

EMPRESAS FORESTALES: PROTEGIDAS FRENTE A LA CRISIS POR SUS VENTAJAS COMPETITIVAS

Contactos: Valeria García - valeria.garcia@feller-rate.cl

En los últimos meses, se ha producido un deterioro de las condiciones de mercado para el negocio forestal, ante la desaceleración de la actividad económica mundial. A ello se suma el desfavorable entorno que el segmento de maderas y remanufacturas viene experimentando desde 2006, a raíz de la crisis del sector inmobiliario y de la construcción en Estados Unidos, y de las crecientes presiones de costos experimentadas por la industria en los últimos 3 años.

Sin embargo, las bajas estructuras de costos de las empresas forestales chilenas frente a sus competidores del hemisferio norte se traducen en capacidad para mantener operaciones rentables, incluso en la parte baja del ciclo de la industria. Por lo anterior, y considerando la existencia de estructuras de capital relativamente conservadoras, Feller estima que no se producirán cambios significativos en la calidad crediticia de la mayoría de las empresas del sector que deriven en cambios en su clasificación de riesgo durante 2009.

La industria de productos forestales es altamente sensible a la actividad económica, lo que se refleja en los resultados de las empresas del sector. Así es como durante 2006 y 2007, un escenario económico mundial favorable, con excepción de Estados Unidos, se tradujo en positivos resultados para la industria a nivel agregado. Éstos estuvieron impulsados, principalmente, por los altos precios prevaletentes para la celulosa a nivel mundial y, en menor medida, para tableros en Latinoamérica, los que compensaron el debilitamiento de los envíos de maderas, remanufacturas de madera y molduras hacia Norteamérica.

Desde comienzos de 2006 y hasta los primeros meses de 2008, una creciente demanda impulsada por Europa y Asia -en particular, por China- se reflejó en que los precios de la celulosa siguieran una sostenida trayectoria al alza, alcanzando niveles históricos. Si bien en el periodo se observaron importantes incrementos en la capacidad instalada, tanto en fibra larga como en fibra corta, el crecimiento de la oferta fue contenido por cierres de plantas de productores en el hemisferio norte. Estos cierres de capacidad

fueron motivados por las presiones que ejercieron las sostenidas alzas en los precios de la energía, el transporte, los productos químicos y otros insumos sobre las desfavorables estructuras de costos. Ello se conjugó, además, con la pérdida de competitividad derivada de la apreciación de las monedas locales respecto al dólar y con problemas de abastecimiento de madera pulpable.

LOS EFECTOS DE LA CRISIS

La profundización de la crisis financiera internacional durante el último trimestre de 2008, sin embargo, se ha traspasado al sector real, derivando en una importante desaceleración de la actividad económica y gatillando una abrupta y significativa caída en los precios de las materias primas, entre los que se incluye el de la celulosa.

Se espera, además, que los efectos de la crisis se extiendan, lo que se refleja en el fuerte ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento para 2009 de la mayoría de las economías. Entre éstas, se incluyen aquellas

que constituyen los principales destinos para las exportaciones nacionales de productos forestales: China, otros países asiáticos y Europa, en el caso de la celulosa; Estados Unidos y México, para maderas, remanufacturas de madera y molduras; y Estados Unidos y países latinoamericanos, para tableros.

Las proyecciones más recientes elaboradas por el Fondo Monetario Internacional estiman una importante desaceleración en el crecimiento, o bien, una entrada en recesión para estas economías.

El carácter global de la ralentización de la actividad económica hace prever que el debilitamiento de la demanda por productos forestales será, por tanto, generalizado.

Para la celulosa, las proyecciones económicas para 2009 no permiten descartar caídas de precios adicionales a las ya observadas ante el debilitamiento esperado en la demanda.

