5,28	3,84	4,87
Razón circulante ¹²	1,50	2,22	1,63	1,37	1,81	2,13
Razón ácida ¹³	1,01	1,50	1,09	0,92	1,52	1,82

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y análisis razonado)

Las estimaciones de ICR indican que, aun cuando se recaudó US\$ 85 millones menos de lo presupuestado inicialmente por la operación mexicana, este monto en conjunto con el flujo que genera de sus operaciones habituales sería suficiente para cubrir sus obligaciones de los siguientes doce meses¹⁴.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecido en la [metodología de clasificación de la](#)

[industria forestal](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación del riesgo del negocio y;

2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la [metodología de clasificación](#)

de la industria forestal y detallado en este informe en el apartado Evaluación del riesgo financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellas compañías cuya liquidez se encuentra ajustada.

Para el caso de MASISA, la evaluación del riesgo del negocio, esto es, líneas de negocios, costos y materia prima, integración vertical y eficiencia, intensidad de las inversiones y diversificación, indican que la

clasificación del negocio de esta compañía podría inclinarse hacia categoría A-. Sin embargo, factores adicionales como el riesgo soberano (influido por la desaceleración en la mayoría de las economías latinoamericanas), el menor nivel de masa crítica tras las desinversiones, sumado a la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, rebajan esta clasificación hasta categoría BBB, al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento Débil, pero que tal y como se comentó en el apartado anterior, podría ser un factor inductor de un cambio positivo en la clasificación de riesgo de esta empresa, conforme se fortalezca su generación de flujo sin incorporación significativa de deuda.

Características de los Instrumentos

1. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes el bono serie H y las líneas de bonos N° 439 (serie E), 440, 560 (serie L), 724 y 725 (serie N), según el siguiente detalle:

Serie de bonos	E	H ¹⁵	L	N
Línea de bonos	439	-	560	725
Fecha inscripción	14-nov-05	11-may-07	17-dic-08	02-ago-12
Plazo (años)	20,92	21	20,92	20,92
Tasa de emisión	4,75%	4,35%	5,50%	5,30%
Monto inscrito (miles UF)	3.000	1.500	3.500	2.000
Monto colocado (miles UF)	2.750	1.500	3.500	1.000
Deuda vigente (miles UF)	1.100	1.296	3.500	1.000
Vencimiento	15-oct-26	11-may-28	15-dic-29	1-ago-33

Tabla 6: Detalle series de bonos a diciembre de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF y LVA Índices)

Las emisiones de bonos locales de la compañía incorporan como resguardo de incurrencia el indicador de endeudamiento neto (pasivos totales netos sobre patrimonio), lo que significa que en caso de sobrepasar el nivel máximo exigido (1,4 veces) MASISA no puede incurrir en deuda adicional a US\$ 75 millones mientras no vuelva a dar cumplimiento a este *covenant*.

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.

Adicionalmente, existe un *covenant* de cumplimiento relacionado con deuda financiera neta sobre EBITDA, el que debe ser inferior a 4,5 veces y que estuvo muy al límite a septiembre de 2018 (4,42 veces) y el que debería mostrarse igual de ajustado con las cifras de diciembre de 2018, para luego tener holgura suficiente con las mediciones a marzo de 2019 dada la venta de la operación mexicana.

Indicador (N° de veces)	Restricción	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Pasivos netos totales/patrimonio ¹⁶	<= 1,4 Veces	1,29	1,29	1,02	0,91
Deuda financiera neta / EBITDA	<= 4,5 Veces	3,52	4,14	3,65	4,42

Tabla 7: Covenants asociados a los contratos de bonos locales.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA / BONOS			
Fecha	Rating	Tendencia	Motivo
20-mar-15	BBB	En observación	Nueva clasificación ¹⁷
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
28-dic-17	BBB	Positiva	Cambio de clasificación (materialización venta de activos Brasil)
19-abr-18	BBB	Positiva	Reseña anual de clasificación
31-ene-19	BBB	Positiva	Reseña anual de clasificación

Anexos

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA MASISA (MILLONES US\$)

