



**“VALORACIÓN DE EMPRESA MASISA S.A.”**  
**Mediante Método de Flujos de Caja Descontados**

**Tesis de grado para optar al grado de**  
**MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Alan Carrasco Astudillo**

**Profesor Guía: Carlos Maquieira**



**MASISA**  
Tu mundo, tu estilo

**Santiago, Julio de 2024**

## **Agradecimientos**

Agradecer a mi novia y familia, por el cariño y apoyo incondicional durante todo este proceso. Sin ustedes, no hubiese podido lograr esto.

Agradecer también a mi padre, que desde el cielo siempre ha guiado mi camino.

¡Muchas gracias!

## ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO	6
1. METODOLOGÍA	7
1.1. Principales métodos de valoración	7
1.1.1. Método de flujos de caja descontados	7
1.1.2. Método de múltiplos	10
1.1.2.1. Múltiplos de ganancias	11
1.1.2.2. Múltiplos de valor libro	11
1.1.2.3. Múltiplos de ventas	11
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	13
2.1. Descripción de la empresa	13
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	13
2.1.2. Negocio Industrial	15
2.1.3. Misión de la empresa	16
2.1.4. Visión de la empresa	17
2.1.5. Propuesta de valor de la empresa	17
2.1.6. Antecedentes de Masisa	17
2.1.7. Filiales	17
2.1.8. Principales accionistas	18
2.1.9 Estructura organizacional	20
2.1.10. Cambio en la estrategia de Masisa	20
2.2. Descripción de la industria	21
2.2.1. Empresas comparables y principales competidores	21
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	26
3.1. Deuda financiera	26
3.2. Patrimonio económico	27
3.3. Valor económico	28
3.4. Estructura de capital	29
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	31
4.1. Costo de la deuda	31
4.2. Beta de la deuda	31
4.3. Estimación del beta patrimonial	32

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

4.4. Beta patrimonial sin deuda	33
4.5. Beta patrimonial con deuda	34
4.6. Costo patrimonial	35
4.7. Costo de capital	35
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	36
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa	36
5.1.1 Análisis de crecimiento de la empresa por segmento	36
5.1.2 Análisis de crecimiento de la empresa por país	38
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	41
5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	42
5.4. Análisis de márgenes de la empresa	43
5.5. Análisis de los activos de la empresa	45
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	45
5.5.2. Capital de Trabajo Operativo Neto	46
5.5.3. Inversiones	49
5.6. Análisis y crecimiento de la industria	51
6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	54
6.1. Ingresos operacionales proyectados	54
6.2 Costos y gastos operacionales proyectados	57
6.3. Resultado no operacional proyectado	60
6.4. Impuesto corporativo proyectado	60
6.5. Estado de resultados proyectado	61
6.6. Estado de resultados proyectado porcentual	62
7. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)	63
7.1. Depreciación y amortización	63
7.2. Inversión en activos fijos	64
7.3. Inversión en reposición	65
7.4. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	65
7.5. Valor terminal	67
7.6. Flujos de caja libre proyectados	67
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	69
8.1. Valor presente de los flujos de caja libre	69

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

8.2. Déficit o exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto	69
8.3. Activos prescindibles y otros activos	70
8.4. Valorización económica de la empresa	71
8.5. Análisis de sensibilidad	72
8.5.1. Análisis de sensibilidad por tasa de crecimiento y costo de capital	72
8.5.2. Análisis de sensibilidad diferencia de precios	73
9. BIBLIOGRAFÍA	75
10. ANEXOS	77
10.1. Balances de Masisa	77
10.2. Estados de Resultados de Masisa	80
10.3. Regresión	81

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1: Antecedentes de Masisa	17
Cuadro 2: Filiales	18
Cuadro 3: Accionistas de Masisa	19
Cuadro 4: Estructura organizacional	20
Cuadro 5: Ratios de Dexco	22
Cuadro 6: Ventas por negocio de Dexco	22
Cuadro 7: Ventas por región de Dexco	23
Cuadro 8: Ratios de Louisiana	23
Cuadro 9: Ventas por negocio de Louisiana	23
Cuadro 10: Ventas por región de Louisiana	24
Cuadro 11: Ratios de Eucatex	24
Cuadro 12: Ventas por negocio de Eucatex	24
Cuadro 13: Ventas por región de Eucatex	25
Cuadro 14: Ratios consolidados de empresas comparables	25
Cuadro 15: Deuda financiera	26
Cuadro 16: Patrimonio económico	27
Cuadro 17: Valor económico	28
Cuadro 18: Estructura de capital	29
Cuadro 19: Promedio estructura de capital	30
Cuadro 20: Datos de la estimación del Beta	33
Cuadro 21: Análisis por segmentos	37
Cuadro 22: Ingresos por país	38
Cuadro 23: Variación de ingresos por país	39
Cuadro 24: Porcentaje de ingresos por país	40
Cuadro 25: Composición del EBITDA	41
Cuadro 26: Variación del EBITDA	41
Cuadro 27: Resultado no operacional	42
Cuadro 28: Margen de ganancia	43
Cuadro 29: Variación margen de ganancia	44
Cuadro 30: Activos operacionales y no operacionales (activos corrientes)	45
Cuadro 31: Activos operacionales y no operacionales (activos no corrientes)	45
Cuadro 32: Capital de trabajo operativo neto	48
Cuadro 33: Inversiones	49
Cuadro 34: Producción de productos a nivel mundial	51
Cuadro 35: Variación de producción de productos a nivel mundial	52
Cuadro 36: Cambio porcentual del PIB por país	55
Cuadro 37: Crecimiento proyectado	56
Cuadro 38: Proyección ingresos operacionales	57
Cuadro 39: Costos y gastos históricos	58
Cuadro 40: Criterios costos y gastos operacionales	59
Cuadro 41: Costos y gastos operacionales proyectados	60
Cuadro 42: Costos y gastos no operacionales proyectados	60

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Cuadro 43: Proyección de impuestos	61
Cuadro 44: Estado de resultados proyectado	61
Cuadro 45: Estados de resultados proyectado porcentual	62
Cuadro 46: Depreciación y amortización histórica	63
Cuadro 47: Inversión en PPE	64
Cuadro 48: Inversión en reposición	65
Cuadro 49: Inversión de Capital de Trabajo Operativo Neto	66
Cuadro 50: Criterio RCTON (días)	66
Cuadro 51: Liberación (inversión de CTON)	66
Cuadro 52: Valor terminal	67
Cuadro 53: Proyección de Flujo de Caja Libre	68
Cuadro 54: Valor presente de los Flujos de Caja Libre	69
Cuadro 56: Activos prescindibles	70
Cuadro 57: Valoración económica de la empresa	71
Cuadro 58: Análisis de sensibilidad	73
Cuadro 59: Análisis de sensibilidad en porcentaje	73

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

## RESUMEN EJECUTIVO

El presente informe tiene como finalidad realizar una valoración económica de la empresa Masisa, utilizando la metodología de Flujo de Caja Descontado.

El trabajo fue realizado utilizando datos históricos al 31 de diciembre de 2022 provenientes de los estados financieros de Masisa, en donde el objetivo es determinar un precio estimado de la acción de Masisa.

En resumen, se obtuvo un valor patrimonial al 31 de diciembre de 2022 de 310.867 miles de dólares, equivalente a un valor de 35,55 CLP por acción, valor que es un 1,58% superior al precio real de la acción correspondiente a 35,00 CLP.

## 1. METODOLOGÍA

### 1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### 1.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de

manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo

marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés).

El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando

los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo).

Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

### 1.1.2. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las

acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados

principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas.

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

## 1.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

## 1.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

## 1.1.2.3. Múltiplos de ventas

Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción

Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas dividida por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

### 2.1. Descripción de la empresa

En esta sección se procederá a describir tanto la historia de Masisa como la industria de la cual participa, sumado a describir acontecimientos y decisiones importantes que tomó la empresa que impactaron tanto en la dirección estratégica como en el desempeño de la compañía.

#### 2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

La empresa fue fundada en 1960 con el nombre “Maderas Aglomeradas Ltda.”, que posteriormente pasó a llamarse “Masisa”, el primer productor de tableros aglomerados en Chile. Posteriormente, desde 1970 comienza a transar sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago.

En los últimos años, Masisa vivió un proceso de transformación en su modelo de negocios. En un principio, la compañía ofrecía a sus clientes soluciones industriales y forestales más enfocadas en la producción y venta de materias primas, para posteriormente dar un giro hacia una estrategia más enfocada en otorgar soluciones y productos de interior que brinden un mayor valor agregado, incluso eliminando la línea de negocios forestal.

Para lograr esto, Masisa decidió realizar un cambio estratégico, que implicó en hacer desinversiones de activos industriales, reducir su deuda financiera y cambiar su modelo de negocios.

En el tiempo actual, Masisa es una compañía que trabaja para transformar los espacios e inspirar la vida de sus clientes a través de diseño, calidad y sustentabilidad, en la fabricación y comercialización de soluciones para muebles y espacios interiores, con productos tales como tableros de fibra de madera (MDF), tablero de partículas de

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

maderas (MDP) y tableros de chips, viruta de madera y aserrín (PB). Así como también, fabrica productos como la melamina, revestimientos, molduras, maderas, entre otros productos de valor agregado.

La empresa cuenta con sus operaciones industriales en Chile y México. Al mismo tiempo, posee oficinas comerciales en Perú, Ecuador, Colombia y Estados Unidos; buscando transformar espacios y así lograr llegar a clientes en todo el mundo con presencia en más de 30 mercados en América Latina, Norteamérica, Centro América y Asia.

Actualmente, Masisa se encuentra ejecutando su plan estratégico, el cual planea potenciar principalmente su estrategia comercial y maximizar su rentabilidad a través de productos y servicios de mayor valor agregado y desarrollar canales de venta con el apoyo de nuevas tecnologías, esto con un modelo de negocios y una propuesta de valor más enfocada en el cliente, concentrando su capacidad industrial principalmente en Chile.

En América Latina el negocio principal de Masisa se centra en entregar soluciones para muebles y arquitectura de interiores, donde cuenta gran capacidad productiva y oficinas comerciales en la región. Por otro lado, hasta hace poco la compañía se incorporó en el mercado norteamericano donde entrega soluciones de molduras, cuyos productos son distribuidos en Estados Unidos y Canadá, en donde actualmente se concentran altamente las ventas.

Antiguamente, Masisa contaba con dos líneas de negocios: industrial y forestal. En esta segunda línea de negocio forestal, la empresa contaba con plantaciones forestales en Argentina donde administraba 72.400 hectáreas, de las cuales 44.300 hectáreas correspondían a plantaciones y bosques, mayoritariamente de eucaliptos y pinos. Sin embargo, con fecha 27 de diciembre del 2022, Masisa acordó con la sociedad argentina Proener S.A.U, filial de la sociedad Central Puerto S.A. un contrato de compraventa de acciones mediante el cual vendió a Proener el total de acciones

que pertenecían a Masisa. De esta manera, a partir de diciembre de 2022 se deja de reconocer esta línea de negocio en los estados financieros de Masisa.

Dado lo explicado anteriormente, en consecuencia, la única línea de negocio vigente en Masisa es la del negocio industrial.

## 2.1.2. Negocio Industrial

Masisa es una empresa productora y comercializadora de tableros de madera en donde sus principales productos son: tableros MDF, tableros MDP, tableros de partículas PB y tableros melamínicos. Así también, vende otros productos complementarios como madera aserrada, molduras MDF, revestimiento de interiores y tapacantos.

Al 31 de diciembre de 2022, la compañía posee tres complejos industriales, donde dos están ubicados en Chile y uno en México, las cuales están encargadas de elaborar los productos de Masisa. A la misma fecha, Masisa Chile industrial tiene una capacidad de producción de 877.000 metros cúbicos anuales para la fabricación de tableros, 350.000 metros cúbicos anuales para recubrimiento de tableros con papeles melamínicos y folios, 21 millones de metros cuadrados anuales para pintado de tableros, 235.000 metros cúbicos anuales para la fabricación de molduras MDF y finalmente, 210.000 metros cúbicos anuales para producción de madera aserrada.

El catálogo de productos de Masisa está compuesto por los siguientes productos:

- MDF: Masisa fabrica tableros de fibra de madera MDF con distintas características, formatos y espesores, los cuales comercializa crudos o revestidos con folios o melaminas.
- MDP: Tableros de partículas de madera especialmente indicado para la producción de muebles de calidad de líneas rectas o formas orgánicas. Sus ventajas son la homogeneidad, resistencia, estabilidad dimensional y densidad, las cuales son ideales para nuevos usos en procesos de impresión, pintura y revestimiento.

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

- Tableros de Partículas PB: Tableros fabricados con chips, viruta de madera y aserrín. Se caracterizan por ser resistentes y livianos. Se utilizan en la fabricación de muebles, principalmente en aquellas aplicaciones en las que se requieren terminaciones planas: Masisa produce tableros de partículas con distintas características, formatos y espesores, comercializándolos crudos o revestidos con folios o melaminas.
- Tableros Melamínicos: Tableros de PB, MDP o MDF, recubiertos por ambas caras con láminas decorativas impregnadas con resinas melaminicas, que le otorgan una superficie totalmente cerrada, libre de poros, dura y resistente al desgaste superficial. Los que se presentan en una amplia gama de colores y texturas.
- Molduras MDF: Las molduras MDF de Masisa se comercializan en distintos perfiles y espesores. Se utilizan principalmente para realizar terminaciones en encuentros pared-piso, pared-techo y en marcos de puertas y ventanas.
- Madera Aserrada: Masisa produce madera aserrada seca y húmeda que se comercializa en varios espesores y largos y se utiliza fundamentalmente en la fabricación de embalajes o pallets, muebles y en la construcción.
- Tapacantos: Cintas de PVC y ABS que cubren los cantos de los tableros de muebles y proyectos de arquitectura interior. Los tapacantos poseen los mismos diseños y texturas que los tableros de melamina Masisa.
- Revestimientos interiores: Soluciones decorativas para revestir muros de interior. Disponible en diversos formatos y terminaciones como melaminicas, enchapadas y pintadas.
- Herrajes: Complementarios para el desarrollo y construcción de muebles como correderas, bisagras, cestas extraíbles, sistemas de elevación, iluminación, entre otros.

### 2.1.3. Misión de la empresa

*“Trabajamos día a día con diseño, calidad, sustentabilidad para apoyar los proyectos y sueños de nuestros clientes, colaboradores, inversionistas y comunidades en donde estamos presentes”.*



## 2.1.4. Visión de la empresa

*“Queremos ser la compañía que mejora la vida de las personas a través de los espacios de los que somos parte con nuestros productos y soluciones innovadoras”.*

## 2.1.5. Propuesta de valor de la empresa

*“Nos enfocamos principalmente en potenciar el desarrollo de productos y soluciones de mayor valor agregado en todos los mercados en los cuales estamos presentes. Siempre teniendo como bases de nuestro modelo la cultura y cambio, la innovación, sostenibilidad y competitividad, junto a la eficiencia de nuestros procesos de negocios”.*

## 2.1.6. Antecedentes de Masisa

A continuación, se presentan los principales antecedentes de Masisa:

**Cuadro 1: Antecedentes de Masisa**

Tipo de Información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	MASISA.SN
Clase de Acción	Acciones ordinarias
Derechos de cada clase	Derecho a voto
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa	Sociedad anónima abierta. Empresa referente Latinoamericana en la producción y comercialización de tableros de madera y soluciones para muebles y revestimientos de interior
Rubro y países donde opera	Industrial Opera en Chile, México, Venezuela, Perú, Ecuador, Colombia y Estados Unidos

Fuente: Elaboración propia a partir de la memoria integrada de Masisa.

