

### Masisa

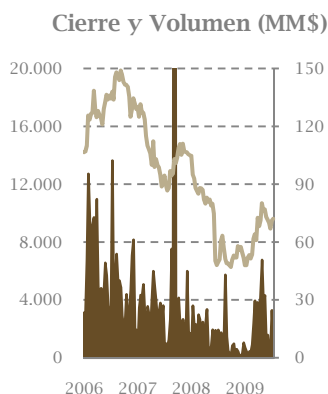
28 de Julio de 2009

Carla Araya S.  
caraya@euroamerica.cl

<b>Recomendación:</b>	<b>Mantener</b>
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 86</b>
Ultimo Precio:	\$ 72
Riesgo Inversión:	Alto
Sector:	Industrial
Ticker Bloomberg:	MASISA CI

Masisa produce y comercializa tableros de madera para muebles y arquitectura de interiores en Latinoamérica. Produce también madera aserrada, puertas y molduras. Cuenta con un patrimonio forestal de alrededor de 238 mil hectáreas plantadas de pino y eucalipto que permiten abastecer el suministro de fibra. Es controlada por el Grupo Nueva con un 65,94% de la propiedad.

#### Desempeño Acción



### Retorno = Riesgos

Iniciamos la cobertura de las acciones de Masisa estimando un precio objetivo de \$ 86 por acción a diciembre de 2010. Respecto del retorno esperado y exigido, el potencial de apreciación es limitado por lo que nuestra recomendación es de mantener. Creemos que las actuales oportunidades de rentabilidad y crecimiento para la compañía se encuentran balanceadas con sus riesgos. En particular, esperamos que tras los débiles resultados de 2009 como consecuencia de la recesión global, las perspectivas debiesen mejorar en los próximos años. Estimamos mejoras en márgenes, crecimientos en volúmenes de ventas alineados con la recuperación gradual de la actividad económica, así como por la nueva planta de tableros en Brasil y una posición financiera relativamente más holgada tras la finalización de su plan de reestructuración de deuda. Dentro de los riesgos consideramos un escenario macroeconómico más negativo al proyectado, la competencia en el mercado brasilero, la alta exposición de la compañía a Venezuela y Argentina y nuevas presiones de costos.

#### Últimos 12 meses

Rentabilidad	-18,1%
Máximo	\$ 89
Mínimo	\$ 46
UPA	US\$0,004
P/U	36,9x
EV/Ebitda	11,8x
P/VL	0,7x
Dividend Yield	1,7%
Float (%)	16,7%
#Acciones (MM)	6.965
Ratio ADR	ND

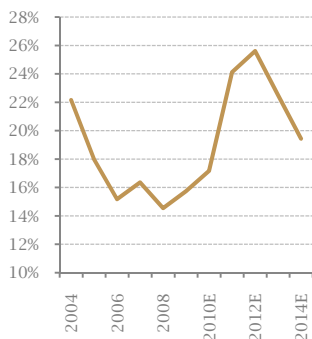
#### Rentabilidad

**Mejoras en márgenes.** Durante el año 2008 la compañía enfrentó alzas de costos principalmente en resinas, energía y madera que en conjunto representan más del 50% del total. Esto sumado a la debilidad de las ventas observadas hacia fines de año, mermó los márgenes de la compañía. La situación se ha revertido durante este año. El precio del petróleo se encuentra en torno a un 50% por debajo de sus máximos, al igual que el de la Urea y Methanol (principales componentes de las resinas). Además, hemos sido testigos de una industria forestal muy deprimida consecuencia de la recesión global que ha permitido en el neto, disminuir los costos de la madera. Así, proyectamos márgenes mejorando gradualmente a partir de este segundo trimestre, en relación a lo observado durante el cuarto trimestre de 2008 y primer trimestre de 2009. En términos anuales, las mejoras las observaremos sólo a partir del año 2010. La nueva planta de tableros PB en Brasil, más eficiente, también debiese aportar a mejorar los márgenes.

