

Metodología de Clasificación

Industria Forestal



Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria Forestal

TABLA DE CONTENIDOS

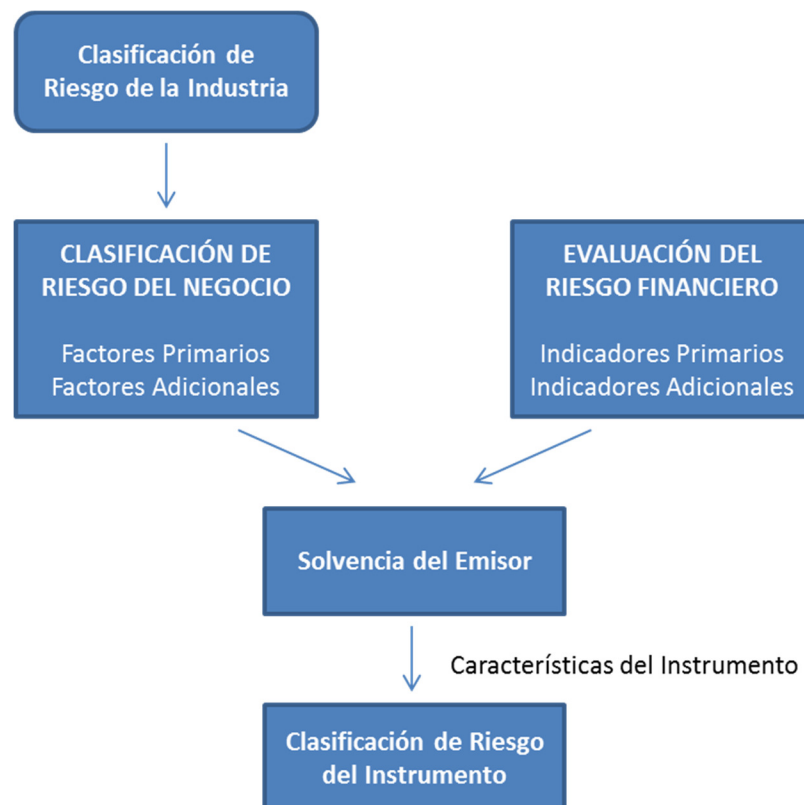
Introducción a las Metodologías de ICR	3
Resumen del Proceso de Rating de ICR	4
Industria de Productos Forestales	6
Clasificación de Riesgo del Negocio de Productos Forestales	8
Factores Primarios en la Clasificación del Riesgo del Negocio	8
Factores Adicionales en la Clasificación del Riesgo del Negocio	9
Clasificación del Riesgo Financiero de Productos Forestales	11
Indicadores Primarios en la Evaluación del Riesgo Financiero	11
Indicadores Adicionales en la Evaluación del Riesgo Financiero	12
Combinando la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Solvencia del Emisor	12
Clasificación de Riesgo del Instrumento	13
Anexo	14

Introducción a las Metodologías de ICR

- ICR publica sus metodologías de clasificación de riesgo con la finalidad de entregar, a emisores e inversionistas, mayor información acerca de los fundamentos detrás de las opiniones de rating.
- En términos generales, las clasificaciones de riesgo son opiniones que reflejan la capacidad de pago de un emisor, un instrumento financiero o una obligación. Son opiniones que evalúan la habilidad y disposición de un emisor, de realizar pagos en tiempo y forma de obligaciones presentes (ya sea principal, intereses, obligaciones con asegurados), con respecto a los términos y condiciones de la obligación asumida.
- Las metodologías de clasificación de riesgo de ICR consideran el riesgo del negocio y financiero – tanto histórico como esperado – así como también características específicas de la industria y la posición de la compañía dentro de ésta, factores subjetivos y consideraciones intangibles. Nuestro enfoque incorpora una combinación tanto de factores cuantitativos como cualitativos.
- Las variables descritas en las metodologías de clasificación de riesgo de ICR tratan de considerar la mayor cantidad de escenarios posibles. La importancia relativa de algún punto específico puede variar según el emisor. En algunos casos, una fortaleza específica puede compensar una debilidad y, por otro lado, una debilidad específica puede anular las fortalezas del emisor en otras áreas.
- ICR opera bajo una filosofía de clasificaciones de riesgo estables; en otras palabras, ICR busca incorporar en sus clasificaciones de riesgo los efectos del ciclo económico, minimizando los cambios de rating a lo largo del ciclo. No obstante, se producirán revisiones del rating cuando cambios estructurales – positivos o negativos – ocurran, o se espera que ocurran en un futuro cercano.
- Adicionalmente, ICR publica una serie de criterios de rating, los cuales son parte importante del proceso de clasificación de riesgo. Estos criterios generalmente cubren tópicos que son aplicables a más de una industria. Tanto las metodologías como los criterios se encuentran disponibles en el sitio web de ICR.