## 2.1.7. Filiales

Durante el año 2022, en Masisa ocurrieron cambios en las filiales de Masisa, por ejemplo, Inversiones Terranova S.A. fue absorbida por la controladora Masisa S.A., y así también, el mismo caso ocurrió con Placacentros Chile. Por otro lado, la venta de

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

las sociedades forestales ubicadas en Argentina, hicieron que ya no tenga participación en ellas.

A continuación, se presentan las filiales de Masisa donde posee participación ya sea directa o indirectamente:

**Cuadro 2: Filiales**

País	Nombre Sociedad
Chile	Masisa Forestal SPA
Chile	Masisa Partes y Piezas S.A.
Chile	Masisa Capital Venture SPA
Chile	Scaleup SPA
Brasil	Masisa Brasil Empreendimentos Florestais Ltda.
Colombia	Masisa Colombia S.A.
Colombia	Masizas Placacentros Colombia S.A.S.
Ecuador	Masisa Ecuador S.A.
Panamá	Masisa Overseas S.A.
Panamá	Terranova Panamá S.A.
Perú	Maderas y Sintéticos del Perú S.A.C.
México	Forestal Terranova México S.A. de C.V.
Estados Unidos	Masisa Holding USA Inc.
Estados Unidos	Millwork & Door Sales Group, LLC

*Fuente: Elaboración propia a partir de la memoria integrada de Masisa*

## 2.1.8. Principales accionistas

Al 31 de diciembre de 2023, la empresa Masisa posee 7.480.886.772 acciones suscritas y pagadas correspondientes a un voto por acción, las cuales se transan en el mercado a través de la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile a partir del año 1970.

El accionista controlador de Masisa S.A. ejerce el control de la compañía directamente a través de la sociedad chilena GN Holding S.A. quién es dueña del 70,21% del capital accionario de Masisa.

Por otro lado, el accionista controlador del 100% de las acciones de GN Holding S.A., a través de una sociedad, es la sociedad extranjera Nueva Holding Inc. En donde, el dueño y propietario final del 100% de las acciones de Nueva Holding Inc, a través de

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

una sociedad es la entidad Bamont Trust Company Limited (Bamont), quien actúa en calidad de fideicomisario del fideicomiso constituido de acuerdo con las leyes de Bahamas denominado Viva Trust.

A continuación, se detallan los principales accionistas de Masisa:

**Cuadro 3: Accionistas de Masisa**

NOMBRE O RAZÓN SOCIAL	Nº ACCIONES	% PARTICIPACIÓN
GN HOLDING S.A.	5.252.372.118	70,21%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	384.931.898	5,15%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN (CTA.NUEVA)	342.078.555	4,57%
BANCHILE ADM. GENERAL DE FONDOS S. A.	169.091.545	2,26%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	162.801.022	2,18%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	124.819.113	1,67%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	114.032.654	1,52%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	79.552.589	1,06%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSIÓN C	67.372.345	0,90%
ITAÚ CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	50.084.062	0,67%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSIÓN TIPO A	43.688.457	0,58%
FONDO DE INVERSIÓN SANTANDER SMALL CAP	37.156.434	0,50%
<b>TOTAL</b>	<b>6.827.980.792</b>	<b>91,27%</b>
OTROS ACCIONISTAS	652.905.980	8,73%
<b>TOTAL ACCIONES</b>	<b>7.480.886.772</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Página web de Masisa



Así también, el 20 de marzo de 2020 se informó la firma del contrato para la venta de los activos forestales de MASISA en Chile, a la compañía estadounidense Global Forest Partners LP, a través de Forestal Tregualemu SpA. La transacción alcanzó un monto de 350 millones de dólares y consideró 78.220 hectáreas de plantación, 6.124 hectáreas de bosque nativo y 437,8 hectáreas correspondientes al Vivero San Isidro. Además, de un contrato de largo plazo para el suministro de productos forestales para abastecer las operaciones industriales de la Compañía en Chile.

Con estas recaudaciones para financiar el nuevo plan estratégico, Masisa ha logrado reportar un aumento de \$47.4 millones de EBITDA en 2021 con respecto a 2020 y a la vez, un aumento en su posición de liquidez y solvencia, la cual se expresa en una disminución de la deuda financiera en casi \$800 millones de dólares.

Finalmente, con fecha 27 de diciembre de 2022, Masisa vende a Proener las acciones de Masisa Forestal. Lo anterior, provoca que Masisa deje de participar en el rubro forestal. Centrándose en la transformación de espacios a través de productos que entreguen mayor valor agregado.

## **2.2. Descripción de la industria**

A continuación, se procede a entregar antecedentes sobre la industria en la cual participa Masisa. Es importante mencionar que debido al cambio estratégico de Masisa antes mencionado, la compañía deja de competir con CMPC y Copec, tras dedicarse de ahora en adelante a la fabricación y comercialización de soluciones para muebles y espacios interiores, con productos MDF, MDP, Melamina, Revestimientos, Molduras, Maderas y otros productos de valor agregado. Ante esto, fue necesario buscar nuevas empresas comparables con Masisa.

### **2.2.1. Empresas comparables y principales competidores**

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Como fue mencionado en el punto anterior, el cambio de estrategia de Masisa conllevó un cambio en sus competidores directos, debido a que el rubro que lleva a cabo la compañía es distinto al de antes. Dicho esto, a través de Market Screener fue posible encontrar los siguientes competidores:

- Dexco:

Dexco S.A., anteriormente conocida como Duratex S.A., es una empresa con sede en Brasil dedicada principalmente a la fabricación de paneles de madera. La empresa opera en tres segmentos de negocio: Madera, Deca y Revestimientos cerámicos. La división de madera es responsable de la producción de tableros duros; paneles de partículas de densidad media (MDP); paneles de fibra de densidad media, alta y súper (MDF, HDF y SDF); pisos laminados, denominados Durafloor, y componentes para la industria del mueble. La división Deca, se centra en la producción de productos sanitarios de cerámica y metal bajo las marcas Deca e Hydra. La división de revestimientos cerámicos produce baldosas de porcelana pulida, revestimientos especiales y otros revestimientos bajo las marcas Ceusa y Portinari. La empresa opera plantas industriales y sucursales comerciales en Brasil, Colombia, Perú y Estados Unidos, entre otros.

**Cuadro 5: Ratios de Dexco**

Indicador en MM USD	dic-22
Ventas netas	1.626
EV	1.049
EBITDA	332
EV / EBITDA	3.16X
EV / REV	0.65X

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

**Cuadro 6: Ventas por negocio de Dexco**

Ventas por negocio en MM USD	Ingresos	Porcentaje
Madera	997	61,3%
Deca	409	25,2%

Revestimientos	219	13,5%
<b>Total</b>	<b>1.626</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

#### Cuadro 7: Ventas por región de Dexco

Ventas por región en MM USD	Ingresos	Porcentaje
Brasil	1.320	81,2%
Extranjero	305	18,8%
<b>Total</b>	<b>1.626</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

- Louisiana Pacific Corporation:

Louisiana Pacific Corporation es un proveedor de soluciones de construcción. La empresa fabrica productos de construcción de madera que satisfacen las demandas de constructores, remodeladores y viviendas en todo el mundo. Las ofertas de la empresa incluyen productos y accesorios de construcción, como soluciones de revestimiento, soluciones estructurales y tableros. La empresa opera aproximadamente 23 plantas en Estados Unidos, Canadá, Chile y Brasil.

#### Cuadro 8: Ratios de Louisiana

Indicador en MM USD	dic-22
Ventas netas	3.854
EV	4.207
EBITDA	1.389
EV / EBITDA	3.03X
EV / REV	1.09X

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

#### Cuadro 9: Ventas por negocio de Louisiana

Ventas por negocio en MM USD	Ingresos	Porcentaje
Revestimiento	1.469	38,1%
Tableros de fibra	2.062	53,5%
Louisiana Sudamérica	241	6,3%
Otros	84	2,1%
<b>Total</b>	<b>3.856</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener



# MASISA

Tu mundo, tu estilo

**Cuadro 10: Ventas por región de Louisiana**

Ventas por región en MM USD	Ingresos	Porcentaje
Estados Unidos	3.329	86,4%
Canadá	827	21,4%
Intercompañía	(575)	-14,9%
Sudamérica	273	7,1%
<b>Total</b>	<b>3.854</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

- Eucatex:

Eucatex S.A. es una empresa con sede en Brasil dedicada principalmente a la fabricación de paneles de madera y pinturas. La empresa produce y vende tableros duros, tableros de fibra de densidad media (MDF), tableros finos de fibra de alta densidad (THDF), tableros de partículas de densidad media (MDP), suelos laminados y puertas, entre otros. A través de sus filiales, la empresa también se dedica a la producción y venta de pinturas y barnices decorativos, actividades forestales y distribución de energía eléctrica.

**Cuadro 11: Ratios de Eucatex**

Indicador en MM USD	dic-22
Ventas netas	481
EV	314
EBITDA	89
EV / EBITDA	3.51X
EV / REV	0.65X

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

**Cuadro 12: Ventas por negocio de Eucatex**

Ventas por negocio en MM USD	Ingresos	Porcentaje
Industria y reventa	185	38,5%
Construcción	181	37,7%
Mercados externos	115	23,8%
<b>Total</b>	<b>481</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener



# MASISA

Tu mundo, tu estilo

**Cuadro 13: Ventas por región de Eucatex**

Ventas por región en MM USD	Ingresos	Porcentaje
Brasil	454	94,5%
Extranjero	116	24,2%
Sales taxes and contributions	(81)	-16,9%
Returns	(9)	-1,8%
<b>Total</b>	<b>481</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

Finalmente, para facilitar la comparación, se adjunta el siguiente cuadro resumen:

**Cuadro 14: Ratios consolidados de empresas comparables**

Indicador en MM USD	Dexco	Louisiana	Eucatex
Ventas netas	1.626	3.854	481
EV	1.049	4.207	314
EBITDA	332	1.389	89
EV / EBITDA	3.16X	3.03X	3.51X
EV / REV	0.65X	1.09X	0.65X

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Market Screener

### 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

En esta sección se realizará una estimación de la estructura de capital objetivo para Masisa. Para llevar a cabo esto, se procederá a calcular su deuda financiera, patrimonio y valor económicos de la empresa para posteriormente obtener la estructura de capital histórica y objetivo.

En este proceso se utilizaron los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados publicados por la compañía en CMF con formato IFRS. Estos son presentados en miles de dólares la cual es su moneda funcional y a su vez, será la moneda seleccionada para realizar los cálculos.

#### 3.1. Deuda financiera

La deuda financiera es extraída desde los Estados de Situación Financiera de Masisa para el periodo de estudio comprendido entre diciembre de 2017 a diciembre de 2022. Dicha deuda financiera está compuesta por la suma de Otros pasivos financieros corrientes y Otros pasivos financieros no corrientes, obteniendo la deuda financiera total:

**Cuadro 15: Deuda financiera**

Deuda Financiera M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Otros pasivos financieros corrientes</b>	<b>212.691</b>	<b>137.186</b>	<b>206.436</b>	<b>69.522</b>	<b>44.489</b>	<b>54.566</b>
Préstamos con entidades financieras	199.082	104.877	181.064	62.386	37.459	47.582
Obligaciones con el público, bonos	13.289	24.564	12.625	6.398	5.705	6.391
Instrumentos derivados	170	7.727	6.980	738	1.325	593
Pasivos por arrendamiento	150	18	5.767	-	-	-
<b>Otros pasivos financieros no corrientes</b>	<b>386.857</b>	<b>412.331</b>	<b>274.147</b>	<b>78.808</b>	<b>89.362</b>	<b>74.902</b>
Préstamos con entidades financieras	100.590	157.842	99.699	28.664	44.578	37.166
Obligaciones con el público, bonos	292.242	242.566	141.344	50.144	39.205	37.736
Instrumentos derivados	(7.767)	11.920	16.717	-	5.579	-

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Pasivos por arrendamiento	1.792	3	16.387	-	-	-
<b>Deuda Financiera Total</b>	<b>599.548</b>	<b>549.517</b>	<b>480.583</b>	<b>148.330</b>	<b>133.851</b>	<b>129.468</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros de Masisa

Al analizar la deuda financiera, es posible observar un cambio radical entre los años 2019 y 2020. Esto se explica por el cambio de estrategia que decidió llevar a cabo la compañía, la cual fue financiada con la venta de activos forestales que fueron destinados a pagar bonos emitidos por la compañía. En la actualidad, Masisa estableció como política obtener el financiamiento principalmente a través de la generación operacional y de créditos otorgados por instituciones financieras y el mercado de capitales local, en dólares y unidades de fomento. Para ello, dichas alternativas son evaluadas por profesionales de la compañía y sometidos a la aprobación del Directorio.

### 3.2. Patrimonio económico

Para calcular el patrimonio económico, es necesario extraer el número de acciones suscritas o pagadas de Masisa, las cuales se pueden obtener de los Estados de Situación Financiera o la Memoria de la compañía. Luego, se procede a obtener el precio de la acción de Masisa al último día transable en el periodo de análisis. Finalmente, a través de la multiplicación del precio de la acción por su respectivo tipo cambio y al mismo tiempo por el número de acciones suscritas, se obtiene el Patrimonio económico.

A continuación, se presenta el Patrimonio económico de Masisa en la siguiente tabla:

**Cuadro 16: Patrimonio económico**

Pat. Económico M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Precio de la acción CLP	32,04	37,10	32,16	9,80	11,43	35,00
Número de acciones	7.839.105.29 <sub>1</sub>	7.839.105.29 <sub>1</sub>	7.839.105.29 <sub>1</sub>	7.839.105.29 <sub>1</sub>	7.480.886.77 <sub>2</sub>	7.480.886.77 <sub>2</sub>
<b>Pat. Económico M USD</b>	<b>408.133</b>	<b>419.065</b>	<b>335.470</b>	<b>108.240</b>	<b>100.466</b>	<b>308.836</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Es posible observar una baja importante entre los años 2019 y 2020 al igual que en la deuda financiera. Una posible explicación es que el mercado tomó como una señal negativa la venta de activos forestales por parte Masisa, como un indicio de que no estaba generando los flujos suficientes para mantener sus operaciones o costear sus deudas por apalancamiento. Por otro lado, comenzó la pandemia del Covid-19, la cual afectó enormemente a la industria a la cual pertenece Masisa, de manera tal que los inversionistas probablemente esperaban escenarios negativos como paralización de fábricas (por consecuencia de las cuarentenas), crisis económica y falta de demanda.

