



VALORIZACIÓN POR MÚLTIPLOS MASISA S.A

TALLER AFE

INFORME FINAL

Profesor Guía: Francisco Marcet Orellana

Estudiante: Nicolás Díaz

Fecha: 27 de septiembre de 2021

Índice

Contenido

Resumen Ejecutivo	5
1. METODOLOGÍA	7
1.1. Método de múltiplos	7
1.1.1. Múltiplos de ganancias	7
1.1.2. Múltiplos de valor libro	8
1.2.2. Múltiplos de ventas	8
1.2 Método de flujos de caja descontados	8
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	11
2.1. Descripción de la empresa	11
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	11
2.1.2. Estructura organizacional	12
2.1.3. Principales accionistas	13
2.1.4. Filiales	13
2.2. Descripción de la industria	14
2.2.1. Estado actual	14
2.2.2. Regulación y fiscalización	15
2.2.3. Empresas comparables	17
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	21
3.1. Deuda financiera	21
3.2. Patrimonio Económico	21
3.3. Valor económico	23
3.4. Estructura de capital histórico y objetivo	23
4. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	25
4.1. Análisis de crecimiento de la empresa	25
4.1.1. Por segmento	26
4.1.2. Por país	27
4.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	30
4.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	31
4.4. Análisis de márgenes de la empresa	34
4.5. Análisis de los activos de la empresa	36
4.4.1. Activos operacionales y no operacionales	36

4.4.2. Capital de trabajo operativo neto	39
4.4.3. Inversiones	39
4.6. Análisis de crecimiento de la industria	42
5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	44
5.1. Análisis de las empresas comparables	44
5.2. Múltiplos de la industria	44
5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	47
5.4. Análisis de los resultados	48
6. CONCLUSIÓN	50
ANEXOS	52
1. Clasificaciones de Riesgo	52
2. Análisis Resultado operacional (EBIT)	52
3. Calculo de EBITDA y EBIT Anualizado.....	52

Índice de Tablas

Tabla 1 Principales accionistas MASISA.....	13
Tabla 2 Antecedentes de MASISA.....	17
Tabla 3 Antecedentes de COPEC.....	18
Tabla 4 Ingresos y EBITDA de EMPRESAS COPEC (Celulosa Arauco).....	19
Tabla 5 Antecedentes de EMPRESAS CMPC.....	19
Tabla 6 Ingresos y EBITDA de CMPC.....	20
Tabla 7 Antecedentes de Deuda Financiera.....	21
Tabla 8 Antecedentes de Patrimonio Económico.....	22
Tabla 9 Antecedentes de Valor Económico.....	23
Tabla 10 Antecedentes de Estructura de capital histórica y Objetivo.....	23
Tabla 12 Crecimiento por segmento.....	26
Tabla 13 Relación por porcentaje de ingresos.....	27
Tabla 14 Evolución crecimiento de ingresos por segmento.....	27
Tabla 15 Ingresos por país en exportación.....	28
Tabla 16 Participación por país por venta mercado exportación.....	29
Tabla 17 Evolución de costos de operación.....	30
Tabla 18 Evolución de costos de operación en relación a ingresos por ventas.....	31
Tabla 19 Resultado no operacional.....	32
Tabla 20 Resultado no operacional sobre ingresos.....	32
Tabla 21 Evolución de gastos por función en relación a ingresos por ventas.....	33
Tabla 22 Estado de Resultados integrales en MUF.....	34
Tabla 23 Estado de Resultados integrales porcentual.....	35
Tabla 24 Razones de rentabilidad.....	36
Tabla 25 Clasificación de activos operacionales y no operacionales.....	37
Tabla 26 Capital de trabajo operativo neto RCTON.....	39
Tabla 27 Evolución propiedad, planta y equipo.....	40
Tabla 28 Evolución propiedad, planta y equipo.....	41
Tabla 29 Evolución depreciación acumulada.....	41
Tabla 30 Clasificaciones de Riesgo.....	44
Tabla 31 Datos industria para múltiplos.....	45
Tabla 32 Múltiplos de la industria vs MASISA.....	46
Tabla 33 Valorización por múltiplos MASISA.....	48

Resumen Ejecutivo

En el siguiente informe se presenta la valoración de una de las empresas chilenas más grandes en el rubro de los materiales de construcción llamada MASISA S.A. El método de valoración utilizado es mediante el de múltiplos de empresas comparables a marzo del 2021.