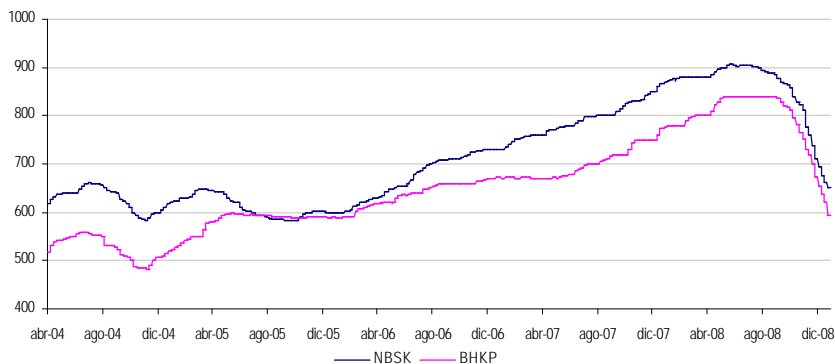
Con todo, en la evolución de los precios será clave la capacidad de la oferta para ajustarse a la menor demanda. Hasta enero, ya se habían realizado anuncios de cierres definitivos o de paralizaciones temporales de plantas, principalmente de productores en el hemisferio norte, equivalentes a una capacidad productiva anual por sobre los 4 millones de toneladas anuales.

Sin embargo, los recientes incrementos en la oferta -principalmente en fibra corta- y, en alguna medida, la recuperación de competitividad de productores del hemisferio norte -ante la depreciación del dólar estadounidense frente a sus monedas- podrían prolongar el tiempo requerido para que los precios lleguen a su punto de inflexión.

En el segmento de maderas, remanufacturas de madera y molduras, las expectativas para 2009 son de un débil desempeño, incluso menor al evidenciado en 2008.

Evolución del precio de la celulosa

(Dólares / ton.)



Crecimiento económico - selección de principales destinos de exportaciones forestales nacionales

(Enero 2009. Porcentaje de cambio anual)

	2007	2008	Proyecciones	
			2009	2010
China	13,0%	9,0%	6,7%	8,0%
Estados Unidos	2,0%	1,1%	-1,6%	1,6%
Japón	2,4%	-0,3%	-2,6%	0,6%
México	3,2%	1,8%	-0,3%	2,1%
Brasil	5,7%	5,8%	1,8%	3,5%
Zona Euro	1,5%	-0,6%	-2,1%	-0,1%
Economías asiáticas industrializadas *	5,6%	2,1%	-3,9%	3,1%

* Incluye Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwan (provincia de China)
Fuente: "World Economic Outlook". Enero 2009. Fondo Monetario Internacional.

Ciclo de crecimiento del pino y el eucalipto

(Años)

	Chile	Nueva Zelanda	Australia	Brasil	Sud África	España
Pina Radiata (Para pdtos. de madera sólida)	23	28	33	-	35	35
Pino Radiata (Para Celulosa)	19	-	30	-	-	30
Eucalipto (Para Celulosa)	10	-	18	8	-	10

Fuente: "Company Overview - Santander's 2009 Conference". Empresas CMPC.

Se estima que el sector de la construcción en Estados Unidos, principal destino de exportaciones de este segmento, continuará desacelerándose durante 2009, con expectativas de que el inicio de construcción de nuevas viviendas caiga otro 30% anual.

Por otra parte, se espera que en 2009 continúe acentuándose el debilitamiento que el sector europeo de la construcción viene experimentando desde fines de 2007. Si bien dicho continente no es un mercado relevante para estos productos, este factor derivará, probablemente, en un intento por parte de los productores del norte de Europa en redireccionar sus exportaciones a mercados que mantendrían mejores condiciones de demanda, como medio oriente. Se crearía así una sobre oferta, pese a los continuos esfuerzos realizados hasta ahora para ajustar la producción -de forma de alinearse a la menor demanda-, la que presionaría los precios a la baja.

Finalmente, el segmento se vería también afectado por la fuerte desaceleración experimentada por el sector inmobiliario local,

que ha derivado en una masiva postergación del inicio de nuevos proyectos.

En el caso del mercado de tableros, la fortaleza de la demanda prevaleciente en América Latina en los últimos años ha permitido mantener los precios en alza, pese a los aumentos de capacidad observados en la industria, particularmente en Chile y, más recientemente, en Brasil. Sin embargo, en los últimos meses del 2008, las empresas participantes en este segmento comenzaron a observar señales de debilitamiento en la demanda, en línea con la desaceleración económica observada.

VENTAJAS COMPETITIVAS DE LAS EMPRESAS LOCALES

Las ventajas naturales asociadas a condiciones climáticas, que permiten el rápido crecimiento de los bosques, así como los relativamente menores costos laborales y de energía benefician a toda la industria forestal en Chile.

Para las mayores empresas del sector, a estas ventajas naturales se suman su condición de productores integrados, que les permite asegurar el suministro y la calidad de la materia prima.

