

Equity Research

Fecha	14-Jun
Ticker Bloomberg	MASISA CI
Precio Actual (Ch\$/acción)	71,8
Retorno Potencial	12,8%
Retorno por Div. 2010E	2,2%
Retorno Total Esperado	15,0%
Market Cap (US\$ millones)	935,3
Ponderación IPSA	0,50%
Política de Dividendos	50,0%
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	67,0-84,1
Retorno YTD	-4,2%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	1,4
Total Acciones (MM)	6.965,1
Free Float	34,1%

Estimaciones	2009	2010E	2011E	2012E
Ventas	914	981	1.166	1.336
EBITDA	162	177	216	254
Margen EBITDA	17,7%	18,0%	18,5%	19,0%
Ut. Neta	40	19	36	55
Margen Neto	4,4%	1,9%	3,1%	4,1%
UPA (US\$)	0,01	0,00	0,01	0,01
Div./acción (US\$)	0,00	0,00	0,00	0,00
Div. YTD	1,1%	2,2%	1,0%	2,0%

Múltiplos	2009	2010E	2011E	2012E
VE/EBITDA (x)	9,1	7,7	6,2	5,2
P/Utilidad (x)	25,7	50,4	25,6	17,1
Bolsa/Libro (x)	0,8	0,8	0,8	0,7
P/Ventas (x)	1,1	1,0	0,8	0,7
FCL Yield	1,1%	-1,7%	0,3%	2,8%

Deuda - Rentab.	2009	2010E	2011E	2012E
C. Gastos.Fin.(x)	3,3	3,5	4,4	5,4
Leverage (x)	0,5	0,6	0,6	0,5
ROE	3,0%	1,6%	3,0%	4,4%
ROA	1,7%	0,8%	1,6%	2,4%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile. Cifras en US\$ millones salvo indicación expresa.

Susanne Linhardt
 (562) 8736126 | susanne.linhardt@banchile.cl
 Felipe Mercado
 (562) 8736739 | felipe.mercado@banchile.cl

Precio Objetivo | Ch\$81,0/US\$0,16
Tesis de Inversión

Estamos actualizando nuestra visión de Masisa, fijando un precio objetivo de Ch\$81,0 para fines de 2010 y reiterando nuestra estimación de Mantener (no nos referiremos nuevamente a nuestro antiguo precio objetivo de Ch\$90,0 por acción). Estamos incorporando un mayor nivel de utilización en el negocio de tableros y asumiendo ventas más estables en comparación a nuestra valoración anterior. Sin embargo, hemos reducido nuestra estimación de EBITDA debido a menores márgenes consolidados, considerando la menor contribución de Venezuela (después de la devaluación del Bolívar a comienzos de este año). Mientras las operaciones en este país continuarán mostrando los mayores márgenes en comparación a otros mercados de Masisa, los resultados en dólares prácticamente se redujeron a la mitad, afectando la visibilidad de resultados en 2010E.

Entra Brasil – Sale Venezuela. Con el inicio de las operaciones de la nueva planta de MDP de Montenegro en Brasil, las operaciones de Masisa en este país aumentaron su contribución a los resultados consolidados. Esperamos que esta planta opere a un 60% de capacidad en 2010, lo que junto con una mayor producción en Chile y un favorable escenario de precios debiese ayudar a compensar el menor aporte de Venezuela (que explicó más de un 50% del EBITDA en 2009 versus 26% en el 1Q10). En este contexto, esperamos que las ventas y el EBITDA consolidado muestren un aumento de 7,3% a/a y 9,1% a/a, respectivamente. Mirando hacia adelante, Masisa debiese beneficiarse de: (i) Crecimiento de volúmenes de dos dígitos en 2011E (+10,6% a/a); (ii) Mejoras en eficiencia; y (iii) Precios de venta atractivos, siguiendo la recuperación de la demanda internacional. Así, estimamos un crecimiento de EBITDA de 22,1% a/a en 2011.

Disminución en la capacidad ociosa impulsaría los resultados en el mediano plazo. Esperamos que el negocio de tableros opere con un factor de utilización de 67% en 2010 (versus 49% en 2009). Creemos que la compañía será capaz de incrementar este nivel de uso de capacidad, particularmente en Montenegro y en la planta de Cabrero. En esta última se está desarrollando una nueva línea de MDP (280.000 ton/año que reemplazarán una antigua línea de MDF de 160.000 ton/año). Esta nueva producción entraría durante el 4Q11, alcanzando un 85% de utilización de capacidad durante 2013. De este modo, esperamos que el EBITDA crezca a razón de dos dígitos al menos hasta ese año.