Para efectuar el siguiente análisis se utilizó información de los informes integrados oficiales de MASISA, donde la empresa da a conocer información acerca del desempeño financiero, social y ambiental de la compañía y de sus sociedades filiales y coligadas.

En el año 2020, los resultados de la compañía se vieron afectados por la crisis sanitaria la cual impactó en las operaciones, ventas en Chile y el resto del mundo. También los resultados se vieron marcados por la concreción de la venta de activos forestales en Chile los cuales sirvieron para pagar parte de la deuda Financiera de la compañía en donde se logró reducir la deuda en más de US\$500 millones, esto como resultado de un proceso de reestructuración el cual finalizó en el año 2020 el cual les permitió sanear la situación financiera de la empresa.

Actualmente la compañía se esfuerza en dar prioridad a la calidad de servicio, mejorando los estándares de sus productos y la atención al cliente, esto acompañado de nuevos focos puestos en el mercado local potenciando la innovación la cual es una temática que está sonando constantemente en los discursos de la compañía.

Dicho lo anterior se procede a valorar la compañía utilizando la valoración por múltiplos los cuales se obtienen analizando las empresas comparables de MASISA , en este caso COPEC y CMPC, ambas empresas chilenas que participan en los mismos rubros.

Por último se procede a calcular el valor de la acción de MASISA al cierre de marzo del 2021 con respecto al método de valoración por múltiplos, al utilizar los múltiplos de valor empresa sobre EBITDA y valor empresas sobre EBIT obtenemos en promedio un valor de \$13 pesos versus los \$15,99 pesos reales con un 20% de diferencia lo cual muestra una sobrevaloración de la empresa en el mercado..

1. METODOLOGÍA

1.1. 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; 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. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.1. 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

Dónde: “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. 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

Dónde: “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.

1.2.2. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Dónde: “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.

1.2 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; 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).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Constituida en 1960, MASISA se dedica principalmente a la fabricación y venta de paneles de madera para muebles en América Latina. Desde 1970 se abre a la Bolsa de Comercio de Santiago.

Sus principales productos corresponden a tableros MDF y tableros de partículas (PB y MDP), con una capacidad instalada de aproximadamente 1.1 millones de metros cúbicos, incluyendo el parque industrial en Chihuahua, México. En términos de operaciones, la empresa cuenta con plantas de producción en Chile y México. Es importante señalar que las operaciones y EERR de Venezuela fueron desconsolidadas a partir del 31 de diciembre de 2018 debido al paquete de medidas económicas que anunció dicho país y que generaron importantes distorsiones entre las cuales se encuentran la hiperinflación y la depreciación de la moneda local lo cual provocó la pérdida de control de los resultados de esta filial. Además, cuenta con soluciones comerciales en Perú, Ecuador, Colombia, Estados Unidos, China y Bolivia, servicios industriales en México y negocios forestales en Chile y Argentina.

Actualmente la compañía está implementando su plan estratégico, que incluye fortalecer su estrategia comercial, maximizar la rentabilidad a través de productos y servicios de mayor valor agregado, y desarrollar canales de venta a través de nuevas tecnologías en un modelo de negocios más orientado al cliente. En Latinoamérica, el principal negocio de MASISA es brindar soluciones para mobiliario y arquitectura de interiores, con capacidad de producción y oficinas comerciales en la región. Por su parte, MASISA brinda soluciones de moldeo en el mercado norteamericano, y sus productos se distribuyen en Estados Unidos y Canadá.

El actual plan estratégico de la compañía ha resultado en una disminución de la diversificación geográfica y operativa. De esta forma, MASISA podrá focalizar sus esfuerzos en maximizar su estrategia comercial en la Región Andina, Centroamérica, Estados Unidos, Canadá y otros mercados de exportación, mediante la innovación y diseño, expandiendo las alternativas de valor agregado en productos y servicios, impulsando nuevas soluciones integrales y desarrollando canales de venta a través de nuevas tecnologías. Parte del plan estratégico implicó la venta de activos forestales en Chile, con el objetivo de pagar y disminuir su deuda.