Sin embargo, en el año 2022 se observa un fuerte incremento en el precio de la acción de Masisa, lo cual se explica por un desempeño operacional positivo el cual se manifiesta en un aumento consistente en la generación de EBITDA desde el cambio estratégico, provocando una mejora en estructura de capital de Masisa. Otros argumentos que justifican el alza en el precio de la acción son mantener la deuda estable, flujos operacionales positivos cada vez mayores y el crecimiento en las exportaciones a Estados Unidos.

### 3.3. Valor económico

El valor económico corresponde a la suma de la deuda financiera con el patrimonio en sus respectivos años en el periodo de análisis. Este cálculo nos permitirá poder contar con los ratios necesarios para poder calcular la estructura de capital histórica y objetivo de Masisa.

A continuación, se presenta el Valor económico de Masisa en base a lo calculado en el punto 3.1 y 3.2 en la siguiente tabla:

**Cuadro 17: Valor económico**

Valor Económico M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Deuda Financiera	599.548	549.517	480.583	148.330	133.851	129.468
Patrimonio Económico	408.133	419.065	335.470	108.240	100.466	308.836

Valor Económico Total	1.007.681	968.582	816.053	256.570	234.317	438.304
-----------------------	-----------	---------	---------	---------	---------	---------

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

En consecuencia, con lo mencionado en los puntos anteriores, como era de esperar nuevamente en el año 2020 se observa una gran baja en el valor económico total de Masisa. Esto se explica por la disminución de la deuda financiera a través de la venta de activos forestales y la caída del precio de la acción en el año 2020. Por otro lado, al cierre del año 2022 el valor económico total creció casi el doble respecto al periodo anterior.

### 3.4. Estructura de capital

Con el objetivo de obtener la estructura de capital, sumado a los datos recopilados en los puntos anteriores, se procede a calcular los siguientes indicadores para todo el periodo de análisis comprendido entre diciembre 2017 y diciembre 2022:

- Razón de endeudamiento de la empresa (B/V): Corresponde a la proporción del valor económico financiada con deuda
- Razón patrimonio a valor de empresa (P/V): Es la proporción del valor económico financiada por los accionistas
- Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P): Mide el apalancamiento de la empresa considerando deuda y patrimonio económico.

A continuación, se muestra la estructura de capital en la siguiente tabla:

**Cuadro 18: Estructura de capital**

Valor Económico M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
B/V %	59,50%	56,73%	58,89%	57,81%	57,12%	29,54%
P/V %	40,50%	43,27%	41,11%	42,19%	42,88%	70,46%
B/P (veces)	1,47	1,31	1,43	1,37	1,33	0,42

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Es posible observar que durante los primeros 5 periodos Masisa ha mantenido estable la razón de endeudamiento a pesar del cambio establecido en las políticas de financiamiento en el año 2020. Esto se explica porque la baja de la deuda financiera coincide con el periodo de crisis provocado por el Covid-19, lo cual generó una gran caída del precio de la acción que disminuyó el patrimonio económico. Esto trajo como consecuencia que disminuyera tanto la deuda financiera como el patrimonio económico y en la misma línea, también disminuyera el valor económico total. Lo anterior permite observar que si bien se han mantenido similares los ratios, en términos contables los años 2021 y 2022 poseen montos mucho menores.

No obstante, en el año 2022 se observa que la razón deuda a patrimonio de la empresa disminuye en gran medida, lo cual es principalmente explicado por el alza de la acción de Masisa, triplicando su precio respecto al periodo anterior, producto de buenos resultados y una política de financiamiento estable que incluso permitió un alza en el Rating de la compañía por parte de Fitch (de BBB a A-).

Por otro lado, en la siguiente tabla se presenta la estructura de capital histórica para los años 2017-2022 y 2021-2022, y también la estructura de capital objetivo:

**Cuadro 19: Promedio estructura de capital**

Promedio Estructura de Capital	dic-17 - dic-22	dic-21 - dic-22	Objetivo
B/V %	53,27%	43,33%	43,33%
P/V %	46,73%	56,67%	56,67%
B/P (veces)	1,22	0,88	0,88

*Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa*

Al calcular la estructura de capital histórica de Masisa, con el fin representar mejor el antes y después de la compañía (producto del gran cambio que provocó la implementación de la nueva estrategia corporativa), se decidió realizar el cálculo considerando el periodo completo de análisis, así como también, considerando solo el periodo de ejecución de la nueva estrategia. Ante esto, alineado con lo observado anteriormente, Masisa logra mantener la estructura de capital histórica en términos

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

porcentuales, pero no en términos monetarios. Aun así, se considera que lo más representativo es definir la estructura capital objetivo como el promedio del periodo en que Masisa comienza a ver los frutos de la implementación de su nueva estrategia (2021-2022).

## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En esta sección, se realizarán distintos cálculos que permitirán calcular el costo de capital de la empresa Masisa.

Dentro de los supuestos, se establece que tasa de impuestos corporativos corresponde a un 27%, de acuerdo con lo vigente en el SII.

### 4.1. Costo de la deuda

Tras la venta de plantas y propiedades como activos forestales por parte de Masisa para el pago de deuda financiera en función de su nueva política de financiamiento, la compañía adelantó todo el pago de los bonos serie N y quedó solo con un bono vigente. Este corresponde al bono serie L que declara fecha de vencimiento el 15 de diciembre de 2029, el cual posee una Yield to Maturity (YTM) de 4,86% según la plataforma Refinitiv.

Este bono fue utilizado para realizar el cálculo del costo de capital a través del beta de la deuda, debido al alto monto de emisión y la fecha de vencimiento de este.

### 4.2. Beta de la deuda

Para calcular el beta de la deuda, es necesario contar con la tasa libre de riesgo. Esta corresponde a la suma del Treasury Bonds de 10 años al 31 de diciembre de 2022 más un Credit Default Swap para Chile (CDS) a 10 años.

Por lo tanto, la tasa libre de riesgo quedaría de la siguiente forma:

$$R_f = 2,64\% + 1,25\% = 3,89\%$$

Por el lado del Premio por Riesgo de Mercado, ALTAINVER (2022) realizar una estimación del PRM para Chile del 7%, lo anterior basado en el uso de cuatro modelos: Gordon Dinámico de Campbell y Shiller, EHV, Goldman & Sachs y Damodaran.

Finalmente, a través CAPM, se procederá a calcular el beta de la deuda, utilizando la tasa de mercado del bono, o tasa transada.

$$K_b = Rf + \text{Premio Riesgo de Mercado (PRM)} \cdot \beta_b$$

$$\beta_b = \frac{K_b - rf}{PRM}$$

$$\beta_b = \frac{4,86\% - 3,89\%}{7,00\%}$$

$$\beta_b = 0,14$$

Donde:  $K_b$  es el costo de la deuda,  $Rf$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_b$  es el beta de la deuda y  $PRM$  es el premio por riesgo de mercado.

### 4.3. Estimación del beta patrimonial

El beta patrimonial de la empresa es calculado con los precios históricos de las acciones de Masisa y el Índice General de Precios de Acciones (IGPA). Los precios tomados cuentan con una frecuencia semanal entre el periodo comprendido entre el 1 de enero de 2021 y el 31 de diciembre de 2022 y fueron considerados solo los precios del último día hábil de cada semana.

Una vez que se recopilados los 103 datos, se procede a calcular los retornos a través de la siguiente formula:

$$\text{Retorno} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Posteriormente, se calcula el beta de la acción mediante CAPM obteniendo los siguientes valores:

**Cuadro 20: Datos de la estimación del Beta**

Datos de la estimación del beta	dic-22
Beta de la acción	0,9516
P-value	0,00%
Nº de observaciones	103
R <sup>2</sup>	22,58%
Presencia bursátil	100%

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recopilados en Investing*

De acuerdo con los datos estimados, se observa que el beta de la acción es de 0,9516 lo que implica que Masisa posee un riesgo sistemático parecido al de mercado y al mismo tiempo, las acciones son menos volátiles en comparación al mercado.

#### 4.4. Beta patrimonial sin deuda

El beta patrimonial sin deuda  $\beta_p^{S/D}$ , busca comparar el movimiento que posee la acción sin deuda y la compara con el mercado. Para lograr esto, es necesario desapalancar el beta de la acción.

Con los resultados obtenidos en las secciones anteriores, se calculará el beta patrimonial sin deuda  $\beta_p^{S/D}$  mediante la fórmula de Rubinstein que se describe a continuación:

$$\beta_p^{C/D} = \left[ 1 + (1 - Tc) \cdot \frac{B}{P} \right] \cdot \beta_p^{S/D} - (1 - Tc) \cdot \frac{B}{P} \cdot \beta_b$$

Con la fórmula descrita, procedemos a reemplazar los valores para obtener el beta patrimonial sin deuda. De izquierda a derecha, el beta con deuda corresponde al beta patrimonial estimado que es 0,9516, la tasa de impuesto de Chile  $Tc$  correspondiente a 27% la cual es también utilizada en los estados de resultados de Masisa,  $\frac{B}{P}$  corresponde a la razón deuda patrimonio promedio histórica, correspondiente a un

promedio del periodo de 1,22 (veces) deuda sobre patrimonio. Finalmente, el beta de la deuda que es igual 0,14.

Reemplazando en la fórmula:

$$0,9516 = [1 + (1 - 0,27) \cdot 1,22] \cdot \beta_p^{S/D} - (1 - 0,27) \cdot 1,22 \cdot 0,14$$

Despejando obtenemos:

$$\beta_p^{S/D} = 0,57$$

El resultado obtenido nos indica que suponiendo que Masisa no posee deudas, demuestra un nivel de volatilidad más bajo que el mercado y, en consecuencia, también un menor nivel de riesgo sistemático.

#### 4.5. Beta patrimonial con deuda

Para calcular el beta patrimonial con deuda es necesario apalancar el beta patrimonial sin deuda obtenido anteriormente. Para llevar a cabo esto, se utilizará nuevamente la fórmula de Rubinstein, pero esta vez con la estructura de capital objetivo en base a los años 2021 y 2022.

$$\beta_p^{C/D} = \left[ 1 + (1 - T_c) \cdot \frac{B}{P} \right] \cdot \beta_p^{S/D} - (1 - T_c) \cdot \frac{B}{P} \cdot \beta_b$$

Reemplazando en la fórmula:

$$\beta_p^{C/D} = [1 + (1 - 0,27) \cdot 0,88] \cdot 0,57 - (1 - 0,27) \cdot 0,88 \cdot 0,14$$

Resolviendo obtenemos el beta patrimonial con deuda:

$$\beta_p^{C/D} = 0,84$$

#### 4.6. Costo patrimonial

Con los datos obtenidos anteriormente y la fórmula de CAPM se realizará el cálculo de la tasa de costo de capital o costos patrimonial  $K_p$ :

$$K_p = rf + \beta_p^{C/D} \cdot \text{Premio Riesgo de Mercado (PRM)}$$

Reemplazando en la fórmula:

$$K_p = 3,89 + 0,84 \cdot 7,00\%$$

Resolviendo:

$$K_p = 9,79\%$$

#### 4.7. Costo de capital

Mediante la fórmula del WACC se calculará el costo de capital promedio ponderado para Masisa a través de la siguiente fórmula:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - Tc) \cdot \frac{B}{V}$$

Reemplazando en la fórmula:

$$K_0 = 9,79\% \cdot 56,67\% + 4,86\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 43,33\%$$

Finalmente, obtenemos el costo de capital:

$$K_0 = 7,09\%$$

## 5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

En esta sección se buscará comprender las distintas fuentes de generación de ingresos operacionales, estructura de costos y gastos operacionales. Al mismo se analizarán los activos operacionales y no operacionales de la empresa para finalmente calcular y analizar el capital de trabajo operativo neto (CTON).

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En este apartado se realizará el análisis tanto por segmento como por países donde vende Masisa sus productos. Sin embargo, es importante destacar que, a partir de finales de 2022, Masisa elimina el segmento forestal con la venta de sus activos forestales en Argentina, quedando solo el segmento industrial. Aun así, se analizará esta dimensión para evaluar impactos que posteriormente podrían influir en los criterios de proyección del estado de resultados.

#### 5.1.1 Análisis de crecimiento de la empresa por segmento

Como bien se mencionó anteriormente, Masisa con la venta de sus activos forestales deja de poseer el segmento forestal, manteniendo a la fecha solo el segmento industrial.

Aun así, con el fin de evaluar la importancia que tenía el segmento forestal en el negocio, se adjuntan los ingresos, costos de ventas y margen venta por líneas de negocio:

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

**Cuadro 21: Análisis por segmentos**

Segmentos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Ingresos</b>						
Industrial	1.001.414	557.595	388.586	328.546	438.069	501.092
Forestal	137.599	68.216	13.528	245.041	9.508	0
Otros	(81.599)	(13.393)	(131)	(30)	10	0
<b>Total</b>	<b>1.057.414</b>	<b>612.418</b>	<b>401.983</b>	<b>574.157</b>	<b>447.587</b>	<b>501.092</b>
<b>Ingreso segmento / total</b>						
Industrial	95%	91%	97%	57%	98%	100%
Forestal	13%	11%	3%	43%	2%	0%
Otros	-8%	-2%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Costo de ventas</b>						
Industrial	(799.150)	(463.111)	(337.004)	(290.168)	(337.883)	(356.478)
Forestal	(132.935)	(61.999)	(11.009)	(243.054)	(6.584)	0
Otros	81.593	12.621	143	73	(617)	0
<b>Total</b>	<b>(850.492)</b>	<b>(512.489)</b>	<b>(347.870)</b>	<b>(533.149)</b>	<b>(345.084)</b>	<b>(356.478)</b>
<b>Costo de ventas / total</b>						
Industrial	94%	90%	97%	54%	98%	100%
Forestal	16%	12%	3%	46%	2%	0%
Otros	-10%	-2%	0%	0%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Margen de venta</b>						
Industrial	202.264	94.484	51.582	38.378	100.186	144.614
Forestal	4.664	6.217	2.519	1.987	2.924	0
Otros	(6)	(772)	12	43	(607)	0
<b>Total</b>	<b>206.922</b>	<b>99.929</b>	<b>54.113</b>	<b>41.008</b>	<b>102.503</b>	<b>144.614</b>
<b>Margen de venta / total</b>						
Industrial	98%	95%	95%	94%	98%	100%
Forestal	2%	6%	5%	5%	3%	0%
Otros	0%	-1%	0%	0%	-1%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Como es posible observar en el cuadro anterior, en términos de ingresos, el segmento industrial predomina en casi todo el periodo de análisis a excepción del año 2020, en donde se refleja un aumento producto de la venta de terrenos forestales cuyo ingreso estaba destinado a pagar parte de la deuda financiera de la empresa. Del punto de vista del costo de venta, posee un comportamiento similar a los ingresos. Sin embargo, si analizamos el margen de venta, en todos los periodos del análisis el segmento industrial presentó una participación sobre el 94% del margen total.

Dicho esto, si bien solo queda vigente el segmento industrial, no representa un gran cambio en Masisa, ya que, en este segmento está concentrado su negocio casi en su totalidad.