Resumen del Proceso de Rating de ICR

- Generalmente, las clasificaciones de riesgo de ICR están compuestas por 3 elementos: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor; y (3) elementos específicos relacionados con el instrumento evaluado. La figura a continuación muestra cómo se lleva a cabo el proceso.



- ICR determina la clasificación de riesgo de la industria, considerando entre otros factores: (1) rentabilidad y flujo de caja; (2) ambiente competitivo; (3) estabilidad; (4) regulación; y (5) otros factores. A partir de la metodología general de empresas se han creado diferentes metodologías específicas atinentes a distintas industrias. En el caso de estas metodologías específicas, la evaluación del riesgo de la industria sirve como input para la creación de una matriz de riesgo, que permitirá evaluar el riesgo del negocio del emisor. Cabe señalar que aquellas compañías que no cuenten con una metodología específica, serán evaluadas utilizando la metodología general de empresas.

- El rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria, y será determinado por el Comité Metodológico en base al análisis del riesgo de la industria.
- La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito (probabilidad de default) al cual se ve expuesto ésta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los 2 componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solventia 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 solventia.
- Una vez determinada la solventia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico, dependiendo de las características del instrumento (garantías, covenants, etc.). Mayor información se encuentra en la sección “Clasificación del Instrumento”.

Industria de Productos Forestales

Se clasificarán a través de esta metodología aquellas compañías que se dediquen a convertir fibra de madera (celulosa) en productos disponibles para la venta, incluyendo los siguientes: pulpa, papel, papel para impresión, papel para empaques, productos para la construcción y otros (respecto a las compañías madereras, éstas son discutidas en el anexo).

Las compañías forestales pueden estar completamente integradas, participando en la cadena de valor completa, desde el crecimiento de los árboles, la producción de celulosa, hasta llegar al producto final. Otras empresas, en tanto, se abastecen de celulosa mediante proveedores externos para fabricar sus productos.

La industria de productos forestales se caracteriza por:

1. Ser cíclica y con altos riesgos de sustitución para algunos productos, como por ejemplo ciertos tipos de papel que están siendo reemplazados por medios digitales. Normalmente se producen escenarios de sobreoferta y escasez a nivel de industria, lo que acentúa la volatilidad.
2. Productos tipo commodity, cuyos precios dependen de las condiciones globales de oferta y demanda y del riesgo de tipo de cambio.
3. Oferta de celulosa 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. Mantener altos costos de capital y un limitado control sobre los costos de energía, transporte y mano de obra, relevantes para esta industria.
5. Mantener una regulación focalizada en temas de seguridad, medio ambiente y preservación de la fauna.
6. Tener riesgos políticos asociados, relacionados principalmente a la protección de los proveedores locales a través de impuestos a las importaciones, por ejemplo.

Algunos productos forestales son considerados commodities, sin diferenciación en términos de calidad o marca, entregando poca protección a la compañía frente a ciclos de precios. Los productos de mayor valor, como muebles de madera, permiten una mayor diferenciación de precios.

Muchos productos forestales están sujetos al riesgo de sustitución, por parte de medios digitales, plásticos y productos de madera reciclada. Algunos productos se encuentran en etapa de declinación (ejemplo: papel de impresión y papel fino) aunque el segmento de material absorbente está en crecimiento. La diversificación de productos y de materias primas (fibra virgen versus fibra reciclada, por ejemplo) es beneficiosa.