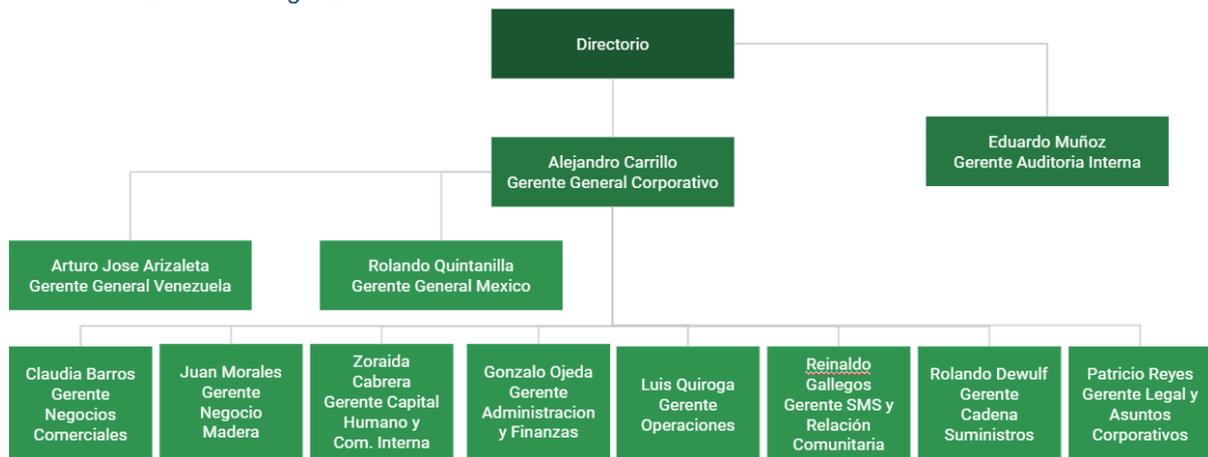
financiera de más de US\$ 450 millones y reducirla a US\$150 millones aproximadamente. La venta se llevó a cabo durante el año 2020.

Fuente:Feller Rate. (2020). Descripción Masisa. 03/2021, de Feller Rate Sitio web: <https://www.feller-rate.com/corporativo>

2.1.2. Estructura organizacional

El equipo ejecutivo está compuesto por hombres y mujeres responsables de las 10 principales gerencias de la estructura de la compañía

Ilustración 1 Estructura Organizacional MASISA



Fuente: EEFF 2021 MASISA S.A

Donde los principales ejecutivos son:

Gerente General Corporativo: Alejandro Carrillo

Gerente Administración y Finanzas: Gonzalo Ojeda Peñaloza

Gerente Legal y Asuntos Corporativos y Secretario del Directorio: Patricio Reyes Urrutia

Gerente Capital Humano y Comunicaciones Internas:Zoraida Cabrera Dager

Gerente Negocios Comerciales: Claudia Cecilia Elba Barros Fuenzalida

Gerente General México:Rolando Quintanilla Guzmán

Gerente General Venezuela: Arturo José Arizaleta Páez

Gerente Auditoría Interna: Eduardo Felipe Muñoz

Gerente de Negocio Maderas: Juan Morales Solis

Gerente de Salud, Medioambiente, Seguridad y Relacionamiento Comentario: Reinaldo Gallegos Rabanal

Fuente:Masisa. (2019). Estructura organizacional. 03/2021, de Masisa Sitio web: <https://corporativo.masisa.com/nuestra-empresa/estructura-organizacional/>

2.1.3. Principales accionistas

En la siguiente tabla se presentan los principales accionistas de la compañía ordenados de mayor a menor por el porcentaje de participación, dentro de las empresas con mayor participación se encuentra GN Holding, dedicada principalmente a la producción y comercialización de caucho cuenta con un 67% de participación, seguida de BTG Pactual administradora de fondos con un 6,66% de participación.

Tabla 1 Principales accionistas MASISA

NOMBRE ACCIONISTAS	NÚMERO DE ACCIONES	PARTICIPACIÓN
GN Holding S.A.	5.252.372.118	67,00%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	522.444.179	6,66%
MASISA S.A. Derecho a Retiro	358.218.519	4,57%
Banchile Administradora General de Fondos S.A.	317.232.612	4,05%
Siglo XXI Fondo de Inversión	201.102.999	2,57%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	167.281.250	2,13%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	139.095.344	1,77%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	101.988.317	1,30%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	63.884.146	0,81%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	53.353.043	0,68%
Comercial Arroba SpA	49.665.877	0,63%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	43.988.611	0,56%
Otros 568.478.276	568.478.276	7,25%
TOTAL	7.839.105.291	100%

Fuente: EEFF 2021 MASISA S.A

2.1.4. Filiales

En la siguiente tabla se detallan las sociedades filiales directas e indirectas, que han sido consolidadas por MASISA S.A. y su porcentaje de participación.