Indicadores	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-16	Sep-17	Sep-18
Activos corrientes	762,33	697,59	721,39	516,45	469,54	618,53	506,77	686,15	592,64
Activos no corrientes	1945,65	1853,45	1704,05	1319,23	1329,72	998,38	1379,97	1146,48	915,69
Activos totales	2707,98	2551,04	2425,44	1835,68	1799,26	1616,90	1886,74	1832,63	1508,33
Efectivo y equivalentes	130,43	137,21	113,60	109,90	64,41	42,41	92,11	176,50	78,46
Otros activos financieros corrientes	1,84	0,16	1,50	0,80	0,04	51,98	0,02	0,04	0,04
Pasivos corrientes	398,07	465,51	325,68	317,46	343,51	341,69	415,61	354,66	278,50
Pasivos no corrientes	930,33	854,00	920,48	764,22	698,65	494,20	740,65	697,52	479,95
Pasivos totales	1328,40	1319,51	1246,15	1081,69	1042,16	835,89	1156,25	1052,18	758,45
Deuda financiera corriente	141,34	222,69	54,92	170,83	178,47	212,69	246,14	134,57	147,37
Deuda financiera no corriente	713,11	643,47	713,31	645,90	552,94	386,86	532,13	587,54	408,31
Deuda financiera total	854,45	866,16	768,22	816,73	731,41	599,55	778,27	722,11	555,68
Deuda financiera neta	722,18	728,79	653,13	706,03	666,96	505,16	686,15	545,57	477,18
Patrimonio	1379,58	1231,53	1179,28	753,99	757,10	781,01	730,48	780,45	749,88
Ingresos de explotación	1349,32	1364,71	1544,62	1052,56	959,84	1057,41	700,70	697,25	461,15
Margen de explotación	293,45	326,62	300,88	227,02	199,05	206,92	143,52	135,87	75,72
Ingresos financieros	5,51	6,34	6,51	7,30	9,74	10,69	7,93	3,83	2,92
Gastos financieros	50,49	49,75	62,12	57,14	56,39	73,67	40,00	41,89	26,89
Gastos financieros netos 12 meses	44,98	43,41	55,61	49,84	46,65	62,98	43,53	52,64	48,88
Utilidad después de impuestos	50,71	54,91	-0,18	45,61	-0,15	-358,65	-0,26	-75,42	75,62
Razón circulante (N° de veces)	1,92	1,50	2,22	1,63	1,37	1,81	1,22	1,93	2,13
Razón ácida (N° de veces)	1,35	1,01	1,50	1,09	0,92	1,52	0,83	1,55	1,82
Endeudamiento total (N° de veces)	0,96	1,07	1,06	1,43	1,38	1,07	1,58	1,35	1,01
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,62	0,70	0,65	1,08	0,97	0,77	1,07	0,93	0,74
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,52	0,59	0,55	0,94	0,88	0,65	0,94	0,70	0,64
EBITDA	224,43	240,80	338,00	200,33	161,18	138,45	113,10	105,28	74,76
Margen EBITDA (%)	16,63%	17,64%	21,88%	19,03%	16,79%	13,09%	16,14%	15,10%	16,21%
EBITDA 12 meses	224,43	240,80	338,00	200,33	161,18	138,45	174,61	153,36	107,92
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	4,99	5,55	6,08	4,02	3,45	2,20	4,01	2,91	2,21
Cobertura de gastos financieros netos recurrentes (N° de veces)	4,99	5,55	3,43	3,14	2,71	2,09	5,71	2,52	2,00
Deuda financiera neta / EBITDA consolidado (N° de veces)	3,22	3,03	1,93	3,52	4,14	3,65	3,93	3,56	4,42
Deuda financiera neta / EBITDA recurrente (N° de veces)	3,22	3,03	3,43	4,51	5,28	3,84	2,76	4,11	4,87
Capex	79,21	73,95	103,04	124,42	16,30	29,74	55,84	18,17	9,07
EBITDA - Capex	145,23	166,86	234,96	75,92	144,88	108,71	57,26	87,11	65,68
Margen bruto (%)	21,75%	23,93%	19,48%	21,57%	20,74%	19,57%	20,48%	19,49%	16,42%
Margen operacional (%)	7,61%	13,67%	8,41%	15,27%	10,49%	-32,71%	8,99%	-7,24%	14,54%
EBITDA recurrente	224,4	240,8	190,5	156,7	126,2	131,5	92,0	98,4	64,8
EBITDA recurrente 12 meses	224,4	240,8	190,5	156,7	126,2	131,5	248,7	132,6	97,9
Utilidad antes de impuestos	55,95	90,13	6,49	53,83	21,10	-386,53	5,89	-81,87	50,46
ROA (%)	1,9%	2,1%	0,0%	2,1%	0,0%	-21,0%	1,8%	-4,0%	-12,4%
ROE (%)	3,7%	4,2%	0,0%	4,7%	0,0%	-46,6%	4,5%	-10,0%	-27,1%

¹ Fuentes = Memoria 2017, CMF y sitio web de la compañía.

² Fuentes = (1) Banco Central; (2) Metodología Industria Forestal, ICR; (3) Instituto Forestal (Exportaciones chilenas a septiembre de 2018).

³ EBITDA = Ganancia bruta – costos de distribución – gastos de administración y ventas + depreciación y amortización + consumo de materia prima propia forestal.

⁴ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁵ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁶ Endeudamiento financiero = Deuda financiera total / patrimonio.

⁷ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalente – otros activos financieros corrientes) / patrimonio.

⁸ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (gastos financieros netos 12 meses – ingresos financieros 12 meses).

⁹ Cobertura de gastos financieros netos corregido = EBITDA recurrente 12 meses / (gastos financieros netos 12 meses – ingresos financieros 12 meses).

¹⁰ Deuda financiera neta / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA 12 meses.

¹¹ Deuda financiera neta / EBITDA recurrente = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA recurrente 12 meses.

¹² Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

¹³ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / pasivo circulante.

¹⁴ Ratio cobertura de servicio de la deuda = (Caja + venta operaciones México + EBITDA - Capex – Impuestos, proyectados) / (amortización e interés próximos 12 meses)

¹⁵ Línea N° 356 se encuentra vencida.

¹⁶ Pasivos totales netos / Patrimonio: medido como la razón entre los pasivos totales netos de caja y equivalentes y el Patrimonio total más un ajuste de US\$ 49.502 por efecto de adopción IFRS como norma contable. Este *covenant* es de incurrencia y, de incumplirse, sólo limita la capacidad de endeudamiento adicional de la empresa.

¹⁷ En febrero de 2015 se dio término a la clasificación y se retomó en marzo de 2015.

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.