### Información Operacional

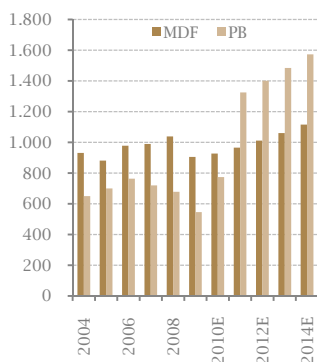
### Crecimiento

Margen Ebitda



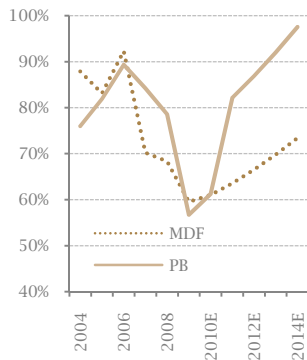
Fuente: SVS, Estudios EuroAmerica

Volúmenes venta tableros (miles m<sup>3</sup>)



Fuente: Masisa, Estudios EuroAmerica

Factores utilización



Fuente: Masisa, Estudios EuroAmerica

**Nueva planta de tableros MDP o PB en Brasil.** Esperamos una recuperación de los volúmenes de venta de tableros Particle Board (PB) en línea con la recuperación gradual de la economía y del sector construcción en particular. Adicionalmente, la nueva planta construida en Brasil debiese aportar positivamente al crecimiento. Ésta cuenta con una capacidad anual de 750 mil m<sup>3</sup>/año y permitirá incrementar la capacidad conjunta de producción en 31%. La planta inició sus operaciones en junio de 2009 y debiese producir durante este año unos 100 mil m<sup>3</sup>, que se incrementarían a 400 mil m<sup>3</sup> durante el año 2010, mientras que hacia el año 2011 debiese estar cercana a su plena capacidad. Consideramos además que tanto el plan habitacional lanzado por el Gobierno de Brasil para la construcción de 1 millón de casas hacia el año 2012, así como el reciente anuncio de fusión entre los principales productores de tableros locales Duratex y Satipel (que de concretarse con éxito concentrarán una cifra en torno al 50% de la industria) agregan atractivo al mercado brasilero.

**Crecimiento de tableros MDF en línea con recuperación gradual de la actividad económica.** En el negocio de tableros Medium Density Fiberboard (MDF) esperamos que los volúmenes de venta se recuperen, tras una caída durante este año 2009 en curso, en línea con el ritmo de la actividad económica de los principales países donde la compañía opera que son Brasil, Venezuela, México, Argentina y Chile.

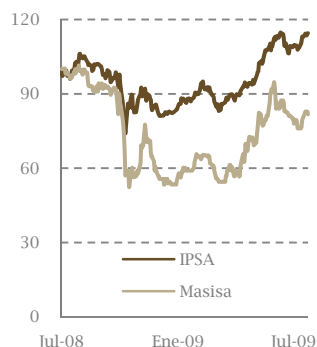
**Negocio madera sólida.** Dentro del negocio de madera sólida, para molduras MDF y puertas, esperamos una lenta recuperación hacia fines de 2010. Éste fue golpeado fuertemente por la crisis inmobiliaria en Estados Unidos, país que representaba su principal destino. En madera aserrada, la debilidad de la industria forestal debiese mantener deprimidas las ventas, las que comenzarían a recuperarse en similar plazo. Nuevos mercados de destino como Asia y Europa debiesen también aportar a la recuperación.

### Valor

**En base a nuestro modelo de flujos de caja descontados, estimamos un precio objetivo a diciembre de 2010 de \$ 86 por acción, superior en 19% al último precio de cierre.** Proyectamos los flujos en dólares correspondientes al período 2009-2019 y un crecimiento a perpetuidad de 2,2% nominal. Nuestras proyecciones suponen además un costo medio del capital (WACC) de 11,6%, a partir de un costo de patrimonio de 15,8%, una tasa de deuda de 7,6% y un leverage de 0,41. Incorporamos en nuestras estimaciones la expansión de la nueva planta en Brasil, que debiese estar operativa casi en su totalidad hacia en año 2011. También una recuperación gradual de los volúmenes de venta en línea con la recuperación de la economía, y por consiguiente del sector construcción, hacia fines de 2010 y comienzos de 2011. Sólo incorporamos un Capex de mantención de US\$ 45 millones anuales. No hay nuevas inversiones programadas.

**Las acciones de Masisa se transan a múltiplos superiores a los de sus pares internacionales, pero similares a sus históricos.** Actualmente las acciones de Masisa se encuentran transando a 36,9 veces su utilidad y 11,8 veces su Ebitda. Estos múltiplos son superiores al promedio de sus comparables internacionales que se transan en promedio a una relación P/U de 13,8x y un ratio EV/Ebitda de 9,4x. También son superiores a los ratios de sus comparables locales. Respecto de su historia, los múltiplos actuales son similares a su promedio en torno a 30 veces su utilidad y en torno a 11 veces su Ebitda. Nuestra estimación de precio objetivo a 2010 es consistente con una relación P/U de 20,5x y EV/Ebitda de 10,3x tomando también como referencia los flujos esperados para ese año.