Ilustración 2 Filiales MASISA

RUT	País	NOMBRE SOCIEDAD	31.03.2021 No auditados		
			DIRECTO	INDIRECTO	TOTAL
76.120.369-K	Chile	Masisa Forestal SpA	100%	0%	100%
76.926.524-4	Chile	Inversiones Internacionales Terranova SpA	100%	0%	100%
77.790.860-K	Chile	Masisa Partes y Piezas S.A.	100%	0%	100%
79.576.180-2	Chile	Placacentros Masisa Chile Ltda.	100%	0%	100%
76.771.720-2	Chile	Masisa Servicios Placacetro Ltda.	30%	70%	100%
76.816.200-K	Chile	Masisa Componentes SpA	1%	99%	100%
96.968.730-5	Chile	Placacentros Masisa Concepción S.A.	5%	95%	100%
99.511.350-3	Chile	Inversiones Calle Calle S.A.	50%	0%	50%
76.939.707-8	Chile	Masisa Capital Venture SpA	100%	0%	100%
76.957.373-9	Chile	Scaleup SpA	0%	60%	60%
0-E	Argentina	Forestal Argentina S.A.	99%	1%	100%
0-E	Argentina	Placacetro Masisa Argentina S.A.	95%	5%	100%
0-E	Argentina	Masisa Forestal S.A.	98%	2%	100%
0-E	Brasil	Masisa Madeiras Ltda.	0%	100%	100%
0-E	Brasil	Masisa Brasil Empreendimentos Florestais Ltda.	100%	0%	100%
0-E	Colombia	Masisa Colombia S.A.	100%	0%	100%
0-E	Colombia	Masisa Placacentros Colombia S.A.S.	100%	0%	100%
0-E	Ecuador	Masisa Ecuador S.A.	100%	0%	100%
0-E	Islas Caimán	Masisa Overseas Limited	100%	0%	100%
0-E	Panamá	Terranova Panamá S.A.	0%	100%	100%
0-E	Perú	Maderas y Sintéticos Del Perú S.A.C.	99%	1%	100%
0-E	Perú	Placacetro Masisa Perú S.A.C.	0%	100%	100%
0-E	México	Forestal Terranova México S.A. de C.V.	100%	0%	100%
0-E	México	Masnova de México S.A. de C.V.	0%	100%	100%

Fuente: Masisa. (2021). Estados Financieros.

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

La actividad forestal en Chile ha tomado fuerza a lo largo de los años, desarrollando y aumentando los niveles de exportación, empleos a nivel regional y país, incluso mundialmente ha incrementado estos ítems. Es un pilar fundamental para el crecimiento y desarrollo del país. No sólo lo forestal si no que también lo relacionado a lo industrial. El alcance de esta industria es inmenso. Existen alrededor de 15,7 millones de hectáreas de bosques, de las cuales el 85% corresponden a bosque nativo y un 15% a bosques forestales. A grandes rasgos, el sector forestal contribuye, con aproximadamente, el 3,0% del PIB nacional y sus exportaciones se valorizaron en más de US\$ 5.000 millones.

En nuestro país, existe una alta competencia en el sector industrial y forestal, principalmente entre las tres empresas que dominan la industria, que son Arauco, CMPC y MASISA.

Los efectos de la pandemia mundial, cuarentenas y mercados cerrados, ocasionaron efectos negativos en estos sectores y entre los competidores. Para MASISA, en septiembre de 2020 la compañía cerró con una caída de ingresos y de EBITDA recurrente de 22% y 20%, respectivamente, con lo cual el indicador de deuda financiera sobre EBITDA fue de 5,78 veces

al cierre de septiembre de 2020 (15,38 veces a diciembre de 2019). Hoy la industria se recupera lentamente y cabe destacar que el desempeño de la compañía mejoró significativamente debido a la apertura de los mercados, la ejecución del plan estratégico de la compañía y la paulatina recuperación de la demanda.