Adicionalmente, el tamaño y modernidad de las instalaciones productivas generan importantes economías de escala y mayores niveles de eficiencia en comparación a la mayoría de sus competidores del norte de Europa, Canadá y Estados Unidos.

Todos estos factores se traducen en una de las estructuras de costos más bajas a nivel mundial, lo que les permite mantener operaciones rentables aún en la parte baja del ciclo de la industria.

IMPACTO SOBRE LA CALIDAD CREDITICIA DE LAS EMPRESAS FORESTALES

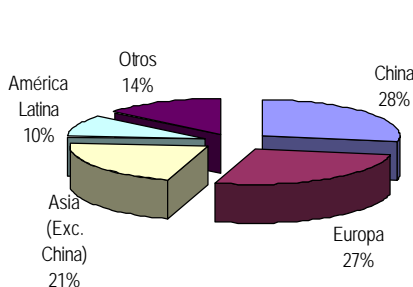
Durante el año 2009, la esperada caída en la demanda y precios para casi la totalidad de los productos forestales afectará la generación de Ebitda de las empresas del sector, con el consiguiente debilitamiento de sus indicadores crediticios.

Sin embargo, la magnitud del impacto dependerá de una serie de factores: la solidez financiera de la empresa, su posición competitiva en los diferentes mercados en que participe, la diversificación de productos y de mercados, el grado de integración de sus actividades y la escala de operaciones.

Asimismo, será relevante la situación de liquidez de la empresa y su grado de acceso a los mercados financieros. Al respecto, cabe señalar que, en los últimos meses, empresas como CMPC o Arauco han colocado o iniciado el proceso para colocar bonos en el mercado local. Si bien históricamente estas empresas han mantenido una robusta posición de liquidez, las colocaciones les permitieron fortalecerla adicionalmente, al incrementar su posición de caja y alargar su estructura de pasivos.

Destino de exportaciones - Celulosa

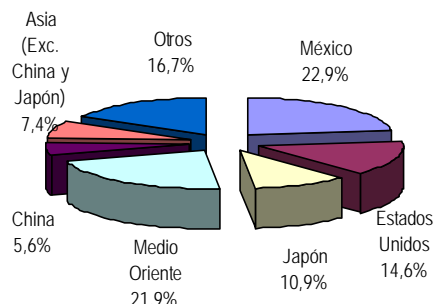
Exportaciones acumuladas periodo enero - noviembre de 2008



Fuente: Elaboración propia en base a información Prochile.

Destino de exportaciones - Madera aserrada

Exportaciones acumuladas periodo enero - noviembre de 2008



Fuente: Elaboración propia en base a información Prochile.

EMPRESAS DEL SECTOR
CLASIFICADAS POR FELLER RATE

Feller Rate clasifica a las mayores empresas forestales chilenas: Celulosa Arauco y Constitución S.A., Empresas CMPC y su filial Industrias Forestales S.A., y Masisa S.A.

Empresas CMPC (AA+ / Estables)

Las clasificaciones de Empresas CMPC se sustentan en su fuerte perfil financiero; su sólida cartera de negocios, producto de una adecuada diversificación de productos y mercados; una estructura de costos altamente competitiva y una fuerte posición competitiva en sus principales mercados, consolidándose como el segundo mayor productor y exportador forestal del país.

Como contrapartida, las clasificaciones incorporan la variabilidad de sus ventas y resultados, asociada a la fluctuación de precios de sus productos; la exposición a mercados más volátiles, a través de sus inversiones en Latinoamérica; y la competencia que afecta a sus mercados.

CMPC es un actor integrado en la industria de productos forestales, contando con el segundo mayor patrimonio forestal de Chile, lo que genera importantes ventajas comparativas asociadas a las sinergias entre las diferentes áreas de negocio y economías de escala. Su principal negocio es la celulosa (55% del Ebitda consolidado), si bien sus diferentes áreas de negocios le proveen una adecuada diversificación de flujos e ingresos. La empresa cuenta, asimismo, con una amplia diversificación en sus mercados de destino.

CMPC es el segundo mayor productor de celulosa del país, con una capacidad de producción que alcanza a 2,0 millones de toneladas anuales.