### Rentabilidad



#### Rentabilidad

Último mes	0,6%
Últimos 3m	14,6%
Últimos 12m	-18,1%

#### Promedio últimos 3 años

##### Crecimiento

Ingresos	12,4%
Ebitda	5,0%
Utilidad	19,0%
UPA	17,5%

##### Rentabilidad

ROA	1,8%
Ventas/Activos	0,45x
Margen Neto	3,9%
ROE	3,1%

#### Empresas comparables

	Prom. 5 años		Prom. 3 años		Actual		Estimado 2009	
	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda	P/U	EV/Ebitda
DURATEX	15,2	7,6	17,1	8,7	11,7	4,9	14,0	7,9
SATIPEL	8,8	5,3	8,8	5,3	17,2	6,0	27,6	9,7
EUCATEX	54,0	2,7	22,8	2,7	5,9	1,8	-	-
BARITO	58,4	-	91,7	-	-	25,4	-	-
FIPLASTO	25,6	-	28,3	-	-	6,5	-	-
HANSOL	13,0	33,7	13,9	48,7	-	-	-	-
HEVEABOARD	11,9	7,4	13,8	7,5	3,9	9,0	-	-
EVERMASTER	52,3	91,2	52,4	20,0	25,4	12,0	29,9	13,2
JOLLY BOARD	62,1	9,6	75,5	11,7	18,5	9,4	25,4	11,4
<b>Comp. internacionales</b>	<b>33,5</b>	<b>22,5</b>	<b>36,0</b>	<b>15,0</b>	<b>13,8</b>	<b>9,4</b>	<b>24,2</b>	<b>10,5</b>
COPEC	19,8	12,5	21,4	12,9	39,9	13,3	27,8	14,2
CMPC	21,1	12,0	21,9	12,1	32,5	7,9	32,0	11,3
<b>Comparables locales</b>	<b>20,4</b>	<b>12,2</b>	<b>21,6</b>	<b>12,5</b>	<b>36,2</b>	<b>10,6</b>	<b>29,9</b>	<b>12,7</b>
MASISA	30,2	11,8	32,6	11,0	36,9	11,8	41,4	11,4

Fuente: Bloomberg, Estudios EuroAmerica

### Utilidades

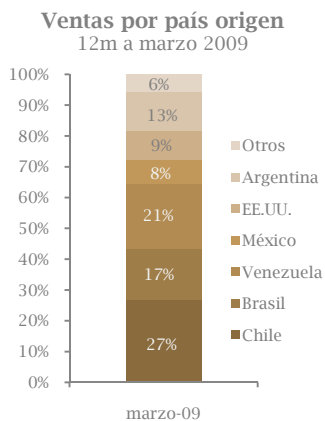
**Esperamos caídas en utilidad y Ebitda para el presente año y una recuperación hacia el año 2010 y 2011.** Para el año 2009 estimamos una caída de 48,3% en la utilidad neta y de 8,9% en el Ebitda, básicamente explicadas por disminuciones en volúmenes de venta de los productos que vende la compañía en sus negocios de tableros, madera sólida y forestal, parcialmente compensadas por mejores márgenes. La recuperación de la región, en particular del sector construcción, junto al crecimiento en los volúmenes de venta por la nueva planta de tableros construida en Brasil (que comenzó sus operaciones en junio pasado), debiese aportar a mejores resultados para los años 2010 y 2011.

### Riesgos operacionales y financieros

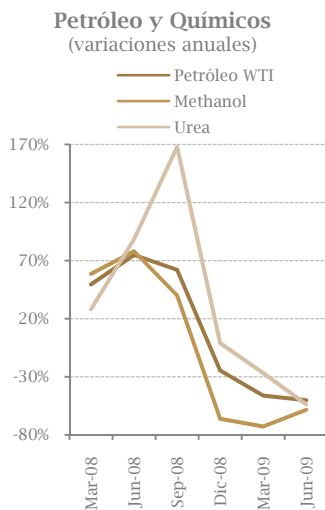
**Escenario macroeconómico más negativo al proyectado.** La normalización del ritmo de la actividad económica hacia el cuarto trimestre de 2009 y una recuperación gradual hacia los años 2010 y 2011 son factores considerados en nuestras estimaciones. Un escenario distinto al proyectado en nuestros flujos, que incluye una velocidad de recuperación inferior, superior o nula, podría afectar nuestras estimaciones.