2.2.2. Regulación y fiscalización

MASISA se encuentra sujeta a las normas que regulan la actividad económica y empresarial en los diversos países de Latinoamérica en donde realiza sus actividades. En el caso particular de Chile, encontramos las normas que regulan los diversos aspectos relacionados al desarrollo de sus actividades, entre ellas las más relevantes son: el Código Comercial, Código Tributario, Código Laboral, Código Sanitario, Código Civil y la Ley 19.300 sobre Bases Generales del Medio Ambiente, además de regulaciones a su carácter de sociedad anónima, tales como la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas, la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores y la Ley 20.393 sobre Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas y diversas normas administrativas dictadas por la Comisión para el Mercado Financiero, con el fin de velar por la transparencia de los mercados que supervisa. Esta supervisión se realiza mediante la oportuna y amplia difusión de la información necesaria para los inversionistas y público en general, como por ejemplo la Norma de Carácter General N°30 y sus modificaciones contenidas en la Norma de Carácter General N°385.

La normativa aplicable tanto en Chile como en los demás países establece una serie de permisos y requisitos que habilitan para el desarrollo de las operaciones industriales y forestales. Asimismo norman las restricciones o limitaciones respecto de los impactos y efectos que genera la operación forestal e industrial en el ambiente y comunidades cercanas. En este contexto, MASISA de manera voluntaria cuenta con estándares más exigentes que aquellos establecidos en la normativa. Así, por ejemplo, encontramos la regulación de las Condiciones Ambientales y Sanitarias Básicas en Lugares de Trabajo, Decreto Supremo 90/2000, del Ministerio Secretaría General de la Presidencia, que regula la emisión de residuos líquidos y el Decreto 148/2003, del Ministerio de Salud, que regula el manejo de residuos sólidos.

En especial y, atendiendo a la contingencia del año 2020, relacionada a la pandemia por el Covid-19, cada país en el cual MASISA tiene operaciones debió atender específicamente a la normativa local dictada, para efectos de proteger la vida de los trabajadores. En este escenario, durante 2020 se debió atender a normas relacionadas a teletrabajo, protocolos de

trabajo en obra para evitar contagios, Ley de Protección del Empleo, entre otras normas relevantes en materia laboral y sanitaria.

Por otro lado, a nivel latinoamericano, se observan países que cuentan con regulaciones especiales, como por ejemplo Argentina, que limita la adquisición de tierras por parte de los ciudadanos y empresas extranjeras. En el caso de México, cuenta con un marco regulatorio de la propiedad rural caracterizado por una multiplicidad de pequeños propietarios y comunidades que constituyen los denominados Ejidos. Los Ejidos cuentan con legislación y procesos especiales para que en ciertos casos las empresas puedan ser propietarias de superficies o partes de terreno. Así también se reconoce constitucionalmente como principio rector de la actividad económica el desarrollo sustentable, por lo que en 1988 se expidió la Ley General del Equilibrio Ecológico y la Protección al Ambiente, que establece políticas generales de dicha materia y son la base para leyes derivadas, como las Normas Oficiales Mexicanas, todas ellas encaminadas al cuidado de áreas y recursos naturales como atmósfera, suelo, agua, ecosistemas, actividades altamente riesgosas, energía nuclear, ruido, vibraciones, energía térmica y contaminación visual, entre otras.

En Argentina la gestión y la explotación de los bosques y las tierras forestales están reguladas por la Ley Nacional N°13.273, también llamada Ley para la Defensa de los Recursos Forestales (Ley de Defensa de la Riqueza Forestal) y la autoridad encargada de hacerla cumplir es la Secretaría de Recursos Naturales y Desarrollo Sustentable; mientras que la Ley Nacional N°26.331, establece las pautas mínimas para la protección ambiental de los bosques nativos. Por otra parte, la Ley N°25.080 establece un régimen de promoción especial para inversiones en actividades forestales. Estas reglas son a su vez complementadas por otras normas a nivel nacional y provincial, además de la Ley N°26.737 complementada por el decreto N°274/2012, que crea el Régimen de Protección de Control Nacional sobre la propiedad, posesión o tenencia de tierras rurales.

En Venezuela existe la Ley de Bosques, cuyo objeto es garantizar la conservación de los bosques y demás componentes del patrimonio forestal y otras formas de vegetación silvestre no arbórea. Publicada en Gaceta Oficial N°40.222, el 6 de agosto de 2013. Además la Ley de Tierras y Desarrollo Agrario que tiene por objeto establecer las bases del desarrollo rural integral y sustentable, entendido este como el medio fundamental para el desarrollo humano y crecimiento económico del sector agrario, dentro de una justa distribución de la riqueza y una planificación estratégica, democrática y participativa. Esta fue publicada en Gaceta Oficial N°5.991 del 29 de julio del 2010.