En 2008, los ingresos consolidados fueron de \$1.874 mil millones, un 7,3% superiores a los registrados en 2007. El comportamiento de las ventas estuvo explicado por favorables condiciones de mercado prevalecientes durante la primera mitad de 2008 para los principales productos de la compañía, lo que implicó mayores volúmenes de ventas y mejores precios promedio; sin embargo, la profundización de la crisis financiera internacional y condiciones propias de algunos mercados impactaron negativamente el desempeño operacional en los últimos meses de dicho año. En particular, destaca el fuerte ajuste a la baja en los precios de la celulosa, con caídas de 38% en el caso de la fibra corta y 35% para la fibra larga, respecto de los máximos alcanzados a mediados de año.

Resumen financiero de las principales empresas forestales

(A septiembre de 2008, millones de dólares)

	Arauco	CMPC	Inforsa	Masisa
Clasificación de Solvencia	AA	AA+	A+	A
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Negativas
Ingresos por Ventas	2.940	2.387	116	822
Ebitda	971	568	34	149
Utilidad	485	246	23	28
Activos Totales	8.773	7.811	706	2.282
Caja y Equivalentes	229	130	71	28
Pasivo Exigible	3.164	2.385	35	985
Deuda Financiera	2.504	2.255	0	700
Patrimonio	5.544	5.296	671	1.283
Margen Ebitda (%)	33,0	23,8	29,5	18,1
Rentabilidad Patrimonial (%)	11,9	6,5	4,3	3,3
Endeudamiento (vc)	0,59	0,44	0,05	0,76
Endeudamiento financiero (vc)	0,46	0,31	0,00	0,55
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	1,9	1,6	0,0	3,6
Ebitda / Gtos. Financieros (vc)	8,1	10,6	319,8	4,7
FFO / Deuda Financiera (%)	40	21	-	21

El margen Ebitda consolidado, en tanto, alcanzó a 22,6% a diciembre de 2008 (28,6% a la misma fecha del año anterior 2007). El debilitamiento de los márgenes responde, fundamentalmente, a las fuertes presiones de costos en el área forestal, derivadas de los mayores precios de la madera, de los insumos químicos y de la energía (prevalecientes hasta el tercer trimestre del año), así como a la abrupta baja en el precio de la celulosa. Los menores márgenes, se reflejaron en una menor generación de Ebitda, que disminuyó en -15,4% con respecto al periodo anterior, alcanzando a \$424 mil millones.

La menor generación de flujos en los últimos 12 meses, junto al efecto de la depreciación del peso sobre obligaciones financieras denominadas mayoritariamente en dólares, se reflejó en un deterioro de los

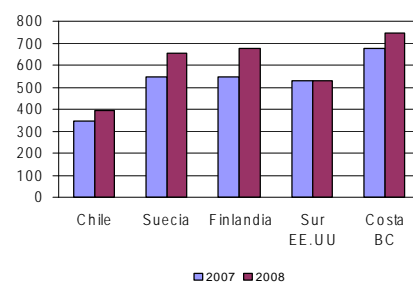
indicadores crediticios. A diciembre de 2008, la cobertura de gastos financieros alcanzó a 10,1 veces (10,8 veces en el periodo anterior); en tanto, la relación deuda financiera neta a Ebitda se incrementó desde 1,6 veces a 2,3 veces.

Se espera observar un debilitamiento adicional en los indicadores crediticios de Inversiones CMPC en los próximos trimestres, ante las perspectivas de un mayor deterioro de las condiciones de mercado.

Sin embargo, Feller Rate estima que la baja estructura de costos de la empresa; su diversificación de productos y mercados; y su conservadora política financiera contribuirán a mitigar dichos efectos y le permitirán mantener un sólido perfil financiero en esta parte baja del ciclo de la industria, tal como ha observado históricamente.

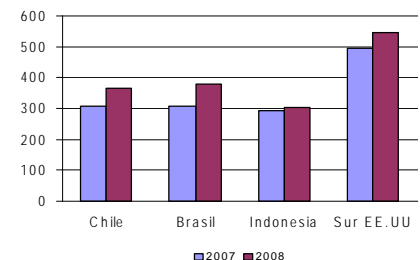
Cash Cost BSKP (*)

(A agosto de 2008)

Fuente: "Company Overview - Santander's 2009 Conference".
Empresas CMPC.

Cash Cost BEKP (*)

(A agosto de 2008)

Fuente: "Company Overview - Santander's 2009 Conference".
Empresas CMPC.