## 5.1.2 Análisis de crecimiento de la empresa por país

La compañía presenta gran presencia en distintos países a nivel mundial, por lo tanto, se buscará comprender de donde provienen sus ingresos a nivel de ubicación geográfica.

A partir de esto, se elabora un análisis por ubicación geográfica apoyado con el siguiente cuadro:

**Cuadro 22: Ingresos por país**

Ingresos por país M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Estados Unidos	86.906	87.521	125.861	121.249	153.091	242.641
Chile	154.786	170.771	125.534	348.646	170.433	131.137
Perú	25.953	27.610	27.636	20.290	19.867	18.886
Colombia	20.017	18.993	14.396	12.947	11.791	18.512
México	166.051	171.947	23.294	14.001	23.468	27.848
Ecuador	10.760	13.193	12.490	9.930	13.493	16.169
Canadá	15.673	7.276	7.505	8.411	9.448	8.546
China	19.637	23.755	17.098	2.867	5.072	2.492
Argentina	108.833	16.984	5.964	7.212	8.519	-
Vietnam	10.931	9.314	4.726	2.420	1.663	1.301
Corea del Sur	11.049	11.842	8.996	1.667	5.241	5.203
Otros	426.818	53.212	28.483	24.517	25.501	28.357
<b>Total</b>	<b>1.057.414</b>	<b>612.418</b>	<b>401.983</b>	<b>574.157</b>	<b>447.587</b>	<b>501.092</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa*

Como es posible observar, la compañía posee presencia a nivel global. Sin embargo, se aprecia como Estados Unidos y Chile han ido predominando en la generación de ingresos a medida que pasa el tiempo. No obstante, el resto de los países fue mostrando cada vez más ingresos menores en proporción a los dos principales destinos de los productos de Masisa.

Para reafirmar el punto anterior, en el siguiente cuadro se muestra la variación anual de ingresos por país:

**Cuadro 23: Variación de ingresos por país**

Var. de ingresos por país	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Estados Unidos	-	1%	44%	-4%	26%	58%
Chile	-	10%	-26%	178%	-51%	-23%
Perú	-	6%	0%	-27%	-2%	-5%
Colombia	-	-5%	-24%	-10%	-9%	57%
México	-	4%	-86%	-40%	68%	19%
Ecuador	-	23%	-5%	-20%	36%	20%
Canadá	-	-54%	3%	12%	12%	-10%
China	-	21%	-28%	-83%	77%	-51%
Argentina	-	-84%	-65%	21%	18%	-
Vietnam	-	-15%	-49%	-49%	-31%	-22%
Corea del Sur	-	7%	-24%	-81%	214%	-1%
Otros	-	-88%	-46%	-14%	4%	11%
<b>Total</b>	-	<b>-174%</b>	<b>-308%</b>	<b>-117%</b>	<b>362%</b>	<b>54%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Como se aprecia en el cuadro anterior, los ingresos de Masisa fueron disminuyendo a través del tiempo. Sin embargo, esto era esperado por parte de la compañía, ya que, su estrategia comercial fue redireccionada desde ingresos provenientes de la venta de materias primas con menor margen a ingresos provenientes de productos con mayor valor agregado que generen mayor margen de venta. Aun así, a pesar de que disminuyeron los ingresos, en las secciones anteriores, se pudo apreciar que los costos de venta disminuyeron en la misma proporción desde el cambio estratégico de Masisa.

Por otro lado, en Chile en el año 2020 se aprecia una variación de ingresos de 178% respecto al periodo anterior, lo cual logra ser explicado e influenciado en gran parte por la venta de terrenos forestales los cuales fueron considerados como ingresos operacionales en donde dichos recursos fueron utilizados para pagar deuda financiera, principalmente bonos emitidos.

Con el fin trazar la transición del cambio estratégico de Masisa, se elabora el siguiente cuadro que muestra el porcentaje de los ingresos que provienen de cada país:

**Cuadro 24: Porcentaje de ingresos por país**

% de ingresos por país	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Estados Unidos	8%	14%	31%	21%	34%	48%
Chile	15%	28%	31%	61%	38%	26%
Perú	2%	5%	7%	4%	4%	4%
Colombia	2%	3%	4%	2%	3%	4%
México	16%	28%	6%	2%	5%	6%
Ecuador	1%	2%	3%	2%	3%	3%
Canadá	1%	1%	2%	1%	2%	2%
China	2%	4%	4%	0%	1%	0%
Argentina	10%	3%	1%	1%	2%	-
Vietnam	1%	2%	1%	0%	0%	0%
Corea del Sur	1%	2%	2%	0%	1%	1%
Otros	40%	9%	7%	4%	6%	6%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Finalmente, con el cuadro anterior es posible observar la transición de la relevancia en los ingresos de Masisa proveniente de Estados Unidos y Chile. A medida que fueron avanzando los años, Estados Unidos se convirtió en el primer lugar dejando incluso a Chile en el segundo. Por el contrario, países como México y Argentina fueron perdiendo relevancia a través del tiempo.

El caso más notorio es el de México, en donde en los años 2018 y 2019 se registraron ingresos operacionales sobre los 160.000 M US\$ de dólares, los cuales posteriormente disminuyeron a cifras cercanas a los 20.000 M US\$.

Respecto a Argentina, se observa una situación similar a la de México, en donde en el año 2019 se registraron ingresos operacionales por un monto de 108.833 M US\$ para posteriormente pasar a ingresos que no superan los 10.000 M US\$ para el resto de los años en el periodo de análisis. Más aun, posteriormente dejó de formar parte de los

ingresos de Masisa por la venta de los activos forestales que se encontraban en Argentina.

Al mismo tiempo y en paralelo, se podría inferir que los productos con mayor valor agregado de Masisa lograron un mayor éxito principalmente Estados Unidos y Chile, debido a que, para los años 2018 y 2019 los ingresos operacionales de ambos países suman más del 30% de los ingresos operacionales totales, mientras que desde el 2020 en adelante, la suma de sus ingresos operacionales suma más del 65% de los ingresos operacionales.

## 5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Para realizar un análisis de los costos de y gastos operacionales de la empresa, se utilizará la composición del EBITDA consolidado, el cual está compuesto por la ganancia bruta, costos de administración, gastos de administración y depreciación y amortización.

Lo anterior se presenta en el siguiente cuadro a continuación:

**Cuadro 25: Composición del EBITDA**

Composición del EBITDA en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ganancia bruta	206.922	99.929	54.113	41.008	102.503	144.614
Costos de distribución	(51.065)	(21.484)	(14.289)	(11.915)	(15.740)	(17.425)
Gastos de administración	(112.412)	(57.270)	(44.197)	(34.535)	(37.504)	(37.435)
Depreciación y amortización	57.567	39.861	27.182	26.099	24.907	21.425
<b>Total EBITDA</b>	<b>101.012</b>	<b>61.036</b>	<b>22.809</b>	<b>20.657</b>	<b>74.166</b>	<b>111.179</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Al mismo tiempo, para un mejor entendimiento en el siguiente cuadro se presenta la variación porcentual anual:

**Cuadro 26: Variación del EBITDA**

Variación del EBITDA	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ganancia Bruta	-	-52%	-46%	-24%	150%	41%
Costos de distribución	-	-58%	-33%	-17%	32%	11%
Gastos de administración	-	-49%	-23%	-22%	9%	0%
Depreciación y amortización	-	-31%	-32%	-4%	-5%	-14%
<b>Total EBITDA</b>	-	<b>-189%</b>	<b>-134%</b>	<b>-67%</b>	<b>186%</b>	<b>38%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Analizando la variación porcentual de la composición del EBITDA, se observa una disminución desde el año 2019 producto del cambio estratégico, pero a partir del 2021 se reflejó un gran aumento en la ganancia bruta en donde se duplicó respecto al año anterior. Una situación similar ocurre con los costos de distribución y gastos de administración, los cuales también van disminuyendo a excepción del año 2021 en adelante, donde aumentan principalmente como consecuencia de los aumentos en las ventas de la compañía.

En consecuencia, es posible observar que el cambio estratégico está generando efectos positivos en los costos de distribución y gastos de administración al ir disminuyendo consistentemente, si bien a partir del año 2021 aumentan los costos de distribución, el efecto positivo es que el incremento se genera en una menor proporción al incremento de la ganancia bruta.

### 5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

En el siguiente cuadro se presentan los resultados no operacionales históricos de Masisa:

**Cuadro 27: Resultado no operacional**

Resultado no operacional en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Otros ingresos	164.236	67.271	(11.934)	(18.221)	5.988	880
Ingresos financieros	10.691	3.698	1.733	521	340	1.196
Costos financieros	(73.667)	(36.577)	(38.534)	(28.039)	(10.061)	(9.616)
Participación en las ganancias de negocios	(54)	-	(43)	-	-	-

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Pérdidas de cambio en moneda extranjera	6.869	5.265	(2.593)	2.955	(4.206)	(6.085)
Utilidad por unidades de reajuste	15.556	442	4.821	3.332	65	138
<b>Total activos no operacionales</b>	<b>123.631</b>	<b>40.099</b>	<b>(46.550)</b>	<b>(39.452)</b>	<b>(7.874)</b>	<b>(13.487)</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

En el cuadro anterior, es posible observar que los costos financieros han ido disminuyendo a medida que transcurre el periodo de análisis, y como este ítem posee directa relación con los intereses otorgados por bonos emitidos, préstamos bancarios, arriendos financieros, arrendamientos y otros intereses financieros, al llevarse a cabo el plan de pago de deuda financiera por parte de Masisa, se provocó el efecto de disminución en los costos financieros. En adición, al cierre del año 2022, los 9.616 M US\$ en costos financieros, se explican mayormente por gasto por intereses en préstamos bancarios y gasto por intereses en bonos.

En el caso de los ingresos financieros, esta cuenta disminuyó considerablemente a través del tiempo, si bien al principio del periodo se observa un elevado monto, este contiene el resultado por la venta de activos industriales en Argentina y al mismo tiempo una ganancia de cambios en valor razonable de activos biológicos. En contraste, al cierre del periodo de análisis, el monto se explica por una ganancia en intereses por inversiones financieras.

## 5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Al momento de analizar los márgenes de Masisa, es evidentemente necesario mencionar que el cambio estratégico y la pandemia fueron factores claves que influyeron en los márgenes de la empresa, lo cual provocó una serie de fluctuaciones en los últimos años. Estos factores se tradujeron en ser una compañía que entregue soluciones y productos de mayor valor agregado con un modelo de negocio centrado más en sus clientes, en donde para lograr esto se decidió, por un lado, disminuir la capacidad industrial a nivel latinoamericano (concentrándose en Chile) y por otro lado maximizar la rentabilidad de dichos productos que entregan mayor valor agregado.

A continuación, en el siguiente cuadro se muestra la variación de los ingresos por venta, costos por venta y ganancia bruta del periodo de estudio:

**Cuadro 28: Margen de ganancia**

Margen de ganancia en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ingresos por venta	1.057.414	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092
Costos por venta	(850.492)	(512.489)	(347.870)	(533.149)	(345.084)	(356.478)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>206.922</b>	<b>99.929</b>	<b>54.113</b>	<b>41.008</b>	<b>102.503</b>	<b>144.614</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Al mismo tiempo, para complementar también se muestra la variación porcentual del margen de ganancia:

**Cuadro 29: Variación margen de ganancia**

Var. M. de ganancia	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Var. Ingresos por venta	-	-42%	-34%	43%	-22%	12%
Var. Costos por venta	-	-40%	-32%	53%	-35%	3%
<b>Var. Ganancia bruta</b>	<b>-</b>	<b>-52%</b>	<b>-46%</b>	<b>-24%</b>	<b>150%</b>	<b>41%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Al observar los márgenes de la empresa Masisa, es posible apreciar en los tres primeros años del periodo de estudio una baja tanto en los ingresos por venta como en los costos por venta, los cuales fueron consecuencia por efecto del cambio estratégico. La situación cambia a partir del año 2020, en donde se observa una variación positiva de 43% en los ingresos por venta, la cual se explica por la venta de activos forestales alineada con la desinversión que decidió realizar la compañía para centrarse en su nueva estrategia de soluciones que entreguen mayor valor agregado a los clientes. Por otro lado, con respecto a los costos, es posible observar que estos aumentaron también drásticamente en el año 2020, incluso en mayor proporción que los ingresos. Este efecto es consecuencia de, en primer lugar, por el alza de las materias primas tales como la madera y los costos asociados a la producción producto de la pandemia y, por otro lado, por un aumento en la demanda que conllevó una mayor producción en

la economía local por estímulos tales como los retiros de las AFP que gatillaron en que muchas personas decidieran tanto ampliar, reparar o remolar sus viviendas.

Aun así, es importante destacar que a pesar de que Masisa venía mostrando grandes disminuciones tanto de ingresos por venta como en costos por venta, si observamos desde el punto de vista de la ganancia bruta, es posible observar que en el año 2021 el cambio estratégico logró obtener un aumento del 150% respecto al año anterior. Lo anterior, permite inferir que el cambio estratégico en el año 2021 si está surtiendo efecto al entregar mayor valor agregado en los productos, lo cual se explica por la disminución de los costos por venta (-35%) como consecuencia de una mejor optimización de estos, que ha permitido ampliar el margen de ganancias que se traduce en mayor ganancia bruta.

## 5.5. Análisis de los activos de la empresa

En esta sección, se realizará un análisis de los activos de la empresa Masisa desde las dimensiones activos operacionales y no operacionales, capital de trabajo operativo neto, inversiones y crecimiento de la industria.

### 5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En esta sección se realizaron los análisis de los activos de la empresa a la fecha de la valorización. En donde se busca identificar los activos operacionales y no operacionales.

A continuación, se muestra la clasificación de activos operacionales y no operacionales de Masisa en la siguiente tabla:

**Cuadro 30: Activos operacionales y no operacionales (activos corrientes)**

Activos corrientes en M USD	dic-22	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	112.707		X
Otros activos financieros corrientes	1.919		X

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Otros activos no financieros, corrientes	1.065	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	76.612	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	-		X
Inventarios corrientes	105.259	X	
Activos biológicos corrientes	-	X	
Activos por impuestos corrientes, corrientes	3.269	X	
<b>Total de activos corrientes distintos de los activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o para distribuir a los propietarios</b>	<b>300.831</b>		
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-		X
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>300.831</b>		

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

**Cuadro 31: Activos operacionales y no operacionales (activos no corrientes)**

Activos no corrientes en M USD	dic-22	Operacional	No Operacional
Otros activos financieros no corrientes	688		X
Otros activos no financieros no corrientes	8.425	X	
Cuentas por cobrar, no corrientes	-	X	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	947		X
Activos intangibles distintos de la plusvalía	125	X	
Plusvalía	5.538	X	
Propiedades, planta y equipo	239.301	X	
Activos biológicos no corrientes	-	X	
Propiedad de inversión	13.888	X	
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	62.518	X	
Activos por impuestos diferidos	75.751	X	
<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>407.181</b>		

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Se identifican los siguientes activos no operacionales:

- Efectivo y equivalente al efectivo: Correspondiente a los saldos de caja, saldos de banco, depósitos a plazo y equivalentes al efectivo.
- Otros activos financieros corrientes: Contempla activos de cobertura que implican contratos de derivados para administrar y/o mitigar riesgos

- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: Son a corto plazo desde 30 a 360 días asociadas a ventas de productos, dividendos por cobrar, entre otros
- Otros activos financieros no corrientes: Corresponde a depósitos a plazo en garantía y derivados de cobertura con el fin de administrar el riesgo por tipo de cambio
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de participación: Son todas las entidades sobre las que la sociedad ejerce influencia significativa pero no tiene control

## 5.5.2. Capital de Trabajo Operativo Neto

En esta sección, se procede a calcular el capital de trabajo operativo neto (CTON) y el ratio CTON (RCTON) para cada año dentro del periodo de estudio.