La industria es sensible al costo de la energía, mano de obra, transporte y materias primas, con una acotada capacidad de traspasar a precio los incrementos en costos.

El acceso a celulosa es un factor relevante; no es un factor importante para compañías verticalmente integradas, pero sí un riesgo adicional para aquellas empresas que compran este insumo a terceros. La existencia de contratos de largo plazo con proveedores cercanos a las plantas disminuye el riesgo asociado a la adquisición de celulosa, en comparación a que aquellas compañías que adquieren la materia prima directamente en el mercado.

Respecto al cuidado ambiental, éste está concentrado principalmente en la reducción del uso de materiales de empaque y en incrementar el uso de fibra reciclada.

Clasificación de Riesgo del Negocio en la Industria de Productos Forestales

FACTORES PRIMARIOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro presentado a continuación, muestra los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación a las características de la industria a la que pertenece. Si bien estos factores se encuentran ordenados por nivel de importancia, este orden podría variar entre emisores de una misma industria. En caso de ser así, esto será especificado en el informe de clasificación correspondiente.

	AA	A	BBB	BB
Líneas de negocios	Cantidad significativa de productos ofrecidos y de gran valor (celulosa, packaging de consumo, tissue, productos de valor agregado u otros)	Alto nivel de productos ofrecidos. Mix entre productos commodity y de valor agregado (packaging industrial, celulosa, papel periódico, papel publicitario).	Productos ofrecidos son principalmente commodities (celulosa principalmente). Número de líneas de negocios no es significativo.	Reducido número de líneas de negocios. Productos ofrecidos corresponden a commodities.
Abastecimiento y materia prima	Autosuficiente en abastecimiento de celulosa.	Abastecimiento de celulosa a través de proveedores con contratos de largo plazo.	Significativa proporción de abastecimiento de celulosa a través de contratos.	Limitado abastecimiento de celulosa a través de contratos. El abastecimiento se produce principalmente a través del mercado spot.
	Sin riesgo de interrupción de la cadena de suministro.	Bajo riesgo de interrupción de la cadena de suministro.	Cierto riesgo de interrupción de la cadena de suministro.	Alto riesgo de interrupción de la cadena de suministro.
	Corta distancia entre aserraderos y plantas.	Distancia razonable entre aserraderos y plantas.	Distancia promedio entre aserraderos y plantas.	Lejanía entre aserraderos y plantas.
	Amplio acceso a mercados de exportación.	Acceso a mercados de exportación.	Cierto acceso a mercados de exportación.	Nulo o bajo acceso a mercados de exportación.
Integración vertical y eficiencia	Instalaciones de alta eficiencia y tecnología.	Instalaciones eficientes y bien mantenidas.	Razonables condiciones en instalaciones.	Instalaciones antiguas. Equipamiento ineficiente.
	Alto grado de integración vertical.	Cierta integración vertical.	Integración vertical mínima.	Sin integración vertical.
	Uno de los productores con los costos de producción más bajos.	Productor con costos bajo el promedio.	Productor con costos promedio.	Altos costos de producción.
	Bajos costos de energía, con contratos de largo plazo.	Costos de energía bajo el promedio, con contratos de largo plazo.	Costos de energía promedio-altos, con cierta exposición a mercado spot.	Costos de energía volátiles, expuestos a los precios del mercado.
	Bajos costos de mano de obra, sin mayores paralizaciones.	Costos de mano de obra razonables, con mínimas paralizaciones.	Costos de mano de obra razonables, con ciertas paralizaciones.	Altos costos de mano de obra, con frecuentes problemas laborales.
Costos de transporte bajos respecto a la industria.	Costos de transporte relativamente bajos.	Costos de transporte promedio.	Altos costos de transporte.	
Intensidad de inversiones	Equipamiento nuevo que sólo necesita mantención regular.	Buenas condiciones de las instalaciones.	Condiciones razonables de instalaciones.	Instalaciones en pobres condiciones, con equipos desactualizados.