Empresas Forestales: Protegidas Frente a la Crisis por sus Ventajas Competitivas

La empresa mantiene una adecuada posición de liquidez, con recursos en caja y equivalentes por \$145 mil millones a diciembre de 2008 y una generación de flujos de fondos operacionales (antes de variaciones de capital de trabajo), por \$344 mil millones, equivalentes al 33% de la deuda financiera. Sus obligaciones financieras con vencimiento menor a 1 año alcanzaron a los \$162,5 mil millones.

Las perspectivas "Estables" asignadas a la clasificación consideran la fuerte posición de negocios de la empresa, la adecuada diversificación de sus actividades y su condición de productor de celulosa de bajo costo a nivel global, factor que contribuye a moderar potenciales efectos de ciclos desfavorables de precios internacionales en la industria forestal.

Industrias Forestales S.A. (A+ / Estables)

La clasificación asignada a la solvencia de Inforsa refleja una sólida posición de mercado, una conservadora política financiera, una estructura de costos competitiva y el apoyo de su grupo controlador, CMPC.

Como contrapartida, la clasificación considera los riesgos asociados a una alta sensibilidad al ciclo económico, la volatilidad inherente a la industria del papel periódico y la baja participación relativa de esta área de negocio en los resultados e inversiones del grupo.

Inforsa participa en el negocio de la producción y comercialización de papel periódico. Es el principal productor y exportador de papel periódico en Chile, con cerca del 70% de la demanda local y el 66% de los envíos al exterior. La empresa también posee una posición relevante en el mercado sudamericano, con una participación del 15% en el intercambio comercial de la Región.

Latinoamérica continúa siendo el principal destino de exportaciones de papel periódico (del orden del 55% de las ventas físicas), pese a la mayor diversificación alcanzada en los últimos años. El acceso a estos mercados se ve favorecido por su posición de costos y cercanía; no obstante, en éstos la empresa está expuesta a economías relativamente más inestables.

La empresa posee activos forestales a través de su filial Forestal Crecex S.A. El alto grado de integración de la empresa hacia el recurso forestal permite asegurar un autoabastecimiento del 90% de materia prima. La filial forestal mantiene un contrato con Forestal Mininco S.A., empresa relacionada encargada de la administración y explotación de los recursos forestales. Esto

le otorga importantes ventajas estratégicas para la venta de madera y de costos para la producción de papel. La integración de las operaciones de Inforsa le permite mantener una estructura de costos competitiva a nivel internacional.

Si bien los ingresos y flujos de Inforsa reflejan la variabilidad de los precios del papel periódico en los mercados internacionales, su posición de productor de bajo costo le permite obtener rentabilidades positivas incluso en las partes bajas del ciclo del negocio.

Los márgenes de operación de la compañía se han visto moderadamente afectados por los mayores costos asociados a las alzas en los precios de la energía y de la pulpa, si bien se mantienen muy superiores a los márgenes promedio exhibidos por los productores del hemisferio norte. A septiembre de 2008, el margen Ebitda alcanzó a 34,1%, medido en 12 meses (desde 31,3% en 2007 y 33,4% en 2006).

Las perspectivas "Estables" asignadas a la clasificación se sustentan en la posición de bajo costo de la empresa, competitiva a nivel global. Ésta, unida a su muy bajo nivel de endeudamiento, coloca a Inforsa en una buena posición para enfrentar la fluctuación característica del precio del papel periódico y la mayor volatilidad de las ventas en los países latinoamericanos.

Celulosa Arauco y Constitución S.A. (AA / Estables)

La clasificación asignada a la solvencia de Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Arauco) refleja su eficiente estructura de costos, su fuerte posición de mercado en los distintos segmentos del negocio forestal en los que participa y su moderado perfil financiero. En contrapartida, la clasificación considera la alta competitividad de la industria en que participa y la variabilidad de sus ventas y resultados, asociada a la fluctuación de precios de sus productos.

Arauco es uno de los grupos forestales más importantes de América Latina, con ventas consolidadas del orden de los US\$3,9 mil millones. Principal productor de celulosa en Chile y segundo a nivel global, ocupa también el primer lugar en la producción de paneles a nivel sudamericano y es el mayor exportador nacional de madera aserrada.

