

COMUNICADO MASISA S.A.

Santiago, febrero de 2016

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en Categoría BBB, con tendencia negativa**, la solvencia y bonos de MASISA S.A. (Masisa, la compañía o la empresa).

La clasificación considera, principalmente, las líneas de negocio de la compañía, los costos y materia prima, la integración vertical y eficiencia, intensidad de las inversiones, diversificación, riesgo soberano y situación financiera. Al respecto:

- **Líneas de negocios:** En opinión de ICR, la compañía mantiene una cantidad significativa de productos de valor agregado a base de insumos forestales. Entre estos se encuentran los tableros MDF, PB/MDP y molduras MDF, los que son frecuentemente utilizados por el sector inmobiliario.
- **Costos, materia prima, eficiencia, intensidad de inversiones e integración vertical:** Gran parte de la demanda por insumos forestales la compañía la abastece con bosques propios, ubicados en Chile, Brasil, Argentina y Venezuela. La demanda restante (resinas químicas y madera), es cubierta a través de acuerdos de largo plazo con proveedores de distintas zonas de la región e incluso ha integrado la fabricación de resinas en países como México y Venezuela. Adicionalmente, mantiene una política de diversificar sus fuentes de abastecimiento de residuos de madera de terceros, disminuyendo la dependencia de proveedores individuales. En general, el abastecimiento de insumos se realiza, por lo tanto, desde los mismos mercados en los que opera la compañía y no por medio de la importación de productos.

La compañía 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 esto, la empresa se cubre ante eventuales siniestros mediante seguros con compañías internacionales. Con respecto a eventuales paralizaciones por concepto de negociación colectiva, una proporción relevante de los trabajadores en Chile, México, Argentina y Venezuela, están cubiertos por un convenio colectivo con los sindicatos. Por otro lado, en Brasil, Perú, Ecuador y Colombia, los trabajadores no están sindicalizados. Para evitar esto, Masisa mantiene programas de acercamiento y de compromiso con todos sus colaboradores, siendo reconocido a nivel de la industria por sus programas de capital humano y responsabilidad social, lo que le ha permitido mantener sólo ciertas paralizaciones y costos de mano de obra razonables.

Adicionalmente, cabe destacar que Masisa posee una ventaja competitiva ya que la mayoría de sus aserraderos se encuentran cercanos geográficamente a las plantas industriales, permitiendo mantener el costo de transporte relativamente bajo, especialmente en Chile, donde sus instalaciones se ubican en la séptima y octava regiones.

La compañía presenta un modelo de producción con alto grado de integración vertical, participando desde la gestión de activos forestales hasta la distribución de tableros, lo que permite generar sinergias entre divisiones y optimizar los costos. No obstante, en los últimos dos años la compañía ha vendido parte de sus terrenos forestales, para financiar proyectos o reducir carga financiera, por ende, de volverse una práctica recurrente, le resta integración vertical.

Respecto a sus instalaciones, la empresa cuenta con diez complejos industriales distribuidos en Chile, Argentina, Brasil, Venezuela y México, todos con certificación ISO 9.001, ISO 14.001 y OHSAS 18.001, con excepción de las plantas de Lerma, Zitácuaro y Chihuahua adquiridas en México el año 2013, lo que demostraría el enfoque de la compañía a ajustar su tecnología a los estándares correspondientes y a mantener instalaciones de buen nivel, aun cuando para los próximos períodos existirá una reducción de Capex significativa, donde las inversiones sólo serán en factores muy relevantes para la compañía, por tanto existen bajas necesidades de inversión próximas.

- **Diversificación:** Según estimaciones de la compañía, Masisa se ubica en la primera posición en capacidad instalada en Latinoamérica (excluyendo Brasil), con ventas principalmente domésticas, con exportaciones en mercados clave (algunas economías de la región y Estados Unidos). Al estar significativamente expuesta al sector inmobiliario podría tener un potencial crecimiento en aquellas economías en vías de desarrollo, sin

embargo, el sector inmobiliario es altamente volátil, pudiendo afectar los resultados de la compañía en momentos de contracción. Lo anterior implica que Masisa mantiene cierta volatilidad respecto al ciclo económico.

La compañía mantiene una red de distribución multicanal, que incluye 335 tiendas Placacentro en 11 países (31 tiendas propias y el resto corresponden a establecimientos de terceros, con contratos de comercialización y distribución, similares a una franquicia). Las ventas restantes son a mayoristas, clientes industriales, retail, exportación y otros.