Lo anterior se calcula a partir de las diferencias de los activos corrientes operacionales respecto a los pasivos corrientes operacionales y, el porcentaje que representan de los ingresos durante el periodo de análisis. En base a esto, el CTON busca establecer una relación que resta los activos corrientes operacionales totales y los pasivos corrientes operacionales totales, para obtener una visión que permita determinar la estructura de la empresa en términos de cuentas de activos que provocan los ingresos y al mismo tiempo toda la deuda, por ejemplo, con proveedores a la que tuvo que incurrir la compañía para poder contar con dichos activos señalados anteriormente. Por otro lado, el RCTON es un ratio que mide el CTON sobre los ingresos operacionales.

De esta forma las fórmulas para llevar a cabo los cálculos serían las siguientes:

En el caso del CTON:

$$CTON = Act. corrientes operacionales totales - Pas. corrientes operacionales totales$$

Para el caso del RCTON y RCTON (días):

$$RCTON(\%) = \frac{CTON}{Ingresos Operacionales}$$

$$RCTON (días) = \frac{CTON}{Ingresos Operacionales} \cdot 365$$

A continuación, en la siguiente tabla se muestra el CTON y el RCTON de Masisa:

**Cuadro 32: Capital de trabajo operativo neto**

Capital de trabajo Op. Neto en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Activos corrientes operacionales</b>						
Otros activos no financieros, corrientes	2.436	3.232	3.778	2.771	9.565	8.425
Deudores comerciales, corrientes	91.112	66.063	78.421	76.460	79.480	76.612
Inventarios corrientes	98.737	77.228	89.257	74.517	83.213	105.259
Activos biológicos corrientes	25.018	9.839	7.219	7.508	4.572	-
<b>Activos Corrientes totales</b>	<b>217.303</b>	<b>156.362</b>	<b>178.675</b>	<b>161.256</b>	<b>176.830</b>	<b>190.296</b>
<b>Pasivos corrientes operacionales</b>						
Cuentas por pagar comerciales	77.333	56.743	52.143	51.521	68.296	49.460
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>77.333</b>	<b>56.743</b>	<b>52.143</b>	<b>51.521</b>	<b>68.296</b>	<b>49.460</b>
<b>CTON</b>	<b>139.970</b>	<b>99.619</b>	<b>126.532</b>	<b>109.735</b>	<b>108.534</b>	<b>140.836</b>
Ingresos operacionales	1.057.414	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092
<b>RCTON</b>	<b>13,24%</b>	<b>16,27%</b>	<b>31,48%</b>	<b>19,11%</b>	<b>24,25%</b>	<b>28,11%</b>
<b>RCTON (días)</b>	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>115</b>	<b>70</b>	<b>89</b>	<b>103</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

En la anterior tabla, es difícil poder encontrar cierta tendencia en el CTON dentro del periodo de estudio. Aun así, destaca el alto valor del RCTON (días) del año 2019, el cual es explicado como consecuencia de que Masisa decidiera dejar que consolidar sus operaciones en Venezuela producto de la dificultad de medir razonablemente sus resultados dada la hiperinflación que vive el país producto de su crisis económica. Por otro lado, también se reflejó el impacto en disminución de ingresos operacionales que provocó la desinversión en activos forestales en países como Argentina y Brasil como parte del proceso de la implementación de la nueva estrategia por parte de Masisa. Estos acontecimientos mencionados anteriormente, hacen que Masisa muestre alta volatilidad tanto en el CTON como en el RCTON en el periodo antes mencionado.

La situación es diferente cuando se estudian las cifras de los años 2020 a 2022. Estos años, corresponden a los primeros de la implementación de la nueva estrategia por

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

parte de Masisa y es posible observar que, si bien los activos corrientes operacionales totales bajaron, los pasivos corrientes operacionales totales bajaron en una escala mucho mayor. Este acontecimiento era de esperar, dada la intención de Masisa de operar con menos deuda al pagar (por ejemplo) bonos que habían sido emitidos por parte de la empresa en años anteriores. Lo anterior, trae como consecuencia un RCTON de 28,11%, lo cual también era esperable, ya que, con un CTON similar al de los primeros años de estudio, se está logrando obtener ingresos operacionales que generen un RCTON mayor a 20%, lo que permite observar que efectivamente, con menos activos se están vendiendo productos con mayor valor agregado que provocan mayor margen, dejando en evidencia como la nueva estructura es capaz de generar ingresos operacionales en mayor escala comparado a antes del cambio estratégico.

Respecto al 2022, el RCTON (días) de 103, se explica por un alza en los inventarios corrientes, en donde en el detalle de los estados financieros, se refleja un alza en inventario de productos terminados MDF y MDP. Lo anterior, podría ser un indicio de que al cierre de año disminuyó la demanda por estos productos.

### 5.5.3. Inversiones

En esta sección se analizarán todas las inversiones históricas que ha realizado Masisa durante el periodo de estudio, las cuales se pueden observar en la siguiente tabla:

**Cuadro 33: Inversiones**

Inversiones en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Compras PPE	29.738	11.788	7.177	14.374	16.291	23.663
<b>Total Inversiones</b>	<b>29.738</b>	<b>11.788</b>	<b>7.177</b>	<b>14.374</b>	<b>16.291</b>	<b>23.663</b>
Ingresos Operacionales	1.057.414	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092
% Inversión sobre ingreso	2,81%	1,92%	1,79%	2,50%	3,64%	4,72%
Depreciación y amortización	57.567	39.861	27.182	26.099	24.907	21.425
% Depreciación sobre inversión	193,58%	338,15%	378,74%	181,57%	152,89%	90,54%
CAPEX	(27.829)	(28.073)	(20.005)	(11.725)	(8.616)	2.238
Tasa de nueva inversión	-2,63%	-4,58%	-4,98%	-2,04%	-1,92%	0,45%

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Antes de entrar en un análisis con mayor profundidad, es importante mencionar la postura que da a conocer Masisa, ya sea en su memoria integrada como en sus comunicados de prensa publicados en su página web. La empresa implementó un gran cambio estratégico que conllevó un incluso realizar desinversiones en países donde opera Masisa, a través de la venta de activos para pagar deuda y operar de distinta forma (con menor deuda) en función de una nueva estrategia que busca ofrecer productos con mayor valor agregado a sus clientes con el objetivo de obtener mayores márgenes.

Teniendo en consideración lo antes mencionado, al analizar la tabla de inversiones de Masisa, es posible observar una constante baja en los ingresos operacionales durante los primeros años, lo cual era de esperar dado el cambio estratégico. Desde el punto de las inversiones, es posible observar que estas corresponden solo a compras de propiedad, planta y equipo y al analizar el porcentaje de inversiones sobre los ingresos, estos números son relativamente bajos y concentrados entre 1% y 4%. Por otro lado, desde el punto de vista de la depreciación sobre inversiones, se observa como esta ha ido disminuyendo a través del tiempo. Por lo tanto, es posible inferir que Masisa no posee una estrategia de crecimiento, sino más bien, solo está invirtiendo para reponer los activos que se van deteriorando por el mismo funcionamiento de la empresa.

## 5.6. Análisis y crecimiento de la industria

En base a los datos recopilados en Food and Agriculture Organization of the United Nations, se elabora el siguiente cuadro resumen con el fin de representar y observar el comportamiento de la demanda del mix de productos que vende Masisa:

En el siguiente cuadro se muestra la producción en MM de metros cúbicos en función del producto, continente y país:

**Cuadro 34: Producción de productos a nivel mundial**

Continente / País en MM de m3	Cont./País	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Astillas, part. y residuos de madera	Américas	142	135	139	139
Astillas, part. y residuos de madera	Asia	189	186	195	196
Astillas, part. y residuos de madera	Chile	16	15	14	12
Astillas, part. y residuos de madera	EE.UU.	62	58	60	62
Astillas, part. y residuos de madera	México	0	0	0	0
<b>Astillas, part. y residuos de madera</b>	<b>Total</b>	<b>408</b>	<b>394</b>	<b>409</b>	<b>409</b>
MDF/HDF	Américas	11	12	13	11
MDF/HDF	Asia	74	74	74	69
MDF/HDF	Chile	1	1	1	1
MDF/HDF	EE.UU.	3	3	3	3
MDF/HDF	México	0	0	0	0
<b>MDF/HDF</b>	<b>Total</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>84</b>
Tableros a base de madera	Américas	66	65	68	65
Tableros a base de madera	Asia	206	208	216	215
Tableros a base de madera	Chile	3	3	3	3
Tableros a base de madera	EE.UU.	34	33	34	33
Tableros a base de madera	México	1	1	1	1
<b>Tableros a base de madera</b>	<b>Total</b>	<b>311</b>	<b>311</b>	<b>322</b>	<b>318</b>
Tableros de fibra	Américas	16	16	17	15
Tableros de fibra	Asia	79	79	79	75
Tableros de fibra	Chile	1	1	1	1
Tableros de fibra	EE.UU.	7	6	6	6
Tableros de fibra	México	0	0	0	0
<b>Tableros de fibra</b>	<b>Total</b>	<b>103</b>	<b>102</b>	<b>103</b>	<b>97</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recopilados en FAO

Al mismo tiempo, para facilitar el análisis, en el siguiente cuadro se muestra la variación porcentual anual de la producción de productos:

**Cuadro 35: Variación de producción de productos a nivel mundial**

Continente / País en m3	Cont./País	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Astillas, part. y residuos de madera	Américas	-	-4,79%	2,67%	-0,18%
Astillas, part. y residuos de madera	Asia	-	-1,21%	4,51%	0,52%
Astillas, part. y residuos de madera	Chile	-	-5,81%	-3,00%	-12,40%
Astillas, part. y residuos de madera	EE.UU.	-	-6,72%	5,19%	2,94%
Astillas, part. y residuos de madera	México	-	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Astillas, part. y residuos de madera</b>	<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>-3,46%</b>	<b>3,69%</b>	<b>0,19%</b>
MDF/HDF	Américas	-	1,81%	8,64%	-13,53%
MDF/HDF	Asia	-	-0,11%	-0,42%	-5,81%
MDF/HDF	Chile	-	0,24%	10,67%	-9,72%
MDF/HDF	EE.UU.	-	-16,25%	0,00%	0,00%
MDF/HDF	México	-	0,00%	0,00%	0,00%
<b>MDF/HDF</b>	<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>-0,44%</b>	<b>0,88%</b>	<b>-6,75%</b>
Tableros a base de madera	Américas	-	-2,44%	5,44%	-4,54%
Tableros a base de madera	Asia	-	1,05%	3,68%	-0,35%
Tableros a base de madera	Chile	-	2,25%	5,42%	-4,22%
Tableros a base de madera	EE.UU.	-	-2,75%	0,99%	-1,34%
Tableros a base de madera	México	-	-1,71%	0,00%	0,00%
<b>Tableros a base de madera</b>	<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>-0,11%</b>	<b>3,77%</b>	<b>-1,38%</b>
Tableros de fibra	Américas	-	0,66%	6,97%	-10,39%
Tableros de fibra	Asia	-	-0,25%	-0,08%	-5,42%
Tableros de fibra	Chile	-	-2,77%	10,67%	-9,72%
Tableros de fibra	EE.UU.	-	-8,85%	0,00%	0,00%
Tableros de fibra	México	-	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Tableros de fibra</b>	<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>-0,70%</b>	<b>1,10%</b>	<b>-5,95%</b>

Fuente: Elaboración propia a de los datos recopilados en FAO

Como es posible apreciar en los cuadros anteriores, se observa que Chile y Estados Unidos presentan altos valores en la elaboración de los productos. Aun así, también es posible observar que la producción al cierre del año 2022 ha sufrido disminuciones importantes. Por ejemplo, el continente América muestra una disminución de -13,53% y -10,39% en la producción de tableros MDF/HDF y tableros de fibra respectivamente. Al mismo tiempo, Chile muestra una disminución importante del -12,40% en la producción de astillas, partículas y residuos de madera al cierre de diciembre 2022. Lo anterior, da como indicio que los principales países donde opera Masisa, están sufriendo una contracción en la demanda de los productos que fabrica la compañía.

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Sin embargo, al analizar históricamente las variaciones de la industria, es decir tomando en consideración todos los periodos, se observa un comportamiento similar al que presenta la línea de negocios industrial de Masisa, tendencia la cual se profundiza más aún si tomamos en consideración Chile y Estados Unidos, países de los cuales proviene el 70% de los ingresos operacionales de Masisa.

Lo anterior, nos permite inferir que en el corto plazo se espera una disminución de la demanda de los productos de Masisa (en 2023), lo cual está justificado por efectos tales como las altas tasas de interés que frenan la construcción de viviendas y en consecuencia la demanda de productos. Sin embargo, a mediano y largo plazo, se debería esperar un crecimiento estable a medida que se va estabilizando la economía. Esto debido a que, tomando en consideración la variación de todos los periodos de la tabla anterior, la industria no muestra grandes variaciones, sino más bien un comportamiento más estable durante el periodo de análisis.

## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

En esta sección se procederá a realizar la proyección del estado de resultados de Masisa.

### 6.1. Ingresos operacionales proyectados

Al igual que fue abordado en puntos anteriores, Masisa ha vivido un gran proceso de cambios que marcó un antes y después de la compañía. El cambio estratégico ha hecho que cambie su modelo de negocios, sus competidores y también los productos que ofrece a sus clientes. Más aún, esto se ha visto reflejado en los estados financieros de la empresa, en donde se han observado cambios drásticos en distintas cuentas contables debido a la implementación de la nueva estrategia. Acontecimientos como la desinversión en algunos países donde operaba a través de la venta de activos forestales, la eliminación de una línea de negocios, entre otras cosas, ha hecho que cambie por completo el funcionamiento de la empresa, y al mismo tiempo, los ingresos y gastos que esta genera.

Masisa pasó de ser una empresa que vende principalmente materias primas, a una que busca aumentar el valor agregado a través de productos que brinden soluciones a sus clientes. Lo cual conlleva, innovar en los diseños de los productos, cambiar la producción y el funcionamiento de la compañía, cambiar la distribución de los productos, implementar nuevas tecnologías, optimizar costos, entre otras cosas. Y al mismo tiempo, en consecuencia, también cambian sus competidores debido a que pasa a formar parte de una industria distinta a la cual pertenecía anteriormente.