	Bajas necesidades de inversión en el futuro cercano.	Ciertas necesidades de inversión podrían ser requeridas para mejorar la eficiencia operacional en un futuro cercano.	Mayores requerimientos de inversión para mantener competitividad y eficiencia operacional.	Necesidad de grandes requerimientos de inversión para mantener condiciones aceptables de operación.
	Tecnología de producción supera requerimientos ambientales.	Tecnología de producción se ajusta a estándares ambientales.	Tecnología de producción se ajusta apenas a estándares ambientales. Necesita actualizarse la tecnología en el futuro cercano.	Se requieren inversiones para ajustarse a los estándares ambientales.
Diversificación	Participación en la mayoría de los sectores con amplia exposición a mercados en crecimiento.	Significativa exposición a segmentos de negocio con potencial de crecimiento, pero expuesto a algunos segmentos en declinación.	Participación en unos pocos sectores con potencial de crecimiento, pero tiene una exposición significativa a segmentos en declinación.	Amplia participación en productos en declinación.
	Amplia oferta de productos en todos los segmentos.	Amplia oferta de productos, sólo en algunos segmentos.	Razonable oferta de productos en ciertos sectores, pero limitado en otros.	Baja oferta de productos.
	Liderazgo en la mayoría de los segmentos de negocios.	Fuerte posición de mercado en algunos segmentos.	Baja posición de mercado.	Débil posición de mercado en ciertos segmentos.
	Menor volatilidad en relación al ciclo económico y otras empresas forestales.	Volatilidad bajo el promedio, en relación al ciclo económico y a la competencia.	Empresas de cierta volatilidad en comparación con el ciclo económico y la competencia.	Empresas de mayor volatilidad en comparación con el ciclo económico y la competencia.
	Equilibrada exposición entre mercado local y economías externas.	Ventas domésticas principalmente, con exportaciones en mercados claves.	Altas ventas locales y bajas exportaciones.	Sólo exposición al mercado local.

Los siguientes factores de la clasificación del riesgo del negocio son relevantes para emisores en todas las industrias:

- Riesgo soberano: La clasificación de riesgo de solvencia del emisor podría, en algunos casos, ser ajustada por el riesgo de crédito de los países en los que opera.
- Gobierno corporativo: Favor referirse a **Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos** para mayor información sobre cómo ICR evalúa la administración y gobierno corporativo de una compañía.

FACTORES ADICIONALES EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

Los siguientes factores secundarios para determinar la clasificación de riesgo de la compañía – en relación a las características de la industria en la que participa – si bien podrían ser muy importantes para ciertas empresas, no son necesariamente aplicados a todos los emisores de la industria de productos forestales.

- Regulación

En ciertas zonas/países, el Estado usa una política impositiva para proteger a proveedores locales frente a la importación, desalentando el abastecimiento vía externa y en algunos casos, la exportación. Eventuales modificaciones impositivas a la importación de madera, pueden añadir riesgos y costos para ciertos emisores de la industria (principalmente para aquellos que no se encuentran integrados verticalmente).

Si una compañía mantiene producción en alguna zona/país donde el factor medioambiental es muy relevante, esto podría generar regulaciones más restrictivas, pudiendo afectar con ello el suministro y costos de la compañía.

En ciertas zonas/países, las regulaciones relacionadas a prácticas laborales son muy relevantes y añaden costos de producción adicionales para la compañía.

- Tipo de cambio

Ciertas compañías forestales exportan una cantidad relevante de sus productos, por tanto la variabilidad entre la moneda local (que afecta los costos de producción) y el dólar (que afecta los ingresos por ventas), puede tener un impacto significativo en la rentabilidad.

Las fluctuaciones de tipo de cambio, por tanto, añaden volatilidad a las ganancias si no existen coberturas asociadas.

- Canales de distribución

Una extensa red de distribución aumenta las posibilidades de comercialización de los productos. La existencia de centros de distribución estratégicamente ubicados permite realizar entregas a un menor costo y con mayor rapidez, lo cual significa una ventaja competitiva para la compañía.