2.2.3. Empresas comparables

Las empresas comparables con MASISA son Empresas COPEC y CMPC. Ambas operan en la industria forestal e industrial en Chile y en la región. A continuación se presenta una tabla de resumen respecto a algunos indicadores financieros de MASISA.

Tabla 2 Antecedentes de MASISA

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	MASISA.SN
Mercado donde transa sus acciones	Chile - Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	Masisa SA es un productor y comercializador de productos de madera con sede en Chile. Las actividades de la Compañía se dividen en dos segmentos de negocio: Industrial y Forestal. La división Industrial se enfoca en la fabricación de tableros de madera y otros productos de madera para uso en las industrias de muebles y arquitectura de interiores en América Latina. Su gama de productos comprende tableros de fibra de densidad media (MDF), tableros de partículas (PB), tableros de melamina, tableros de partículas de densidad media (MDP), madera aserrada y revestimientos interiores. La división Forestal es responsable del desarrollo y manejo de plantaciones de pino y eucalipto, plantaciones de otras especies, así como de tierras en Chile, Brasil, Argentina y Venezuela. La Compañía también distribuye productos a través de las tiendas Placacentro, una red de tiendas de carpintería y fabricación de muebles. La Compañía está controlada por Masonite International Corp.
Rubros y países donde opera	Chile, México y Venezuela, Argentina, y oficinas comerciales en Perú, Ecuador y Colombia
Clasificación de riesgo	Local: BBB-

Fuente: EIKON, RiskAmerica

A continuación se presentan dos tablas que resumen algunos indicadores financieros de Empresas COPEC.

Tabla 3 Antecedentes de COPEC

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	COPEC.SN
Mercado donde transa sus acciones	Chile - Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	<p>Empresas Copec SA es una compañía de celebración basada en Chile comprometida, a través de sus subsidiarias, en los sectores de energía y recursos naturales. Las operaciones de la compañía están estructuradas en cuatro sectores empresariales: el negocio forestal. Combustibles negocio, negocio de pesca y otras inversiones. La compañía opera en el negocio forestal a través de su afiliado Arauco, que produce pulpa de madera, panel y madera aserrada. El negocio de combustible de la compañía se centra en los combustibles licuados, los lubricantes y los mercados de gas de petróleo licuado y gas natural. La compañía opera en el negocio de pesca a través de su afiliado Pesquera Iquique - Guanaye, que produce harina de pescado, aceite de pescado, mariscos enlatados y congelados para el consumo humano. La compañía tiene plataformas productivas en Argentina, Brasil, Canadá, Colombia, Estados Unidos y Uruguay. El 11 de abril de 2014, la compañía con Inversiones Ultraterra Ltd vendió su estaca total en Empresa Electrica Guacolda a AES GEN.</p> <p>CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUTION SA (ARAUCO) es una compañía con sede en Chile que se involucra en la producción y distribución de pulpa, silvicultura y productos de madera. La cartera de productos de la compañía incluye troncos de sierra podada, troncos de sierra regulares, postes, madera tratada, fojas de madera de pino, madera de embalaje y productos de madera remanufacturados, articulación de dedos, paneles maestros y paneles sólidos, entre otros. Además, la compañía está comprometida en la generación de energía eléctrica. A partir del 31 de diciembre de 2011, la compañía se interesó en entidades tales como Arauco do Brasil SA, Arauco Forest Brasil SA, Arauco Florestal Arapoti SA, Arauco Holanda Cooperatief UA, Investigaciones Forestales Bioforest SA, Savitar SA, Inversiones Celco SL, Forestal Valdivia SA y Forestal Los Lagos SA, entre otros. Además, Empresas Copec SA fue el accionista mayoritario de la compañía con el 99.98% de su interés.</p>
Rubros y países donde opera	Brasil, Holanda, Chile
Clasificación de riesgo	Local: AA , AA Internacional: BBB , BBB-

Fuente: EIKON, Investor.empresascopec.cl

A continuación se presentan algunos indicadores financieros del segmento de Celulosa Arauco correspondiente a Copec.