Todo lo anterior ha hecho que, a lo largo del desarrollo de esta tesis, se permita observar grandes bajas progresivas en los ingresos operacionales producto del cambio estratégico. Y en la misma línea, los ingresos no son lo único que se ha visto afectado, también Masisa posee costos de venta volátiles y una deuda financiera mucho menor al pagar deuda que poseía la empresa con la venta de activos.

Aun así, un hito importante es observar la proyección de crecimiento de los países donde opera Masisa, más importante aún, se sabe que, en los últimos años del periodo de estudio, el 70% de los ingresos proviene de Estados Unidos y Chile.

En base a lo mencionado anteriormente, en el siguiente cuadro se muestra la estimación del crecimiento del producto interno bruto de los principales países del mundo y Chile con los datos recopilados de Statista:

**Cuadro 36: Cambio porcentual del PIB por país**

Estimación cambio porcentual del PIB	2023*	2024*	2025*	2026*	2027*	2028*
Alemania	5,7%	3,2%	4,2%	4,0%	2,6%	2,0%
Arabia Saudí	-4,2%	1,9%	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%
Australia	0,3%	0,7%	3,9%	3,7%	4,1%	3,9%
Brasil	8,2%	6,2%	5,0%	5,5%	5,7%	6,6%
Chile	-0,5%	1,6%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Canadá	-2,3%	4,3%	4,7%	4,6%	4,5%	4,5%
China	7,0%	7,8%	7,3%	7,3%	7,0%	6,9%
Corea del Sur	3,4%	4,1%	4,3%	4,2%	4,3%	4,4%
España	6,6%	4,5%	3,7%	3,1%	2,9%	2,2%
EE.UU.	5,5%	3,3%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%
Francia	5,0%	3,3%	3,8%	3,2%	2,8%	2,1%
India	10,3%	8,7%	8,4%	8,2%	8,1%	8,2%
Indonesia	5,5%	8,4%	8,2%	7,9%	7,9%	7,9%
Italia	7,8%	2,2%	3,0%	2,7%	2,5%	1,8%
Japón	4,2%	2,6%	4,5%	4,1%	3,1%	5,3%
México	17,6%	4,2%	3,7%	3,5%	3,7%	3,9%
Países Bajos	8,8%	5,0%	3,6%	3,3%	3,1%	2,6%
Reino Unido	2,9%	6,8%	5,9%	6,1%	5,9%	5,7%
Rusia	-6,9%	2,7%	1,9%	2,2%	1,3%	1,4%
Suiza	7,7%	5,3%	4,2%	5,4%	4,3%	5,5%
Turquía	13,7%	5,6%	5,4%	5,5%	5,2%	4,9%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos recopilados en Statista

Analizando el cuadro, desde el punto de vista económico, el escenario mundial no es favorable para el año 2023, esto dado que se espera una desaceleración económica e incluso es posible llegar a un periodo de recesión como consecuencia de las altas

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

inflaciones que dejó la pandemia, lo cual se traduciría en que las principales economías donde vende Masisa, crezcan levemente y en 2024 comiencen a recuperarse paulatinamente. Más grave aún, es el caso de las proyecciones de Chile, donde se espera que decrezca un -0,5%.

En adición y de forma más precisa, se considera relevante evaluar de forma independiente cual sería el comportamiento futuro de los indicadores de Masisa. Dicho esto, se toma en consideración la evaluación en profundidad que ha hecho la agencia internacional de calificación crediticia *Fitch Ratings*, donde plantea que Masisa sufrirá una contracción de la demanda de sus productos en 2023 para luego posteriormente comenzar una recuperación progresiva a través del tiempo.

En el siguiente cuadro se muestra el crecimiento proyectado de Masisa para los años 2023 a 2028:

**Cuadro 37: Crecimiento proyectado**

Crecimiento proyectado en %	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Industrial	-33,75%	10,16%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%
Masisa	-33,75%	10,16%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%

*Fuente: Elaboración propia a partir rating report de Fitch Rating*

Para lograr proyectar los ingresos operacionales de Masisa, serán utilizados los datos de crecimiento futuro en función del análisis realizado por Fitch Ratings. Este criterio fue seleccionado por la dificultad que tiene Masisa para ser comparada con una industria en específico, profundizado también en la estrategia y política de endeudamiento que definió la compañía. Dicho esto, se considera que lo mejor es evaluar de manera independiente a Masisa tomando en consideración los escenarios económicos globales a los que se verá expuesto Masisa.

A continuación, se muestra los ingresos operacionales proyectados de Masisa para el periodo 2023, 2024, 2025, 2026, 2027 y 2028:



**Cuadro 38: Proyección ingresos operacionales**

Proyección en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingreso operacional	331.973	365.702	384.938	405.186	426.498	448.932
Masisa	331.973	365.702	384.938	405.186	426.498	448.932

*Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa*

Respecto al comportamiento de los ingresos operacionales, se espera que el 2023 exista una fuerte disminución en los ingresos operacionales acompañado de un deterioro significativo en los indicadores de endeudamiento, lo anterior se explica por un escenario complejo a nivel mundial. Lo anterior, surge como consecuencia de una demanda baja en el mercado nacional e internacional y tasas de interés sobre los niveles históricos. Aun así, desde el año 2024 se espera una recuperación de los ingresos de Masisa.

## 6.2 Costos y gastos operacionales proyectados

En este apartado, se procede a tomar en consideración los costos de ventas, costos de distribución, gastos de administración y otros gastos por función para proyectar los costos y gastos operacionales. Con el fin de establecer una relación entre los costos e ingresos, se decide crear un ratio que divide las cuentas que van a ser consideradas mencionadas anteriormente contra los ingresos operacionales, con el fin de comprender la proporción de los gastos frente a los ingresos operacionales. Teniendo esto en cuenta, se podrá tomar una decisión más justificada acerca de cómo proyectar los costos y gastos operacionales.

A continuación, se muestran los costos y gastos operacionales en la siguiente tabla:

**Cuadro 39: Costos y gastos históricos**

Costos y gastos op. históricos en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
<b>Ingreso operacional</b>	<b>1.057.414</b>	<b>612.418</b>	<b>401.983</b>	<b>574.157</b>	<b>447.587</b>	<b>501.092</b>
Costo de ventas	(850.492)	(512.489)	(347.870)	(533.149)	(345.084)	(356.478)
<b>Costo de ventas / Ingreso operacional</b>	<b>-80,43%</b>	<b>-83,68%</b>	<b>-86,54%</b>	<b>-92,86%</b>	<b>-77,10%</b>	<b>-71,14%</b>
Costos de distribución	(51.065)	(21.484)	(14.289)	(11.915)	(15.740)	(17.425)
<b>Costos de distribución / Ingreso operacional</b>	<b>-4,83%</b>	<b>-3,51%</b>	<b>-3,55%</b>	<b>-2,08%</b>	<b>-3,52%</b>	<b>-3,48%</b>
Gastos de administración	(112.412)	(57.270)	(44.197)	(34.535)	(37.504)	(37.435)
<b>Gastos de administración / Ingreso operacional</b>	<b>-10,63%</b>	<b>-9,35%</b>	<b>-10,99%</b>	<b>-6,01%</b>	<b>-8,38%</b>	<b>-7,47%</b>
Otros gastos por función	(553.606)	(412.114)	(58.470)	(45.922)	(4.910)	(5.188)
<b>Otros gastos por función / Ingreso operacional</b>	<b>-52,35%</b>	<b>-67,29%</b>	<b>-14,55%</b>	<b>-8,00%</b>	<b>-1,10%</b>	<b>-1,04%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Como fue mencionado anteriormente, se creó un ratio que muestra la proporción de cada cuenta en función de los ingresos operacionales. Esto debido a que, se espera que el crecimiento o disminución de los gastos sea proporcional al crecimiento o disminución de los ingresos operacionales. Considerando lo anterior, se realizaron los cálculos para todo el periodo de estudio. Con el fin de brindar una mejor justificación, se abordó el costo de ventas por separado para evaluar de mejor forma dado el impacto que tiene en la proyección.

Como es posible observar, en el caso de los costos de ventas, se define como el mejor criterio considerar el promedio de los últimos tres periodos de historia. Lo anterior, producto de que este periodo captura los datos históricos desde que se llevó a cabo la implementación de la nueva estrategia de Masisa.

Respecto a los costos de distribución y gastos de administración, estos han presentado alta volatilidad dentro del periodo de estudio. Esto se explica en que el cambio del modelo de negocios de la compañía, ya que, antes estaba más enfocado en materias primas versus ahora que busca potenciar productos que entreguen soluciones. Sabiendo esto, Masisa ha tenido que rediseñar sus canales de distribución y al mismo

tiempo eso conlleva asumir otros gastos de administración. Por esto, es que no sería representativo tomar el promedio de todo el periodo de estudio, ya que, se estarían mezclando periodos históricos en los que la empresa tenía un funcionamiento distinto. Dicho esto, se decidió tomar como base para la proyección de ambas cuentas el último valor histórico disponible, debido a que, es el periodo más reciente en donde la nueva estrategia de Masisa se encuentra implementada. Para el resto de los costos y gastos, dada la volatilidad de estas, será aplicado el mismo criterio establecido en este punto, es decir, utilizar el último periodo histórico disponible.

En consecuencia, dado que los acontecimientos antes mencionados provocaron grandes fluctuaciones en las cuentas, es que se considera que el valor del cierre del año 2022 es lo más representativo para Masisa en la cuentas contables de otros ingresos y gastos por función, ya que, no habría una sobreestimación en comparación a la utilización del promedio de todo el periodo de estudio por decisiones corporativas gatilladas por el cambio estratégico que impactaron en gran medida los valores de dichas cuentas contables. Finalmente, con los costos y gastos operacionales, se define tomar el último periodo histórico disponible.

A continuación, en el siguiente cuadro se muestra el cuadro resumen con los ponderadores a utilizar en la columna promedio para los costos y gastos operacionales y no operacionales:

**Cuadro 40: Criterios costos y gastos operacionales**

Costos y gastos en M USD	dic-20	dic-21	dic-22	Promedio
<b>Costos y gastos operacionales</b>				
Costo de ventas	-92,86%	-77,10%	-71,14%	-80,37%
Costos de distribución	-2,08%	-3,52%	-3,48%	-3,48%
Gastos de administración	-6,01%	-8,38%	-7,47%	-7,47%
Otros ingresos	-3,17%	1,34%	0,18%	0,18%
Otros gastos por función	-8,00%	-1,10%	-1,04%	-1,04%
<b>Costos y gastos no operacionales</b>				
Ingresos financieros	0,09%	0,08%	0,24%	0,24%
Costos financieros	-4,88%	-2,25%	-1,92%	-1,92%
Pérdidas de cambio en moneda extranjera	0,51%	-0,94%	-1,21%	-1,21%

Utilidad por unidades de reajuste	0,58%	0,01%	0,03%	0,03%
-----------------------------------	-------	-------	-------	-------

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Posteriormente, se proyectan los costos y gastos operacionales de Masisa en el siguiente cuadro:

**Cuadro 41: Costos y gastos operacionales proyectados**

Costos y gastos op. proyectados en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Costo de ventas	(266.792)	(293.898)	(309.357)	(325.630)	(342.758)	(360.787)
Costos de distribución	(11.544)	(12.717)	(13.386)	(14.090)	(14.831)	(15.611)
Gastos de administración	(24.801)	(27.320)	(28.757)	(30.270)	(31.862)	(33.538)
Otros ingresos	583	642	676	712	749	788
Otros gastos por función	(3.437)	(3.786)	(3.985)	(4.195)	(4.416)	(4.648)

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

### 6.3. Resultado no operacional proyectado

Siguiendo la misma línea que en el punto anterior, en esta sección correspondiente a los resultados no operacionales, se procederá el resultado no operacional en base al criterio definido en el periodo anterior.

A continuación, se muestran el detalle del resultado no operacional proyectado:

**Cuadro 42: Costos y gastos no operacionales proyectados**

Costos y gastos no op. proyectados en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos financieros	792	873	919	967	1.018	1.072
Costos financieros	(6.371)	(7.018)	(7.387)	(7.776)	(8.185)	(8.615)
Pérdidas de cambio en moneda extranjera	(4.031)	(4.441)	(4.674)	(4.920)	(5.179)	(5.452)
Utilidad por unidades de reajuste	91	101	106	112	117	124

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

### 6.4. Impuesto corporativo proyectado

En base a lo vigente por el Servicio de Impuestos Internos (SII) el impuesto corporativo corresponde al 27%. Lo anterior, se aplica a las empresas en Chile sobre la base de las utilidades percibidas o devengadas mediante la contabilidad.

**Cuadro 43: Proyección de impuestos**

Proyección impuestos	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Impuestos	27%	27%	27%	27%	27%	27%

Fuente: Servicio de impuestos internos (SII)

## 6.5. Estado de resultados proyectado

Uniendo tanto el resultado operacional como el no operacional, se proyecta la ganancia (pérdida) antes de impuestos para Masisa, posteriormente se aplica el impuesto proyectado para finalmente obtener la ganancia (pérdida) neta.