La producción y comercialización de celulosa es su principal negocio, representando, a septiembre de 2008, el 49% y 52% de los ingresos y del Ebitda consolidado, respectivamente.

Su condición de productor de bajo costo a nivel mundial, constituye su principal ventaja

competitiva y le ha permitido mantener resultados operacionales positivos incluso en la parte baja del ciclo de la industria

La empresa concentra el grueso de sus inversiones en Chile, si bien mantiene activos en Argentina, Brasil y Uruguay. Arauco cuenta con una amplia diversificación de la base de ingresos, a través de sus exportaciones.

Durante 2007 y los primeros nueve meses de 2008, la consolidación de las nuevas inversiones, junto con la mantención de un escenario favorable para la celulosa, se reflejó en incrementos significativos de los ingresos consolidados (25,5% en diciembre de 2007 y 14,2% en septiembre de 2008).

El margen Ebitda consolidado, en tanto, alcanzó a 33,0% a septiembre de 2008, bajando desde 39,1% en igual periodo del año anterior. El debilitamiento de los márgenes responde fundamentalmente a las presiones de costos derivadas de los mayores precios de la madera, de los insumos químicos y de la energía, que no lograron ser contenidas por los mayores precios promedio de la celulosa. Los menores márgenes se reflejaron en una disminución de 3,4% en la generación de Ebitda del periodo, que alcanzó a US\$971 millones.

La menor generación de flujos en los últimos 12 meses implicó un leve deterioro de los indicadores financieros, los que, no obstante, se mantienen robustos, con una cobertura de FFO (flujo de caja operacional antes de variaciones de capital trabajo) sobre deuda financiera que alcanzó a 40% a septiembre de 2008 (44% en septiembre de 2007). En igual lapso de tiempo, la relación deuda financiera a Ebitda anual pasó de 1,7 veces a 1,9 veces; en tanto, pese al menor Ebitda, la cobertura de gastos financieros aumentó desde 7,5 veces a 8,1 veces, debido a los menores gastos financieros del periodo.

Se espera observar un debilitamiento en los indicadores crediticios en los próximos trimestres. Lo anterior, ante las perspectivas de un deterioro adicional de las condiciones de mercado para la industria forestal, por efecto de la desaceleración de la actividad económica mundial. Sin embargo, Feller Rate estima que dichos indicadores debieran mantenerse en niveles acordes a la categoría de riesgo asignada, dado que la empresa ha demostrado, históricamente, que es capaz de mantener un sólido perfil financiero a pesar de las variabilidades que pueda experimentar la industria.

La empresa posee una adecuada posición de liquidez, con un perfil de deuda estructurado en el largo plazo e importantes

recursos líquidos. A septiembre de 2008, la empresa contaba con US\$229 millones en caja y equivalentes, en tanto que sus obligaciones financieras de largo plazo con vencimiento menor a 1 año alcanzaban a US\$173 millones.

Masisa S.A (A / Negativas)

Las clasificaciones asignadas a Masisa se sustentan en su posición de liderazgo en el mercado latinoamericano de tableros para muebles, así como en su competitivo perfil de costos. En contraposición, su desempeño operacional es sensible a los ciclos económicos y a la variabilidad de precios de sus productos y sus principales insumos. Destaca también la creciente competencia en la industria de tableros en la región y los aumentos en los costos de energía y de transporte.

Las perspectivas "Negativas" asignadas a las clasificaciones de Masisa responden, principalmente, al debilitamiento de su posición de negocios, asociado a la creciente y sostenida concentración de sus ingresos y flujos en economías potencialmente más volátiles, y a una menor diversificación de su cartera de productos, respecto de la alcanzada en años anteriores. Asimismo, consideran el potencial deterioro de las condiciones de sus tres principales mercados: Venezuela, Brasil y Argentina, países que representaban un 30,6%, 24,8% y 22,9%, respectivamente, del Ebitda consolidado a septiembre de 2008.

En particular, Feller Rate incorpora en sus expectativas el impacto de la crisis financiera internacional sobre estas tres economías. La contracción del crédito, la menor demanda por exportaciones y la fuerte disminución de los precios de commodities (principal fuente de divisas) derivaría en una menor actividad económica interna, lo que afectaría al sector inmobiliario y, en consecuencia, a las ventas de tableros para muebles. En concreto, las estimaciones de Feller Rate consideran los primeros signos de desaceleración que el sector construcción comienza a mostrar en Brasil, el eventual impacto sobre la economía venezolana de la abrupta baja registrada por el precio del crudo en los últimos meses; y el empeoramiento de la situación política y económica Argentina, con expectativas de una fuerte desaceleración del crecimiento en 2009.