- **Riesgo soberano:** Un elemento de gran relevancia en la clasificación es el riesgo soberano de los países en que opera la compañía. Masisa mantiene presencia en algunas economías calificadas de alto riesgo, como lo son Venezuela (CCC / CCC- a nivel internacional) y Argentina (Default Selectivo a nivel internacional), ambas representando cerca del 34,3% del Ebitda consolidado de la sociedad, estas economías han estado afectas a fuertes devaluaciones. Adicionalmente, se profundizó la desaleracion económica en Brasil (BB+ a nivel internacional) y su moneda fue objeto de fuertes devaluaciones, al igual que los otros dos países ya mencionados. No obstante, este efecto es parcialmente contrarrestado con los dividendos repatriados desde Argentina y las exportaciones en dólares, que se ven beneficiadas por el tipo de cambio.
- **Situación financiera:** A septiembre de 2015, la compañía mantuvo deuda financiera por US\$ 819 millones. Respecto a algunos indicadores financieros, la compañía mantiene niveles de endeudamiento presionados al alza, alcanzando 1,53 veces a septiembre de 2015 (1,06 veces a diciembre de 2014), mientras que la deuda financiera neta sobre ebitda alcanzó 3,59 veces durante el mismo período de medición.

En opinión de esta clasificadora, la política de endeudamiento de MASISA se ve desfavorecida por el entorno macroeconómico de las economías latinoamericanas, debiendo refinanciar y/o vender activos forestales para prepagar algunas obligaciones, de modo tal de lograr una posición menos desfavorable ante la variabilidad de los flujos generados en las economías en las que participa.

En resumen, y en opinión de ICR, el perfil de deuda de la compañía no está alineado con el riesgo y variabilidad que conlleva participar en países económicamente debilitados. Lo anterior significa que, dada la variabilidad de los flujos percibidos, los indicadores de deuda pueden continuar ajustándose. Con todo, se considera positivo, la venta de activos no estratégicos para la recompra de bonos y rebajar así la carga financiera. No obstante, ICR hace hincapié en que la venta de activos no es sostenible en el tiempo como mecanismo de reducción de deuda y que, dado el plan de inversiones sobre la planta en México, existe la probabilidad de que la compañía incorpore deuda para financiar la última etapa de ésta, aunque es necesario señalar que sólo quedan por enterar US\$28 millones para finalizar la inversión en México, sobre un total de inversión de US\$123,5 millones.

Asimismo, las obligaciones de la compañía establecen como covenant de cumplimiento una relación de deuda financiera neta sobre Ebitda de máximo 4,5 veces. A septiembre de 2015, la compañía satisfacía el ratio.

Por su parte, como covenant de incurrencia se estableció un nivel de endeudamiento de 1,4 veces, el cual la compañía cumple muy ajustadamente (1,4 veces). Cabe destacar que este indicador es ajustable por las devaluaciones de las monedas de Argentina y Venezuela, lo que constituye una protección ante los fuertes ajustes cambiarios que han experimentado estas economías.

La tendencia negativa asignada a la clasificación se deriva de la fuerte influencia que tiene el desempeño económico de los países en los que participa y por su correspondiente debilidad cambiaria. Asimismo, la recesión económica por la que atraviesa Brasil (10,8% de Ebitda a septiembre de 2015), en conjunto con una delicada situación política y una depreciación sostenida en su moneda local, añaden un componente adicional de riesgo en la clasificación. Adicionalmente, la aplicación de SIMADI en Venezuela tuvo un impacto negativo a nivel de resultados. Mientras que en Argentina se observó una leve mejora por mayores niveles de precios.

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

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 deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

METODOLOGÍA / CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN

SOLVENCIA

Metodología utilizada: (1) Metodología de industria forestal.
(2) Metodología general de clasificación de empresas.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN

Bonos	mar-14	feb-15	mar-15	oct-15	feb-16
Clasificación	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB
Acción de Clasificación	Primera Clasificación	Término de Clasificación	Nueva Clasificación	Confirmación Clasificación	Confirmación Clasificación
Instrumento	Bono serie H y líneas de bonos N° 439 (serie E), N° 440, N° 560 (serie L), 724 (serie M) y 725 (serie N)	Bono serie H y líneas de bonos N° 439 (serie E), N° 440, N° 560 (serie L), 724 (serie M) y 725 (serie N)	Bono serie H y líneas de bonos N° 439 (serie E), N° 440, N° 560 (serie L), 724 (serie M) y 725 (serie N)	Bono serie H y líneas de bonos N° 439 (serie E), N° 440, N° 560 (serie L), 724 (serie M) y 725 (serie N)	Bono serie H y líneas de bonos N° 439 (serie E), 560 (serie L), 724 (serie M) y 725 (serie N)
Tendencia	En Observación	En Observación	En Observación	Negativa	Negativa
Acción de tendencia	Primera clasificación	Ratificación	Primera clasificación	Modificación	Ratificación

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.

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.