Tomando en consideración los análisis y supuestos realizados anteriormente, se proyecta el estado de resultado para los años comprendidos entre 2023 y 2028 (ambos inclusive), el cual se puede observar a continuación en la siguiente tabla:

**Cuadro 44: Estado de resultados proyectado**

EERR proyect. M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Ganancia (pérdida)</b>						
Ingresos actividades ordinarias	331.973	365.702	384.938	405.186	426.498	448.932
Costo de ventas	(266.792)	(293.898)	(309.357)	(325.630)	(342.758)	(360.787)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>65.181</b>	<b>71.804</b>	<b>75.580</b>	<b>79.556</b>	<b>83.741</b>	<b>88.145</b>
Costos de distribución	(11.544)	(12.717)	(13.386)	(14.090)	(14.831)	(15.611)
Gastos de administración	(24.801)	(27.320)	(28.757)	(30.270)	(31.862)	(33.538)
Otros ingresos	583	642	676	712	749	788
Otros gastos por función	(3.437)	(3.786)	(3.985)	(4.195)	(4.416)	(4.648)
<b>EBIT</b>	<b>25.982</b>	<b>28.622</b>	<b>30.128</b>	<b>31.712</b>	<b>33.380</b>	<b>35.136</b>
Depreciación y amortización	14.194	15.636	16.459	17.324	18.236	19.195
<b>EBITDA</b>	<b>40.176</b>	<b>44.258</b>	<b>46.586</b>	<b>49.037</b>	<b>51.616</b>	<b>54.331</b>
Ingresos financieros	792	873	919	967	1.018	1.072
Costos financieros	(6.371)	(7.018)	(7.387)	(7.776)	(8.185)	(8.615)

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Pérdidas de cambio en moneda extranjera	(4.031)	(4.441)	(4.674)	(4.920)	(5.179)	(5.452)
Utilidad por unidades de reajuste	91	101	106	112	117	124
<b>Ganancia, antes de impuestos</b>	<b>16.464</b>	<b>18.137</b>	<b>19.091</b>	<b>20.095</b>	<b>21.152</b>	<b>22.265</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	4.445	4.897	5.155	5.426	5.711	6.011
<b>(Pérdida) ganancia</b>	<b>12.019</b>	<b>13.240</b>	<b>13.936</b>	<b>14.669</b>	<b>15.441</b>	<b>16.253</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

## 6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

Con el fin de complementar y profundizar el análisis, a continuación, se muestra el estado de resultados proyectado de forma porcentual:

**Cuadro 45: Estados de resultados proyectado porcentual**

EERR proyectados en %	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Ganancia (pérdida)</b>						
Ingresos actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-80,37%	-80,37%	-80,37%	-80,37%	-80,37%	-80,37%
<b>Ganancia bruta</b>	<b>19,63%</b>	<b>19,63%</b>	<b>19,63%</b>	<b>19,63%</b>	<b>19,63%</b>	<b>19,63%</b>
Costos de distribución	-3,48%	-3,48%	-3,48%	-3,48%	-3,48%	-3,48%
Gastos de administración	-7,47%	-7,47%	-7,47%	-7,47%	-7,47%	-7,47%
Otros ingresos	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
Otros gastos por función	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%	-1,04%
<b>EBIT</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,83%</b>	<b>7,83%</b>
Depreciación y amortización	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%	4,28%
<b>EBITDA</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,10%</b>	<b>12,10%</b>
Ingresos financieros	0,24%	0,24%	0,24%	0,24%	0,24%	0,24%
Costos financieros	-1,92%	-1,92%	-1,92%	-1,92%	-1,92%	-1,92%
Pérdidas de cambio en moneda extranjera	-1,21%	-1,21%	-1,21%	-1,21%	-1,21%	-1,21%
Utilidad por unidades de reajuste	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
<b>Ganancia, antes de impuestos</b>	<b>4,96%</b>	<b>4,96%</b>	<b>4,96%</b>	<b>4,96%</b>	<b>4,96%</b>	<b>4,96%</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%
<b>(Pérdida) ganancia</b>	<b>3,62%</b>	<b>3,62%</b>	<b>3,62%</b>	<b>3,62%</b>	<b>3,62%</b>	<b>3,62%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

En la tabla anterior, es posible apreciar de forma porcentual las cuentas contables utilizadas en la proyección del estado de resultados, en donde todas se encuentran en función de los ingresos operacionales de Masisa.

## 7. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)

En esta sección se realizarán los análisis y ajustes necesarios para obtener el Flujo de Caja Libre proyectado de Masisa. Para lograr esto, se tomará en consideración lo expresado en los puntos que se desarrollan a continuación.

### 7.1. Depreciación y amortización

Dado el funcionamiento de Masisa, la depreciación y amortización es un tema importante dentro de la compañía. Esto debido a que, los productos que fabrica conllevan la utilización de máquinas de producción las cuales se van depreciando y deteriorando debido a la gran cantidad de producción que realizan en el día a día. Más aún, antes del cambio estratégico, Masisa poseía una gran cantidad de filiales en el extranjero que estaban enfocadas en el negocio forestal, lo cual también provoca grandes depreciaciones de maquinarias.

Para contribuir mejor al análisis, a continuación, se presenta la depreciación y amortización histórica de Masisa en todo el periodo de análisis:

**Cuadro 46: Depreciación y amortización histórica**

Depreciación en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Depreciación y amortización	57.567	39.861	27.182	26.099	24.907	21.425

*Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa*

Como es posible observar en la tabla anterior, en los años 2017 y 2018 se observan grandes volúmenes (comparado a los siguientes años) en la cuenta de depreciación y amortización, esto se explica principalmente debido a que en esos 2 años la empresa contaba con grandes activos industriales, dado que estaba vigente la antigua estrategia que consideraba negocios forestales, principalmente en Argentina, Brasil y México. De hecho, posterior a la venta de dichos activos para pagar deuda de la empresa, se

observa desde el año 2019 en adelante, una gran caída en el volumen de la cuenta contable depreciación y amortización.

En consecuencia, es posible inferir que la venta de activos y el cambio estratégico que comenzó a implementarse en el año 2019 trajo como consecuencia que Masisa reportara volúmenes muchos más bajos en esta cuenta contable. Dado esto, se aprecia que la depreciación y amortización decreció en 2019 y luego toma una tendencia más constante, lo cual indica que, si es que no se han realizado inversiones en activos fijos, Masisa habría alcanzado su nivel de activos industrial óptimo o necesario alineado con el nuevo modelo de negocio.

## 7.2. Inversión en activos fijos

En este punto, se busca evaluar las inversiones que ha realizado Masisa en activos fijos con el fin de determinar si existe un plan de expansión o una mayor necesidad de maquinarias que requieran realizar inversiones, dado esto a continuación se mostrarán las inversiones que ha realizado Masisa en todo el periodo de estudio:

**Cuadro 47: Inversión en PPE**

Inversiones en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Compras PPE	29.738	11.788	7.177	14.374	16.291	23.663
<b>Total Inversiones</b>	<b>29.738</b>	<b>11.788</b>	<b>7.177</b>	<b>14.374</b>	<b>16.291</b>	<b>23.663</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa*

Como es posible observar en la tabla anterior, Masisa en todo el periodo de análisis solo ha hecho inversiones en compras de propiedad, planta y equipo, en donde también es posible apreciar que los montos son notoriamente inferiores a los reportados en la cuenta contable de depreciación y amortización en todos los años. Teniendo en cuenta esto, es posible concluir que Masisa realiza inversión en propiedad, planta y equipo solo para reponer los activos que se deterioran como consecuencia de la depreciación.

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Por otro lado, Masisa dentro de su estrategia no busca lograr una gran expansión en todos los países que opera, es más, solo busca ser rentable en el corto y largo plazo.

## 7.3. Inversión en reposición

La inversión en reposición busca explicar cuanto invierte Masisa en la reposición de activos fijos producto del deterioro que provoca la depreciación de estos como consecuencia de la constante producción. Y en este caso, alineado con lo expresado en los dos puntos anteriores, Masisa no posee planes de crecimiento que conlleven inversión en activos y solo se limita a invertir en aquellos activos que se van depreciando.

En función de lo planteado anteriormente, se asume como supuesto que Masisa invertirá en reposición de activos en función del crecimiento que tenga en el futuro:

**Cuadro 48: Inversión en reposición**

Inversión en reposición en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Depreciación y amortización	14.194	15.636	16.459	17.324	18.236	19.195

*Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa*

## 7.4. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

En esta sección se busca determinar el capital de trabajo necesario y si existe un exceso de este. Para determinar esto, se realiza el mismo calculado efectuado en el punto 5.5.2, en donde se calcula el Capital de Trabajo Operativo Neto, el RCTON y el RCTON (días).

Como fue explicado anteriormente, el cálculo del Capital de Trabajo Operativo Neto consiste en la diferencia entre los activos operacionales corrientes totales y pasivos operacionales corrientes totales, mientras que el cálculo del RCTON corresponde a la

división del CTON y los ingresos operacionales, y finalmente, el RCTON (días) corresponde al RCTON por la cantidad de días del año, es decir, 365 días.

A continuación, se muestra en la siguiente tabla el cálculo del Capital de Trabajo Operativo Neto, RCTON y RCTON (días):

**Cuadro 49: Inversión de Capital de Trabajo Operativo Neto**

CTON en M USD	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
CTON	139.970	99.619	126.532	109.735	108.534	140.836
Ingresos Operacionales	1.057.414	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092
RCTON	13,24%	16,27%	31,48%	19,11%	24,25%	28,11%
RCTON (días)	48	59	115	70	89	103

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

Como es posible apreciar, el RCTON en el 2019 alcanza el valor máximo debido al aumento que se reflejó en los ingresos operacionales producto de la venta de activos forestales. En consecuencia, el RCTON (días) va variando alineado a los valores que se muestran en el RCTON. Y como el RCTON (días) busca dar una estimación de los días necesarios de venta de Capital de Trabajo Operativo Neto en función de las ventas (ingresos operacionales) que Masisa tiene, es que se tomará el promedio de los últimos dos periodos RCTON (días) para proyectar el CTON, ya que, dado que se espera que en el año 2023 se contraiga la demanda, el mejor criterio es tomar periodos más recientes para realizar los cálculos. Teniendo en cuenta lo anterior:

**Cuadro 50: Criterio RCTON (días)**

RCTON	dic-21	dic-22	Promedio
RCTON (días)	89	103	96

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

$$\text{Variación de CTON} = -\frac{96}{360} (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

Luego, calculando la variación del CTON:

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

**Cuadro 51: Liberación (inversión de CTON)**

Inversión de CTON en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ingreso operacional	331.973	365.702	384.938	405.186	426.498	448.932
RCTON (días)	96	96	96	96	96	96
Liberación (inversión) de CTON	(8.952)	(5.105)	(5.374)	(5.657)	(5.954)	-

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

## 7.5. Valor terminal

De esta manera, el siguiente paso era evaluar si existía un Exceso o Déficit de CTON, proceso

En esta sección, se calculó el valor terminal a través de la fórmula de perpetuidad. La tasa de descuento corresponde a  $K_0$  calculada previamente.

En consecuencia:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Flujo de Caja Libre}}{K_0} = \frac{25.649}{7,09\%} = 362.018$$

Dicho esto, el valor terminal correspondiente al último periodo de proyección es:

**Cuadro 52: Valor terminal**

Valor terminal en M USD	dic-27
Valor terminal	362.018

Fuente: Elaboración propia

En consecuencia, con el cálculo realizado anteriormente, se estima que el Valor Terminal de Masisa desde el año 2028 en adelante, con un Costo de Capital de 7,09%, la empresa esperarían ganar 362.018 M US\$.

## 7.6. Flujos de caja libre proyectados

En base a los cálculos realizados previamente, se procede a mostrar los flujos de caja libre proyectados, en función del EBIT, depreciación y amortización, inversión en reposición y liberación de CTON:

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

**Cuadro 53: Proyección de Flujo de Caja Libre**

FCL proyectados en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT (después de impuestos)	18.967	20.894	21.993	23.150	24.368	25.649
Depreciación y amortización	14.194	15.636	16.459	17.324	18.236	19.195
Inversión en reposición	(14.194)	(15.636)	(16.459)	(17.324)	(18.236)	(19.195)
Nuevas inversiones	-	-	-	-	-	-
Liberación (inversión) de CTON	(8.952)	(5.105)	(5.374)	(5.657)	(5.954)	-
<b>Flujos de caja libre</b>	<b>10.015</b>	<b>15.789</b>	<b>16.619</b>	<b>17.493</b>	<b>18.414</b>	<b>25.649</b>

Fuente: *Elaboración propia*

## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

En esta sección, en base a los resultados obtenidos de todos los análisis realizados en los puntos anteriores, se buscará determinar el precio de la acción estimado de la empresa Masisa para posteriormente compararlo con el precio de la acción real de mercado, para así, concluir si el precio de mercado de Masisa está sobrevalorado o subvalorado.

### 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Se procede a presentar el flujo de caja libre proyectado junto con su valor presente a diciembre 2022:

**Cuadro 54: Valor presente de los Flujos de Caja Libre**

VP flujos de caja en M USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Valor terminal	-	-	-	-	-	362.018
Valor terminal + Flujo de caja	10.015	15.789	16.619	17.493	18.414	387.668
Flujo de caja libre	9.353	13.769	13.534	13.303	13.077	257.090
<b>Valor presente VT + FCL</b>	<b>320.125</b>	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Masisa

### 8.2. Déficit o exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto

El trabajo operativo neto corresponde a la diferencia entre los activos operacionales corrientes y los pasivos operacionales corrientes, tomando en consideración el CTON en función de los estados financieros de diciembre 2022 y el proyectado:

**Cuadro 55: Déficit o exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto**

Déficit o exceso de CTON en M USD	
CTON Dic-2022	140.836
CTON 2022	131.172
<b>Déficit / Exceso</b>	<b>9.664</b>

### 8.3. Activos prescindibles y otros activos

Los activos prescindibles corresponden a aquellos activos no operacionales que poseen un valor económico propio y no participan del funcionamiento del negocio en el día a día. Aun así, es importante mencionar que los activos prescindibles varían en función del rubro y la forma en que opera cada empresa en específico.

En el caso de Masisa, se determinaron los siguientes activos como prescindibles:

**Cuadro 56: Activos prescindibles**

Activos prescindibles en M USD	
Efectivo y equivalente al efectivo	112.707
Otros activos financieros, no corrientes	688
<b>Total</b>	<b>113.395</b>

Fuente: Elaboración propia

- El efectivo y equivalente al efectivo está compuesto por el efectivo en caja, los depósitos a plazo en entidades de crédito y otras inversiones a corto plazo de gran liquidez con un vencimiento al cierre del ejercicio no superior a noventa días. Los instrumentos antes mencionados dentro de la cuenta contables son considerados fáciles de liquidar
- Otros activos financieros no corrientes, corresponde a los instrumentos contabilizados como Fair value derivados, los cuales corresponden a la posición activa, asociada al mark to market del derivado

## 8.4. Valorización económica de la empresa

Tomando en consideración todos los análisis realizados en los puntos anteriores, es posible poder calcular el Patrimonio económico y posteriormente el precio de la acción de Masisa.

Para calcular el Patrimonio económico se debe tomar el Valor total de Activos y restarle la deuda financiera. En donde el Valor total de Activos corresponde a la suma del Valor presente FCL, Exceso (déficit) CTON y Activos prescindibles.

Posteriormente, una vez calculado el Patrimonio económico, éste se multiplica por el respectivo tipo de cambio USD/CLP y luego se divide por el número de acciones de Masisa, logrando obtener el precio de la acción estimado de Masisa en CLP.

A continuación, en la siguiente tabla se muestra la valoración económica de Masisa:

**Cuadro 57: Valoración económica de la empresa**

Al 31 de diciembre de 2022 en M USD	
Valor presente FCL	320.125
Exceso (déficit) CTON	9.664
Activos prescindibles	113.395
<b>Valor total de activos</b>	<b>443.184</b>
Deuda financiera	129.468
Patrimonio económico	313.716
Número de acciones	7.480.886.772
Precio acción estimado CLP	35,55
Precio acción real CLP	35,00
Diferencia de precios (en %)	1,58%

Fuente: Elaboración propia

Analizando los resultados obtenidos, es posible observar que el Patrimonio económico de Masisa corresponde a 313.716 M US\$ y en la misma línea, el número de acciones de Masisa asciende a 7.480.886.772. En consecuencia, como se mencionó anteriormente, al multiplicar el Patrimonio económico por mil (ya que los estados

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

financieros están en M US\$) para luego dividirlo con el número de acciones, y finalmente multiplicarlo por el tipo de cambio USD/CLP, se obtiene un valor estimado de la acción de 35,55 CLP, el cual es mayor al precio real observado al 31 de diciembre de la acción de Masisa, el cual es 35,00 CLP. Esto permitiría inferir, que la acción de Masisa se encuentra infravalorada o subestimada.

A continuación, se presenta un gráfico con el precio histórico de la acciones de Masisa para complementar el análisis:



Fuente: *Elaboración propia*

## 8.5. Análisis de sensibilidad

El fin del análisis de sensibilidad es poder medir como impactan en el precio estimado de la acción de Masisa, las variaciones tanto de la tasa de crecimiento de ingresos operacionales, así como también la tasa de costo de capital promedio ponderado.