**Competencia en Brasil.** El principal proyecto de expansión de la compañía actualmente, es la planta de tableros PB en Brasil, mercado en el que otros importantes actores del mercado también se encuentran expandiendo su capacidad de producción, vislumbrándose un riesgo de sobreoferta, que presionaría los precios. Sin embargo, recientes noticias sobre planes fiscales para la construcción de nuevas viviendas y la fusión de los grandes Duratex y Satipel (que concentrarían la industria), aminoran el riesgo, pero no lo eliminan.

### Otros



Fuente: Masisa, Estudios EuroAmerica



Fuente: Bloomberg, Estudios EuroAmerica

### Capacidades de producción

Tableros*	3,1 mill m <sup>3</sup>
Molduras	259 mil m <sup>3</sup>
Puertas	42 mil m <sup>3</sup>
M. aserrada	487 mil m <sup>3</sup>
Plantaciones	238 mil há

\*Incluye nueva capacidad de 750 mil m<sup>3</sup> de Brasil

Fuente: Masisa, Estudios EuroAmerica

**Riesgo Venezuela y Argentina.** En los últimos doce meses finalizados en marzo de 2009, un 21% y 13% de las ventas tuvieron como origen Venezuela y Argentina, respectivamente, mercados que han presentado históricamente un riesgo significativo tanto a nivel político como económico. A nivel de Ebitda, el 74% provino de estos países. Si bien la compañía, ni otras de su sector, no se han visto expuestas a situaciones específicas de riesgo político, es una amenaza latente que se refleja en nuestra alta tasa de descuento.

**Presiones de costos.** Durante el año 2008, la compañía tuvo que enfrentar alzas de costos principalmente en los ítems de energía, materiales e insumos y químicos, explicados básicamente por el alza del precio del petróleo y otros derivados. Si bien esperamos mejoras en márgenes, producto de la caída de éste, no descartamos que futuras alzas puedan mermar nuestras estimaciones y flujos.

**Riesgos financieros.** La clasificación de riesgo de las acciones de Masisa es de primera clase nivel 3 por Feller-Rate y de primera clase nivel 2 por Fitchs Ratings. La clasificación de deuda es de A- por ambas entidades y las perspectivas estables. A marzo de 2009, el Ebitda cubre 3,1 veces los gastos financieros y la deuda financiera es 5,3 veces el Ebitda.

### Otras consideraciones

**Plan de reestructuración financiera.** A fines de abril, tras la suscripción del 97,7% del aumento de capital, la compañía completó su plan de reestructuración de la deuda. Así se redujeron los vencimientos de corto plazo, estructurándola a largo plazo. Sin embargo, no descartamos que la compañía nuevamente tenga que acudir a nuevas emisiones para cubrir sus vencimientos, en particular del año 2011 y 2012. El plan incluyó: i) aumento de capital por un monto aproximado de US\$ 100 millones, con 97,7% de suscripción, ii) colocación de bonos en el mercado local por 3 millones de UF (US\$ 100 millones aproximadamente), iii) obtención de crédito en Brasil por US\$ 45 millones, iv) préstamo bilateral local a largo plazo por US\$ 30 millones, v) reducción de deuda neta en 20%.

**Cierres de operaciones y ventas de activos.** Con el objetivo de centrarse en la producción y comercialización de tableros para muebles y arquitectura de interiores, ser más eficientes y aprovechar de una mejor manera los activos forestales que posee, en los últimos dos a tres años se han producido cierres definitivos de plantas y ventas de activos, los que resumimos a continuación:

23-Dic-2008 Venta de activos en Brasil que incluyeron un aserradero con capacidad de 220.000 metros cúbicos anuales, una línea de molduras finger Joint y 13.511 hectáreas de terrenos, de las cuales 7.140 corresponden a hectáreas plantadas con pino taeda, todos ellos en US\$ 70,25 millones.

12-May-2008 Se concreta la venta del 75% de la planta de tableros OSB a Louisiana-Pacific en US\$ 74 millones, cifra cercana al valor libro. La planta vendida contaba con una capacidad de producción anual de 350.000 metros cúbicos.

### Números Clave

Rango últ 12m	\$46/\$89	UPA últ 12m	US\$0,004	P/U últ 12m	36,9x	EV/Ebitda últ 12m	11,8x	Dividend Yield	1,7%
Rentab. últ mes	0,6%	UPA 2008	US\$0,008	P/U 2008	9,9x	EV/Ebitda 2008	7,2x	% IPSA	0,51%
Rentab. últ 3m	14,6%	UPA 2009E	US\$0,003	P/U 2009E	41,4x	EV/Ebitda 2009E	11,4x	Beta IPSA 12m	2,4
Rentab. últ 12m	-18,1%	Var. UPA +5a	24,6%	P*/U 2010E	20,5x	EV*/Ebitda 2010E	10,3x	Volatilidad 12m	48,8%