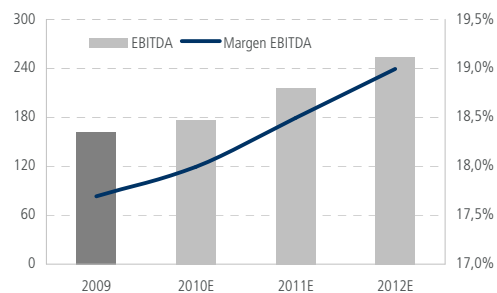
A pesar del débil desempeño bursátil evidenciado durante este año, estimamos que las valoraciones actuales son razonables. Las acciones de Masisa acumulan una caída de 4,2% en lo que va de 2010, por debajo del IPSA y sus principales comparables en Chile (IPSA, CMPC y Copec registran avances de 11,3%, 15,5% y 11,2%, respectivamente). En términos de valoraciones, el múltiplo VE/EBITDA 2010E de Masisa actualmente muestra un descuento de 13,9% respecto al promedio histórico de los últimos dos años, lo que creemos es razonable, debido a que: (i) Venezuela continúa mostrando una elevada incertidumbre; (ii) Necesidades de refinanciamiento de pasivos dificulta la capacidad de crecer (tanto orgánica como inorgánicamente); (iii) La calidad de entrega de información se ha deteriorado gradualmente.

Riesgos de Inversión

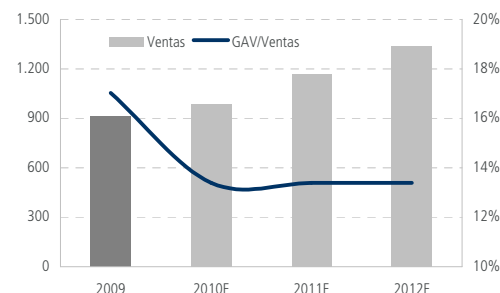
Cambio en la demanda o en la competencia podría afectar nuestros supuestos de utilización de capacidad.

Empeoramiento en las condiciones del mercado venezolano impactarían nuestra estimación de EBITDA.

Escasa holgura financiera podría implicar un mayor costo de endeudamiento.

Evolución EBITDA y Margen EBITDA (2009 - 2012E)


Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Evolución Ratio GAV/Ventas (2009-2012E)


Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

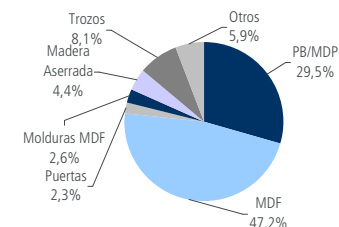
Martes 15 de Junio de 2010

Descripción de la Compañía

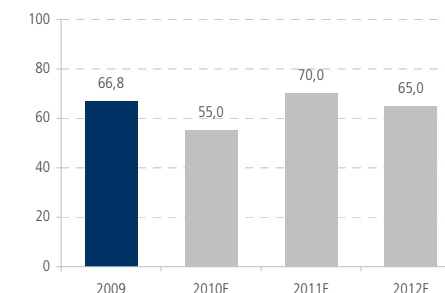
Masisa es una empresa integrada del sector forestal industrial, siendo unos de los mayores productores de tableros de PB y MDF en Latinoamérica, con una capacidad instalada nominal de 3,1 millones de metros cúbicos anuales, y con una participación de mercado cercana al 20% en la región. A nivel local, la compañía es el tercer actor dentro del sector forestal en Chile después de Copec y CMPC.

La compañía cuenta con 238 mil hectáreas plantadas en Argentina, Brasil y Chile, y operaciones productivas en Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela. El negocio de tableros explicaría un 76,7% de las ventas consolidadas de 2010E, que alcanzarían US\$752,4 millones en dicho período.

Masisa es controlada por Grupo Nueva, fondo de capitales suizos, con un 65,9% de la propiedad.

Ventas por Producto (2010E)


Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Evolución CAPEX (2009-2012E)


Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

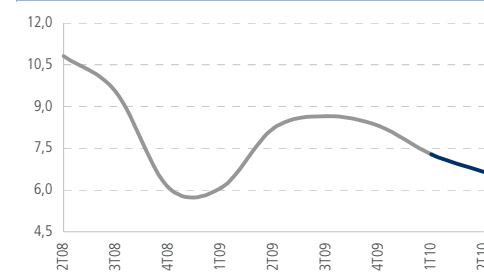
Estado de Resultados (US\$MM)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
Ventas	914	100,0%	981	100,0%	1.166	100,0%	1.336	100,0%
Costos de Explotación	-708	-77,4%	-780	-79,5%	-897	-77,0%	-1.003	-75,1%
Margen Bruto	206	22,6%	201	20,5%	269	23,0%	333	24,9%
GAV	-156	-17,0%	-131	-13,4%	-156	-13,4%	-179	-13,4%
Resultado Operacional	47	5,2%	70	7,1%	113	9,7%	154	11,6%
Depreciación y CFM	-114	-12,5%	-107	-10,9%	-103	-8,8%	-99	-7,4%
EBITDA	162	17,7%	177	18,0%	216	18,5%	254	19,0%
Otros Ingresos Operacionales	20	2,1%	2	0,2%	2	0,2%	2	0,2%
Utilidad Empresas Relacioandas	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros Ingresos No Operacionales	38	4,1%	11	1,2%	11	1,0%	11	0,8%
Amort. Menor Valor de Inversiones	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos Financieros	-49	-5,4%	-51	-5,2%	-49	-4,2%	-47	-3,5%
Diferencias de Cambio	15	1,6%	12	1,2%	12	1,0%	12	0,9%
Utilidad Antes de Impuesto	70	7,7%	45	4,6%	88	7,6%	132	9,9%
Impuestos	-15	-1,6%	-15	-1,6%	-30	-2,6%	-45	-3,4%
Utilidad Consolidada	55	6,0%	30	3,0%	58	5,0%	87	6,5%
Interés Minoritario	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Items Extraordinarios	15	1,7%	11	1,1%	22	1,9%	32	2,4%
Utilidad Neta	40	4,4%	19	1,9%	36	3,1%	55	4,1%
Balance General (US\$MM)	2009	%	2010E	%	2011E	%	2012E	%
TOTAL ACTIVOS	2.360	100,0%	2.203	100,0%	2.236	100,0%	2.262	100,0%
Caja y Equivalente	119	5,0%	113	5,1%	113	5,0%	113	5,0%
Cuentas por Cobrar	156	6,6%	182	8,3%	216	9,7%	248	11,0%
Existencias (Neto)	167	7,1%	167	7,6%	199	8,9%	228	10,1%
Otros Activos Circulantes	175	7,4%	148	6,7%	148	6,6%	148	6,6%
Total Activos Circulantes	616	26,1%	610	27,7%	676	30,2%	736	32,6%
Total Activos Fijos	1.162	49,2%	1.010	45,8%	977	43,7%	942	41,7%
Total Otros Activos	582	24,7%	583	26,5%	583	26,1%	583	25,8%
Total Activos de Largo Plazo	1.744	73,9%	1.593	72,3%	1.560	69,8%	1.526	67,4%
TOTAL PASIVOS	1.017	43,1%	1.068	48,5%	1.073	48,0%	1.063	47,0%
Total Pasivos Circulantes	244	10,3%	318	14,4%	324	14,5%	314	13,9%
Deuda Financiera CP	84	3,5%	157	7,1%	140	6,3%	110	4,9%
Cuentas por Pagar	97	4,1%	117	5,3%	139	6,2%	160	7,1%
Otros Pasivos Circulantes	63	2,7%	44	2,0%	44	2,0%	44	2,0%
Deuda Financiera LP	627	26,6%	569	25,8%	569	25,4%	569	25,1%
Otros Pasivos LP	146	6,2%	181	8,2%	181	8,1%	181	8,0%
TOTAL PATRIMONIO	1.317	55,8%	1.191	54,0%	1.218	54,5%	1.254	55,4%
INTERÉS MINORITARIO	26	1,1%	-55	-2,5%	-55	-2,5%	-55	-2,5%
Flujo de Caja (US\$MM)	2009		2010E		2011E		2012E	
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	40		19		36		55	
Depreciación	114		107		103		99	
Cambio en Capital del Trabajo	63		-6		-44		-40	
Otros Items no Caja	-139		-80		-23		-23	
Flujo por Act. de la Operación	78		39		73		91	
Capex	-67		-55		-70		-65	
FLUJO DE CAJA	11		-16		3		26	

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Flujo de Caja Descontado (US\$MM)	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Resultado Operacional	113	1.153	1.221	1.255	1.289	1.320	1.352	1.387	1.411	1.444
Impuestos	-39	-252	-267	-274	-282	-289	-296	-303	-309	-316
Depreciación y CFM	103	432	429	427	426	424	422	421	420	400
CAPEX	-70	-425	-400	-400	-400	-400	-400	-400	-400	-400
Cambio en Capital de Trabajo	-44	-84	-45	-36	-36	-30	-31	-33	-34	-36
FCL	63	829	944	978	1.003	1.031	1.054	1.078	1.093	1.097
FCL Descontado	56	693	722	683	641	602	562	526	488	448
Valor Residual	719									
VPN 2010	1.527									
Menos: Deuda Financiera Neta + Int. Min.	409									
Market Cap Objetivo	1.118									
Market Cap Actual	935									
Premio (Descuento)	19,5%									
Precio Objetivo (Ch\$)	81,0									
Precio Actual (Ch\$)	71,8									
Retorno Potencial	12,8%									
Retorno por Dividendos	2,2%									
Retorno Total	15,0%									