### 8.5.1. Análisis de sensibilidad por tasa de crecimiento y costo de capital

Para evaluar los impactos, se establecieron márgenes de intervalos de 50 puntos básicos tanto en la tasa de crecimiento como en el costo de capital promedio

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

ponderado, quedando un intervalo de -1,50% a +1,50% y 5,50% a 8,00% respectivamente.

Lo señalado anteriormente se puede apreciar en el siguiente cuadro:

**Cuadro 58: Análisis de sensibilidad**

		Var. Tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)						
		5,50%	6,00%	6,50%	6,97%	7,00%	7,50%	8,00%
Var. Tasa de Crecimiento	-1,50%	43,88	39,91	36,56	33,84	33,69	31,20	29,04
	-1,00%	44,96	40,87	37,41	34,61	34,46	31,90	29,66
	-0,50%	46,07	41,85	38,29	35,40	35,24	32,61	30,31
	0,00%	47,20	42,85	39,18	36,21	36,04	33,33	30,96
	+0,50%	48,35	43,88	40,09	37,03	36,86	34,07	31,63
	+1,00%	49,54	44,92	41,03	37,88	37,70	34,82	32,31
	+1,50%	50,75	45,99	41,98	38,74	38,56	35,59	33,01

Fuente: Elaboración propia

Como es posible observar, se aprecia que a medida que aumenta la tasa de costo de capital promedio ponderado, el precio estimado de la acción de Masisa va disminuyendo. Y en la misma línea, a medida que se incrementa la tasa de crecimiento de ingresos operacionales, el precio de estimado de la acción se vuelve cada vez mayor.

## 8.5.2. Análisis de sensibilidad diferencia de precios

En el siguiente cuadro, es posible apreciar la variación porcentual del precio estimado de la acción de Masisa, en función de los cambios de la tasa de crecimiento de los ingresos operacionales y el costo de capital promedio ponderado de la empresa.

**Cuadro 59: Análisis de sensibilidad en porcentaje**

		Var. Tasa de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)						
		5,50%	6,00%	6,50%	6,97%	7,00%	7,50%	8,00%
Var. Tasa de Crecimiento	-1,50%	25,37%	14,03%	4,45%	-3,31%	-3,75%	-10,84%	-17,04%
	-1,00%	28,46%	16,77%	6,89%	-1,11%	-1,56%	-8,86%	-15,24%
	-0,50%	31,62%	19,57%	9,39%	1,15%	0,69%	-6,84%	-13,41%

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

cimen to	0,00%	34,85%	22,43%	11,95%	3,46%	2,98%	-4,77%	-11,54%
	+0,50%	38,15%	25,36%	14,56%	5,81%	5,32%	-2,66%	-9,63%
	+1,00%	41,53%	28,35%	17,23%	8,22%	7,71%	-0,51%	-7,68%
	+1,50%	44,99%	31,41%	19,95%	10,68%	10,16%	1,69%	-5,69%

Fuente: Elaboración propia

Sintetizando, como fue mencionado anteriormente, un aumento del WACC implica un menor precio estimado de la acción y, por otro lado, un mayor crecimiento de los ingresos operacionales implica un mayor precio estimado de la acción. Lo cual provoca como consecuencia, que el escenario ideal es poseer la menor tasa de costo de capital promedio ponderado posible y al mismo tiempo, la mayor tasa de crecimiento de ingresos operacionales posible.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*.
- Fitch Ratings. (22 de Febrero de 2023). *Rating Report Masisa*. Obtenido de <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/masisa-sa-22-12-2023>
- Investing.com. (2022). *Datos Financieros Masisa*. Obtenido de <https://es.investing.com/equities/masisa-historical-data>
- Maquieira, C. (2008). *Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica*. Editorial Andrés Bello.
- Market Screener. (2022). *Datos Financieros Dexco*. Obtenido de <https://www.marketscreener.com/quote/stock/DEXCO-S-A-6499849/company/>
- Market Screener. (2022). *Datos Financieros Louisiana*. Obtenido de <https://es.marketscreener.com/cotizacion/accion/LOUISIANA-PACIFIC-CORPORATION-13418/empresa/>
- Market Screener. (2022). *Datos Financieros Masisa*. Obtenido de <https://www.marketscreener.com/quote/stock/MASISA-S-A-6492923/finances/>
- Market Screener Eucatex. (2022). *Datos Financieros Eucatex*. Obtenido de <https://es.marketscreener.com/cotizacion/accion/EUCATEX-S-A-IND-STRIA-E-C-9970174/empresa/>
- Masisa. (2017). *Estados Financieros Consolidados 2017*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>
- Masisa. (2018). *Estados Financieros Consolidados 2018*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>
- Masisa. (2019). *Estados Financieros Consolidados 2019*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>
- Masisa. (2020). *Estados Financieros Consolidados 2020*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>
- Masisa. (2021). *Estados Financieros Consolidados 2021*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>
- Masisa. (2022). *Estados Financieros Consolidados 2022*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Masisa. (2022). *Informe integrado 2022*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/wp-content/uploads/2023/03/Informe-Integrado-MASISA-2022.pdf>

Masisa. (2022). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/inversionistas/memoria-y-eeff/>

Masisa. (2022). *Presentación de Resultados 4Q - 2022*. Obtenido de <https://corporativo.masisa.com/wp-content/uploads/2023/03/Conference-Call4Q22.pdf>

Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura. (2022). *Datos de producción tableros y maderas*. Obtenido de <https://www.fao.org/faostat/es/#data/FO>

Refinitiv Eikon. (2022). *Información financiera Masisa*. Obtenido de [www.lseg.com](http://www.lseg.com)

Statista. (2022). *Ranking de países con mayor producto interno bruto (PIB) estimado de 2022 a 2028*. Obtenido de <https://es.statista.com/estadisticas/600234/ranking-de-paises-con-el-producto-interior-bruto-pib-mas-alto-en/>

Statista. (2022). *Tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) real en Chile de 2016 a 2028*. Obtenido de <https://es.statista.com/estadisticas/1284590/tasa-de-crecimiento-del-producto-interior-bruto-pib-en-chile/>

## 10. ANEXOS

### 10.1. Balances de Masisa

Fecha	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Activos	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
<b>Activos corrientes</b>						
Efectivo y equivalentes al efectivo	42.408	103.719	50.971	31.770	57.100	112.707
Otros activos financieros corrientes	51.981	40	6	1.045	888	1.919
Otros activos no financieros, corrientes	2.635	1.121	1.080	1.594	1.064	1.065
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	91.112	66.063	78.421	76.460	79.480	76.612
Inventarios corrientes	98.737	77.228	89.257	74.517	83.213	105.259
Activos biológicos corrientes	25.018	9.839	7.219	7.508	4.572	-
Activos por impuestos corrientes, corrientes	52.464	67.393	77.274	61.620	3.291	3.269
<b>Total de activos corrientes distintos de los activos clasificados para la venta</b>	<b>364.355</b>	<b>325.403</b>	<b>304.229</b>	<b>254.516</b>	<b>229.608</b>	<b>300.831</b>
Activos no corrientes para clasificados como mantenidos para la venta	254.172	206.327	350.683	1.892	1.674	-
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>618.527</b>	<b>531.730</b>	<b>654.912</b>	<b>256.408</b>	<b>231.282</b>	<b>300.831</b>
<b>Activos no corrientes</b>						
Otros activos financieros no corrientes	5.718	34.303	2.691	2.961	58	688
Otros activos no financieros no corrientes	2.436	3.232	3.778	2.771	9.565	8.425
Inversiones contabilizadas con el método de la part.	53	53	138	420	1.005	947
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.156	331	203	794	434	125
Plusvalía	7.334	-	-	-	5.538	5.538
Propiedades, planta y equipo	601.417	468.854	347.219	302.792	296.728	239.301
Activos biológicos no corrientes	299.288	298.659	67.289	35.985	42.424	-
Propiedad de inversión	-	-	-	17.507	13.521	13.888
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	-	-	53.114	62.518
Activos por impuestos diferidos	80.964	149.071	145.885	83.605	72.617	75.751

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

<b>Total de activos no corrientes</b>	<b>998.376</b>	<b>954.503</b>	<b>567.203</b>	<b>446.835</b>	<b>495.004</b>	<b>407.181</b>
<b>Total de activos</b>	<b>1.616.903</b>	<b>1.486.233</b>	<b>1.222.115</b>	<b>703.243</b>	<b>726.286</b>	<b>708.012</b>
<b>Pasivos</b>						
<b>Pasivos corrientes</b>						
Otros pasivos financieros corrientes	212.691	137.186	206.436	69.522	44.489	54.566
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	5.092	2.796	3.541
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	77.333	56.743	52.143	51.521	68.296	49.460
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	-	21.710	-	-	-	-
Otras provisiones a corto plazo	8.287	3.876	4.199	1.286	4.218	2.967
Pasivos por impuestos corrientes	3.943	121	377	52	259	1
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	759	582	566	237	518	575
Otros pasivos no financieros corrientes	468	256	165	306	197	48
<b>Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta</b>	<b>303.481</b>	<b>220.474</b>	<b>263.886</b>	<b>128.016</b>	<b>120.773</b>	<b>111.158</b>
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	38.210	50.343	1.131	1.133	931	-
<b>Pasivos corrientes totales</b>	<b>341.691</b>	<b>270.817</b>	<b>265.017</b>	<b>129.149</b>	<b>121.704</b>	<b>111.158</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>						
Otros pasivos financieros no corrientes	386.857	412.331	274.147	78.808	89.362	74.902
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	-	13.543	10.939	11.815
Cuentas por pagar no corrientes	883	432	324	-	1.397	1.493
Otras provisiones no corrientes	754	-	-	-	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	98.731	22.555	18.672	15.054	15.028	-
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	6.849	3.584	3.730	4.102	3.231	3.503

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

Otros pasivos no financieros no corrientes	126	44	18	7	2	-
<b>Total de pasivos no corrientes</b>	<b>494.200</b>	<b>438.946</b>	<b>296.891</b>	<b>111.514</b>	<b>119.959</b>	<b>91.713</b>
<b>Total de pasivos</b>	<b>835.891</b>	<b>709.763</b>	<b>561.908</b>	<b>240.663</b>	<b>241.663</b>	<b>202.871</b>

<b>Patrimonio</b>						
Capital emitido	989.089	989.089	989.089	989.089	654.557	654.557
Utilidades acumuladas	300.531	(153.257)	(253.866)	(376.408)	14.636	(136.984)
Acciones en cartera propia	-	-	-	(9.548)	-	-
Otras reservas	(307.866)	(59.362)	(75.016)	(140.553)	(185.611)	(13.865)
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>981.754</b>	<b>776.470</b>	<b>660.207</b>	<b>462.580</b>	<b>483.582</b>	<b>503.708</b>
Participaciones no controladoras	(200.742)	-	-	-	1.041	1.433
<b>Patrimonio total</b>	<b>781.012</b>	<b>776.470</b>	<b>660.207</b>	<b>462.580</b>	<b>484.623</b>	<b>505.141</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>1.616.903</b>	<b>1.486.233</b>	<b>1.222.115</b>	<b>703.243</b>	<b>726.286</b>	<b>708.012</b>

## 10.2. Estados de Resultados de Masisa

Fecha	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Ganancia (pérdida)	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Ingresos operacionales	1.057.414	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092
Costo de ventas	(850.492)	(512.489)	(347.870)	(533.149)	(345.084)	(356.478)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>206.922</b>	<b>99.929</b>	<b>54.113</b>	<b>41.008</b>	<b>102.503</b>	<b>144.614</b>
Otros ingresos	164.236	67.271	(11.934)	(18.221)	5.988	880
Costos de distribución	(51.065)	(21.484)	(14.289)	(11.915)	(15.740)	(17.425)
Gastos de administración	(112.412)	(57.270)	(44.197)	(34.535)	(37.504)	(37.435)
Otros gastos	(553.606)	(412.114)	(58.470)	(45.922)	(4.910)	(5.188)
Ingresos financieros	10.691	3.698	1.733	521	340	1.196
Costos financieros	(73.667)	(36.577)	(38.534)	(28.039)	(10.061)	(9.616)
Participación en las ganancias de negocios	(54)	-	(43)	-	-	-
Pérdidas de cambio en moneda extranjera	6.869	5.265	(2.593)	2.955	(4.206)	(6.085)
Utilidad por unidades de reajuste	15.556	442	4.821	3.332	65	138
<b>Ganancia, antes de impuestos</b>	<b>(386.530)</b>	<b>(350.840)</b>	<b>(109.393)</b>	<b>(90.816)</b>	<b>36.475</b>	<b>71.079</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	27.876	125.469	(17.672)	(69.632)	(13.254)	2.159
<b>Ganancia procedente de op. continuadas</b>	<b>(358.654)</b>	<b>(225.371)</b>	<b>(127.065)</b>	<b>(160.448)</b>	<b>23.221</b>	<b>73.238</b>
Pérdida procedente de op. descontinuadas	-	-	-	-	-	(238.539)
<b>(Pérdida) ganancia</b>	<b>(358.654)</b>	<b>(225.371)</b>	<b>(127.065)</b>	<b>(160.448)</b>	<b>23.221</b>	<b>(165.301)</b>
<b>Pérdida atribuible a</b>						
(Pérdida) ganancia de los propietarios de la controladora	(244.950)	(220.253)	(127.065)	(160.448)	23.221	(167.328)
(Pérdida) ganancia de participaciones no controladoras	(113.704)	(5.118)	-	-	-	2.027
<b>(Pérdida) ganancia</b>	<b>(358.654)</b>	<b>(225.371)</b>	<b>(127.065)</b>	<b>(160.448)</b>	<b>23.221</b>	<b>(165.301)</b>
<b>(Pérdida) ganancia por acción</b>						
<b>(Pérdida) ganancia por acción básica</b>						
(Pérdida) ganancia por acción básica en operaciones continuadas	(0,03125)	(0,02810)	(0,01621)	(0,22047)	0,00310	(0,02237)
(Pérdida) ganancia por acción básica	(0,03125)	(0,02810)	(0,01621)	(0,22047)	0,00310	(0,02237)
<b>(Pérdida) ganancia por acción diluida</b>						
(Pérdida) ganancia diluida por acción procedente de operaciones continuadas	(0,03125)	(0,02810)	(0,01621)	(0,22047)	0,00310	(0,02237)

# MASISA

Tu mundo, tu estilo

(Pérdida) ganancia diluida por acción	(0,03125)	(0,02810)	(0,01621)	(0,22047)	0,00310	(0,02237)
---------------------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	---------	-----------

### 10.3. Regresión

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,483
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,233
R <sup>2</sup> ajustado	0,226
Error típico	0,059
Observaciones	103

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,109	0,109	30,751	0,000
Residuos	101	0,356	0,004		
Total	102	0,465			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,002	0,006	-0,345	0,731	-0,014	0,010	-0,014	0,010
Variable X 1	0,952	0,172	5,545	0,000	0,611	1,292	0,611	1,292