

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
Bonos/solvencia	BBB	Modificación	Positiva	Ratificación	General de empresas; Metodología industria forestal

Fundamentos de Clasificación

Ante la materialización de la venta de activos de MASISA ubicados en Argentina y Brasil, ICR Clasificadora de Riesgo **modifica la clasificación asignada a la solvencia y bonos de MASISA desde categoría BBB-hasta categoría BBB**. La tendencia, por su parte, se ratifica en Positiva.

El cambio de clasificación obedece al impacto que las operaciones tendrían en la compañía una vez que los fondos recaudados sean destinados al pago de deuda. Respecto a estas operaciones:

- **Argentina:** La operación se materializó el 29 de septiembre de 2017 e incluyó los activos industriales de MASISA ubicados en Concordia, Argentina (2 líneas de tableros MDF con capacidad instalada de 280.000 m³ anuales; 2 líneas de tableros de recubrimiento de folio con capacidad instalada de 40.000 m³ anuales; líneas de molduras MDF con capacidad instalada anual de 74.000 m³).

La venta fue por un monto bruto de US\$ 155 millones y el acuerdo entre la empresa austriaca Egger Holzwerkstoffe GmbH y MASISA incluyó una cláusula de *non-competite* por seis meses.

Para MASISA, esta operación representa cerca del 18% del EBITDA recurrente de la compañía (a septiembre de 2017, últimos 12 meses) y generaría una utilidad de US\$ 97 millones.

- **Brasil:** La operación se materializó el 6 de diciembre de 2017 e incluyó el 100% de los activos de MASISA en Ponta Grossa-Paraná y Montenegro-Rio Grande do Sul (1 línea de tableros MDF con una capacidad instalada de 300.000 m³ anuales; 1 línea de tableros MDP con una capacidad instalada de 650.000 m³ anuales; 4 líneas de recubrimientos melamínicos con una capacidad total instalada de 660.000 m³ anuales).

La venta fue por un monto bruto de US\$ 103 millones y el acuerdo entre las empresas chilenas Celulosa Arauco y MASISA incluyó una cláusula de *non-competite* por dos años para la venta de productos y tres años para instalar fábricas.

Para MASISA, esta operación representa cerca del 10% del EBITDA recurrente de la compañía y generaría una pérdida de US\$ 128 millones.

En opinión de ICR la enajenación de ambas operaciones tiene un impacto positivo en el riesgo de la compañía, en el sentido que se reduce de manera significativa la deuda de la empresa, sumado a la

menor exposición a economías consideradas como de mayor riesgo. Respecto a esto:

- **Situación financiera:** Para MASISA, la enajenación de ambas operaciones significa una menor generación de ingresos y de EBITDA por cerca de 30% y 25%, respectivamente.

En términos de deuda, estas operaciones permitirían pagar/preparar obligaciones relevantes, continuando así con el desapalancamiento comenzado en años anteriores, vía venta de activos (principalmente forestales). A lo anterior se suma que el calendario de amortización quedaría menos presionado hacia el 2020, dado el prepago del bono internacional realizado a mediados de noviembre de 2017 (US\$ 200 millones con vencimiento original en 2019).

Por su parte, el costo de la deuda disminuiría, mejorando con ello la cobertura de gastos financieros futura, mientras que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA cerraría el 2017 en los menores niveles de los últimos tres años (dado el EBITDA recurrente), considerando que el año se cerraría con nueve meses de EBITDA desde Argentina Industrial y once meses de EBITDA desde Brasil.

Las cifras proforma, esto es, reducción de deuda por el 100% del flujo percibido de las dos enajenaciones y descontado el EBITDA que le aportan las operaciones vendidas, indican que el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se incrementaría a niveles cercanos a 5,3 veces, cifra que: (i) no considera los ahorros de costos por US\$ 15 millones aproximadamente (derivado de la reformulación de la plana corporativa); (ii) se encuentra dentro de los rangos históricos de la empresa; (iii) no considera eventuales incrementos de EBITDA; y (iv) disminuiría considerablemente de materializarse la venta de México.

Cabe destacar que, aun cuando el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se incrementaría luego de las dos ventas materializadas, los períodos anteriores MASISA mantenía un mayor nivel de riesgo derivado de un muy alto stock de deuda, sumado a la variabilidad que le producían ciertas economías en la generación de flujos.

- **Riesgo del negocio:** En opinión de ICR, aun cuando estas enajenaciones producirían menor volatilidad en los resultados de la empresa, éstas impactarían en el riesgo del negocio, en el sentido que tendría un menor nivel de productos ofrecidos, menor diversificación, escala y una reducción significativa de activos prescindibles

que pudieren ser destinados a la venta (de ser necesario), aun cuando la empresa continúa con activos forestales en Chile y Argentina valorizados en más de US\$ 500 millones.

El plan de enajenación de activos incluye, además, la venta de la operación mexicana, sobre la cual existe un acuerdo vinculante con la empresa chilena Celulosa Arauco por US\$ 245 millones. La materialización de esta enajenación podría impactar en un nuevo aumento en la

clasificación de riesgo, dependiendo de las condiciones de cierre de la operación.

La tendencia positiva se ratifica sobre la expectativa que se materialice la venta de los activos mexicanos en las condiciones anunciadas por MASISA, y en el impacto que ello tendría para la compañía en términos desapalancamiento, lo que será evaluado por ICR al momento de su materialización.

Definición de Categorías

SOLVENCIA Y 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	Clasificación	Tendencia	Motivo
24-mar-14	BBB+	En observación	Primera clasificación
17-feb-15	BBB+	En observación	Término clasificación
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
17-jul-17	BBB-	Positiva	Cambio de tendencia (anuncio enajenación activos)
30-oct-17	BBB-	Positiva	Confirmación (materialización venta de activos industriales Argentina)
28-dic-17	BBB	Positiva	Cambio de clasificación (materialización venta de activos Brasil)

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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.