Si bien la compañía ha sido capaz de incrementar sostenidamente sus ventas, esto refleja mayoritariamente la mantención de un escenario favorable en los últimos 2 años, en términos de precios y de demanda en el mercado latinoamericano de tableros. Este factor ha permitido compensar la fuerte desaceleración del sector construcción norteamericano, que ha debilitado en forma significativa las ventas de mayor valor agregado (molduras), dirigidas principalmente a ese mercado.

La menor demanda de la economía estadounidense ha impactado también las exportaciones desde Chile a dicho país y las ventas en México, lo que ha implicado una sostenida concentración del Ebitda de Masisa en economías bajo grado de inversión, como Venezuela y Argentina.

Los márgenes de operación de la empresa se han visto presionados por los mayores costos de la energía y de la madera, y por el alza en los precios de las resinas químicas, uno de los principales insumos. No obstante, los mayores precios de tableros y las eficiencias operacionales alcanzadas han permitido contener los mayores costos y mantener los márgenes relativamente estables. A septiembre de 2008, el margen Ebitda alcanzó a 18,1%, desde 18,3% en 2007 y 17,3% en 2006. Se espera que eventuales bajas en los precios de los insumos permitan compensar las potenciales presiones sobre los márgenes de una caída de los precios, asociada a un debilitamiento de las actuales condiciones de demanda.

A septiembre de 2008, la deuda financiera bruta de Masisa alcanzó los US\$700 millones. El uso de los US\$75 millones recibidos tras el ejercicio (en julio de 2008) de la opción de venta de la participación (48,6%) en Tafisa -adquirida por Masisa en enero de 2008- permitió reducir el stock de deuda financiera, tras el peak alcanzado en marzo de 2008 (US\$771,4 millones). Lo anterior, se reflejó en una disminución del leverage financiero desde 0,60 veces en marzo de 2008 a 0,55 veces en septiembre del mismo año.

La mayor generación de Ebitda y la reducción de la deuda financiera respecto de los niveles registrados en marzo de 2008 permitieron que los indicadores crediticios recuperasen los niveles alcanzados en 2007.

Así, a septiembre de 2008, la relación deuda financiera neta a Ebitda se mantuvo en 3,4 veces desde diciembre 2007; en tanto, en igual periodo, la cobertura de intereses netos permaneció en 6,0 veces.

La empresa se encuentra en la etapa final de ejecución de un plan de reestructuración financiera. En diciembre de 2008, la entidad suscribió un crédito bancario por un monto total de US\$103 millones. En igual fecha, concluyó exitosamente el proceso de licitación de parte de los activos que la entidad posee en Brasil, y que involucrará la obtención de cerca de US\$70 millones. También en diciembre, en Junta Extraordinaria de Accionistas se aprobó un aumento de capital por US\$100 millones, en el cual el accionista controlador, GrupoNueva, se comprometió a suscribir su participación de 65,5% de la emisión. Adicionalmente, en enero de 2009, Masisa colocó bonos en el mercado local por UF3 millones. Los fondos recaudados en las diversas medidas serían utilizados, básicamente, para el pago de pasivos de corto plazo de la entidad.

Feller Rate considera que la reducción de deuda y el alargamiento del perfil de vencimientos, así como el fortalecimiento de la base patrimonial resultantes una vez finalizado el plan de reestructuración, conferirían a Masisa una posición financiera más robusta y una mayor flexibilidad, permitiendo compensar el debilitamiento observado en su perfil de negocios y condiciones de mercado más adversas.

Asimismo, Feller Rate espera que la finalización de la nueva planta de tableros MDP en Brasil -que se estima demandará recursos adicionales del orden de los US\$50 millones- e inversiones adicionales contempladas para el 2009 por un monto cercano a los US\$40 millones sean financiadas principalmente con recursos generados por la operación, de manera de no diluir los avances logrados una vez concretada la reestructuración financiera.

Las clasificaciones de Masisa, sin embargo, podrían ser revisadas a la baja ante un deterioro más allá de lo esperado en las condiciones en sus principales mercados. **FR**