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Masisa | VE/EBITDA Prospective (x)



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Masisa | Múltiplos Comparables

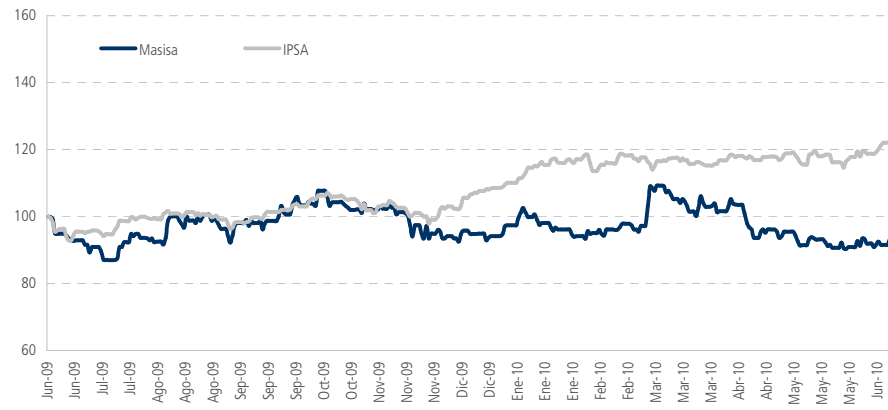
Company	Ticker BLP	Market Cap (US\$ Millions)	Prom.	P/U			VE/EBITDA		
				2010E	2011E	2012E	Prom.	2010E	2011E
Duratex	DTEX3 BZ	3.663	NA	13,5	12,2		NA	9,6	7,6
Eucatex	EUCA4 BZ	292	NA	NA	NA		NA	NA	NA
Brasil		3.955	NA	13,5	12,2		NA	9,6	7,6
Copec	COPEC CI	19.612	25,6	23,8	16,6		14,0	12,5	9,5
CMPC	CMPC CI	8.916	22,9	20,9	14,8		11,2	10,2	8,4
Masisa*	MASISA CI	896	NM	50,4	25,6		8,9	7,7	6,2
Chile		29.423	24,7	23,7	16,3		13,0	11,6	9,1
Tablemac*	TABLEMA CB	95	18,3	25,2	38,5		NA	8,3	6,6
Colombia		95	18,3	25,2	38,5		NA	8,3	6,6
Total Sample		33.660	24,7	22,6	16,0		13,0	11,4	8,9

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

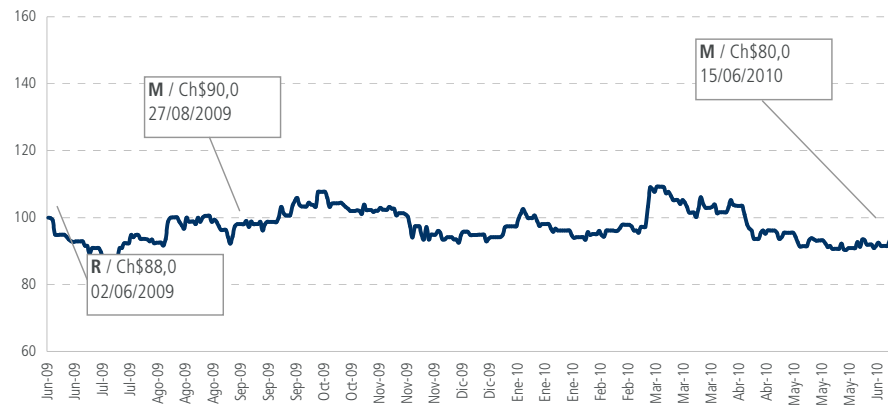
Masisa | Tasa de Descuento (US\$)

Tasa Libre de Riesgo	5,0%
Beta	1,04
Premio por Riesgo	5,5%
Riesgo País	6,5%
Costo Patrimonio	17,2%
Costo Deuda	7,0%
Tasa de Impuestos	34,2%
Costo Deuda Después de Impto	4,6%
Capitalización de Largo Plazo	70,0%
WACC	13,4%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Masisa | Evolución Vs IPSA últimos 12 meses

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Masisa | Recomendaciones Recientes

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y Precios Objetivos	% Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
C: Comprar	40,6%	15,4%
M: Mantener	31,3%	20,0%
R: Reducir	3,1%	100,0%
E/R: En revisión	21,9%	42,9%
Restr.: Opinión Restringida	3,1%	100,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 15 de junio de 2010, antes de la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee acciones de Masisa. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo. Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas. Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile ha suscrito un contrato de asesoría con Masisa.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las (s) empresa (s) mencionada (s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.