### Flujo de Caja Libre (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos explotación	1.053.565	886.933	998.778	1.250.939	1.346.143	1.451.256
Margen operacional	9,6%	10,0%	11,9%	19,8%	21,5%	18,6%
Resultado operacional	100.898	88.373	118.622	247.528	288.957	269.451
- Impuestos	10.967	-25.716	-34.518	-72.029	-84.084	-78.408
+ Dep. y amort.	52.382	51.292	52.876	54.300	55.786	57.338
- Capex	-97.256	-90.000	-45.000	-45.000	-45.000	-45.000
- Capital de trabajo	5.639	44.064	-20.327	-63.256	-23.618	-26.990
Flujo de caja libre	72.630	68.013	71.653	121.544	192.040	176.391

**Precio Objetivo**  
**\$ 86**

### Información Operacional

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ventas (MUS\$)						
Tableros MDF	499	459	481	512	547	587
Tableros PB	227	187	271	474	512	554
Madera aserrada	97	77	81	89	98	109
Trozos	59	63	69	75	82	89
Otros	77	64	64	68	73	78
Ventas (miles m <sup>3</sup> )						
Tableros MDF	1.039	905	928	966	1.011	1.061
Tableros PB	678	546	773	1.325	1.401	1.484
Madera aserrada	411	311	319	340	366	393
Trozos	1.585	1.677	1.771	1.870	1.975	2.086
Otros	127	111	111	117	123	129

### Tasas de Descuento

Tasa libre riesgo	3,7%
Beta patrimonio	0,99
Premio por riesgo	6,0%
Riesgo país	6,2%
Costo patrimonio	15,8%
Costo deuda	7,6%
Impuestos	29,1%
D / A	40,7%
WACC	11,6%
Perpetuidad	2,2%

### Balance General (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Total activos	2.277.477	2.205.610	2.268.956	2.417.698	2.522.331	2.602.566	2.671.511
Caja y equivalente	56.203	16.335	27.734	19.553	66.684	109.140	138.455
Activos circulantes sin caja	576.086	502.813	550.958	704.155	757.960	792.074	828.071
Activos fijos	1.629.041	1.674.041	1.674.041	1.674.041	1.674.041	1.674.041	1.674.041
Otros activos	16.147	12.421	16.223	19.948	23.646	27.311	30.943
Total pasivos y patrimonio	2.277.477	2.205.610	2.268.956	2.417.698	2.522.331	2.602.566	2.671.511
Pasivos circulantes	451.536	248.727	388.852	448.763	348.979	356.102	362.676
Pasivos largo plazo	537.282	664.588	544.588	514.617	616.363	616.363	616.363
Interés minoritario	24.619	27.519	27.519	27.519	27.519	27.519	27.519
Patrimonio neto	1.264.040	1.264.776	1.307.998	1.426.798	1.529.470	1.602.582	1.664.953

### Estado Resultados (Miles de dólares)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ingresos de explotación	1.053.565	886.933	998.778	1.250.939	1.346.143	1.451.256	1.565.613
Costos de explotación	810.991	676.263	743.574	833.769	876.166	986.650	1.109.781
Gastos de administración	141.676	122.297	136.582	169.641	181.020	195.155	210.533
Resultado operacional	100.898	88.373	118.622	247.528	288.957	269.451	245.300
Depreciación y amortización	52.382	51.292	52.876	54.300	55.786	57.338	58.961
Ebitda	153.280	139.665	171.498	301.829	344.743	326.789	304.261
Margen Ebitda	14,5%	15,7%	17,2%	24,1%	25,6%	22,5%	19,4%
Utilidad neta	43.551	22.511	54.478	146.039	175.691	160.957	142.850
Margen neto	4,1%	2,5%	5,5%	11,7%	13,1%	11,1%	9,1%
UPA (US\$)	0,0077	0,0032	0,0078	0,0210	0,0252	0,0231	0,0205

### Glosario

---

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

### Departamento de Estudios EuroAmerica

---

**Luis Óscar Herrera B.**  
Director de Estudios  
lherrera@euroamerica.cl

**Jorge Chang R.**  
Gerente de Estudios de Renta Variable  
jchang@euroamerica.cl

**Carla Araya S.**  
Analista Financiero  
Sector Forestal y Minero  
caraya@euroamerica.cl

**William Baeza L.**  
Analista Financiero  
Sector Utilities  
wbaeza@euroamerica.cl

**Amelia González V.**  
Analista Financiero  
Sector Retail  
agonzalezv@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.