- Activos disponibles para la venta

Para la compañía, ser propietario de los activos forestales y de las plantas generadoras de energía eléctrica, significa una fortaleza en términos de costos, dado que permite el autoabastecimiento de celulosa y de energía eléctrica a un menor costo. A lo anterior, se suma el hecho que los activos forestales pueden ser fácilmente vendidos para proveer de liquidez al emisor (ver anexo para más detalle de cómo ICR evalúa los activos forestales).

Clasificación del Riesgo Financiero de Productos Forestales

INDICADORES PRIMARIOS EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro de abajo muestra los indicadores primarios usados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero. La nomenclatura utilizada en esta tabla será definida en cada informe de clasificación.

Indicadores primarios (N° de veces)	Nomenclatura				
Deuda sobre EBITDA	Excepcional	Superior	Adecuado	Débil	Bajo
Cobertura de Gastos Financieros					
Deuda sobre Patrimonio					
Flujo de Caja Libre sobre Deuda					
Otros Indicadores					

Las clasificaciones de riesgo ICR están basadas en expectativas del rendimiento futuro. Los indicadores pasados y su tendencia en el tiempo son importantes, no obstante la clasificación final incorporará la opinión de esta Clasificadora respecto a los indicadores futuros, lo que corresponde a una consideración subjetiva pero crítica.

Los indicadores financieros dependen de los datos contables cuyos principios varían para cada emisor clasificado y, en algunos casos, por industria. ICR podría ajustar los indicadores financieros para permitir comparaciones con emisores usando diferentes principios contables.

Favor referirse a **Criterio: Ratios Financieros**, para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.

La liquidez puede ser un factor de riesgo significativo, especialmente para aquellos emisores con baja clasificación o sin grado de inversión. ICR considerará las fuentes disponibles de liquidez, incluyendo caja y flujo de caja, acceso a líneas bancarias, etc., así como el uso de estos fondos (operaciones, gasto de capital, recompra de acciones, dividendos para cada emisor, etc.).

ICR, en conjunto con todos los factores financieros mencionados, considerará las políticas financieras de la compañía (tales como el leverage objetivo, dividendos y políticas corporativas en general que pudiesen situar a los accionistas por sobre los bonistas).

Cuando el análisis de la situación financiera del emisor – a través de los indicadores anteriormente mencionados u otros que serán detallados caso a caso en los informes de clasificación correspondientes – sugiera que la compañía

podría tener dificultades en el levantamiento de capital, será de interés de ICR, la revisión de información de mercado (tales como valor de mercado de la empresa o spreads de crédito).

INDICADORES ADICIONALES EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

Mientras los indicadores primarios anteriormente mencionados serán los más importantes utilizados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero de un emisor, otros indicadores podrían ser usados, tales como los detallados en los párrafos siguientes.

La rentabilidad, particularmente en el corto plazo, podría ser un importante diferenciador de riesgo de crédito, donde la generación de buenos resultados correspondería a una aproximación de la capacidad de la compañía para dar cumplimiento a las obligaciones inmediatas. ICR evalúa la rentabilidad de un emisor a través de varios indicadores, incluyendo el retorno del capital.

Mientras el flujo de caja libre (por ejemplo, neto de cambios en el capital de trabajo, dividendos y gasto de capital, etc.) puede ser volátil y en ocasiones negativo, ICR utiliza, dependiendo del caso, éste u otros indicadores de flujo de caja para evaluar la habilidad de la compañía para generar caja y pagar sus obligaciones.

Combinación entre la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Clasificación de Riesgo del Emisor

La clasificación final del emisor es una combinación del riesgo del negocio y financiero. En algunos casos, el riesgo del negocio tendrá mayor peso relativo que el riesgo financiero para determinar el riesgo del emisor, situación que será detallada en cada informe de clasificación.

En las escalas más baja de clasificación del negocio, el riesgo financiero y los indicadores de liquidez juegan un rol mucho más importante, y el riesgo del negocio debería recibir un menor peso respecto al que tendría en niveles de clasificación superiores.

Clasificación de Riesgo del Instrumento

- Para mayor información acerca de las etapas del proceso de clasificación y las variables utilizadas para la determinación de un rating corporativo, favor referirse a [Metodología General de Clasificación](#).
- Para una discusión acerca de la relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo, y un mayor detalle en factores relacionados con la liquidez del emisor, favor referirse a [Criterio: Relación entre Clasificaciones de Riesgo de Corto y Largo Plazo](#).
- La existencia de conglomerados financieros puede tener un impacto significativo en la clasificación de instrumentos de deuda pública. Para un mayor detalle respecto a este tema, favor referirse a [Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales](#).
- Garantías y otros tipos de soporte se discuten en [Criterio: Garantías y Otras Formas de Apoyo Explícito](#).
- Consideraciones legales son discutidas en [Criterio: Contratos de emisión – Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default](#).
- Para mayor información de cómo evalúa ICR el gobierno corporativo de una compañía, favor referirse a [Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos](#).
- Favor referirse a [Criterio: Ratios Financieros](#), para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.

Anexo: Operadores de Activos Forestales

ICR también clasifica a aquellos emisores que poseen y gestionan activos forestales. Estas compañías cultivan y cosechan árboles para la venta – como troncos – y pueden vender el excedente de tierras para desarrollo de rentas comerciales, por ejemplo.

Los activos forestales son activos valiosos, que pueden ser vendidos incluso durante condiciones de mercado adversas. Además, los costos de operación y mantención pueden reducirse significativamente para minimizar las necesidades de caja cuando las condiciones de mercados sean desfavorables.

El indicador de valor de los activos sobre la deuda es un factor relevante para la asignación de una clasificación a un operador de activos forestales e ICR usa el ratio como un punto de partida en la clasificación asignada.

Para determinar la valorización de los activos forestales, ICR revisará ciertas características de estos activos, tales como rendimiento, ubicación y exposición a factores ambientales. El cuadro de abajo muestra la relación entre el ratio de valorización de los activos sobre la deuda y la clasificación del emisor.

Indicadores primarios (N° de veces)	Nomenclatura				
Valor de los activos forestales sobre la deuda	Excepcional	Superior	Adecuado	Débil	Bajo
Cobertura de Gastos Financieros					

Para ICR, la rentabilidad de los operadores de activos forestales y la cobertura de gastos financieros son indicadores relevantes para los operadores de activos forestales. No obstante, esta Clasificadora hace hincapié en que estos indicadores pueden ser menos significativos para determinar el riesgo de crédito para un operador de activos forestales en el corto plazo, especialmente en mercados con condiciones económicas desfavorables.

Los operadores de activos forestales tienen costos de puesta en marcha que suelen ser bajos y pueden ser cubiertos a través de la venta de algunos terrenos o a través de su mejor uso. Los operadores de activos forestales tienen la capacidad de restringir la cosecha y evitar la venta de madera a precios bajos durante un período de contracción del mercado, optimizando con ello, el retorno a los accionistas.

ICR valora positivamente la estabilidad de las utilidades y evalúa negativamente a compañías que mantienen rentabilidades que varían significativamente de un período a otro. Una alta volatilidad de las utilidades incrementa el riesgo de la compañía sobre todo en momentos de contracción del mercado.

La gestión financiera también es un factor relevante de considerar, en el sentido que un operador de activos forestales orientado hacia una gestión discrecional de gastos (inversiones, distribuciones de dividendos, etc.) minimiza el déficit de flujo de caja libre y puede financiar estos déficits con deuda y/o venta de activos.

METODOLOGÍAS DE CLASIFICACIÓN

Metodología de Clasificación de Compañías en la
Industria Forestal

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018



Finalmente, la gestión de activos forestales (incluyendo prevención de plagas, incendios, etc.) es un factor relevante en la clasificación de estas empresas, por tanto ICR esperaría encontrar un presupuesto que destine suficientes recursos a estas funciones.