Tabla 4 Ingresos y EBITDA de EMPRESAS COPEC (Celulosa Arauco)

Países y Rubros donde opera Para el año 2020	Ingresos (en US\$MM)	%	EBITDA (en US\$MM)	%
ARAUCO				
Pulp	1.993	42,11%	446	42,11%
Wood products	2.623	55,42%	587	55,42%
Forestry	116	2,45%	26	2,45%
Total	4.733	100,00%	1.060	100,00%

Fuente: EIKON, investor.empresascopec.cl

A continuación se presentan dos tablas que resumen algunos indicadores financieros de CMPC.

Tabla 5 Antecedentes de EMPRESAS CMPC

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	CMPC.SN
Mercado donde transa sus acciones	Chile - Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	Empresas CMPC SA es una compañía con sede en Chile que se involucra principalmente en la industria de productos de papel. Las actividades de la compañía se dividen en cinco segmentos de negocios: la silvicultura, que incluye productos que son registros para la fabricación de pulpa de celulosa y productos de madera maciza, como la madera aserrada, los productos remanufacturados y las placas de madera contrachapada; Pulpa, que proporciona pulpa fabricada en líneas de producción en Chile y Brasil; Papel, que se centra en la producción y comercialización de cartón, papel para la corrugación, papel de uso industrial y papel de periódico; Tejido, que es responsable de producir y vender productos higiénicos de tejido, higiénico sanitario y especializado, como papel higiénico, servilletas, pañales para bebés y tejidos faciales, y otros, que incluyen servicios administrativos generales. La compañía opera en Argentina, Colombia, México, Perú y Ecuador, entre otros. Controla una serie de subsidiarias, como CMPC CELULOSA SA, CARTULINAS CMPC SA, Chimolsa SA La Papelera del Plata SA.
Rubros y países donde opera	Chile, Argentina, Colombia, México, Perú y Ecuador.
Clasificación de riesgo	AA , AA-

Fuente: EIKON, Riskamerica

Tabla 6 Ingresos y EBITDA de CMPC

Países y Rubros donde opera Para el año 2020	Ingresos (en US\$ miles)	%	EBITDA (en US\$ miles)	%
Chile				
Celulosa	2.594.985	46,73%	639.783	64,64%
Biopackaging	888.359	16,00%	111.640	11,28%
Softys	2.069.467	37,27%	277.225	28,01%
Total CMPC (ajustado)	5.552.811	100,00%	989.740	100,00%

Fuente: EEFF Empresas CMPC SA dic 2020

La tabla 6 indica los ingresos y EBITDA correspondientes a CMPC por segmento de productos. Se puede observar que el segmento Celulosa compone el mayor ingreso (46,73%) sobre el total de todos los segmentos, al igual que su EBITDA, que constituye un 64,64% del total de EBITDA de CMPC. Luego lo sigue Softys con un ingresos que representan 37,27% y un EBITDA de 28,01% del total. Finalmente Biopackaging constituye la menor cantidad de ingresos con 16% del total, y un EBITDA de 11,28% del total.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

Para poder hacer un análisis sobre la estructura de capital de la compañía analizaremos la deuda financiera y el patrimonio económico, por lo cual utilizaremos los Estados Financieros disponibles en el sitio web oficial de MASISA, los cuales se encuentran en miles de dólares pero al ser una empresa chilena convertimos la información contable financiera en Unidades de Fomento (UF) según el valor al cierre de cada año

3.1. Deuda financiera

La deuda financiera total, como mencionamos anteriormente la obtendremos desde la información contable de la compañía, para poder calcular la deuda financiera se consideran Otros pasivos financieros corrientes (deuda de corto plazo) y otros pasivos financieros no corrientes (deuda de largo plazo) para los periodos 2017 a marzo 2021 lo cual podemos ver en la siguiente tabla:

Tabla 7 Antecedentes de Deuda Financiera

Antecedentes Deuda Financiera	2017	2018	2019	2020	mar-2021
Otros pasivos financieros corrientes	4.883	3.462	5.430	1.701	1.858
Otros pasivos financieros no corrientes	8.881	10.406	7.211	1.928	1.929
Deuda Financiera	13.764	13.868	12.640	3.629	3.787

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

Como podemos ver, la compañía muestra una baja considerable en la deuda financiera total entre los periodos 2019 y 2020 de un 71% lo cual se explica por el pago de deuda financiera de US\$321mm con fondos provenientes de la venta de activos forestales chilenos.

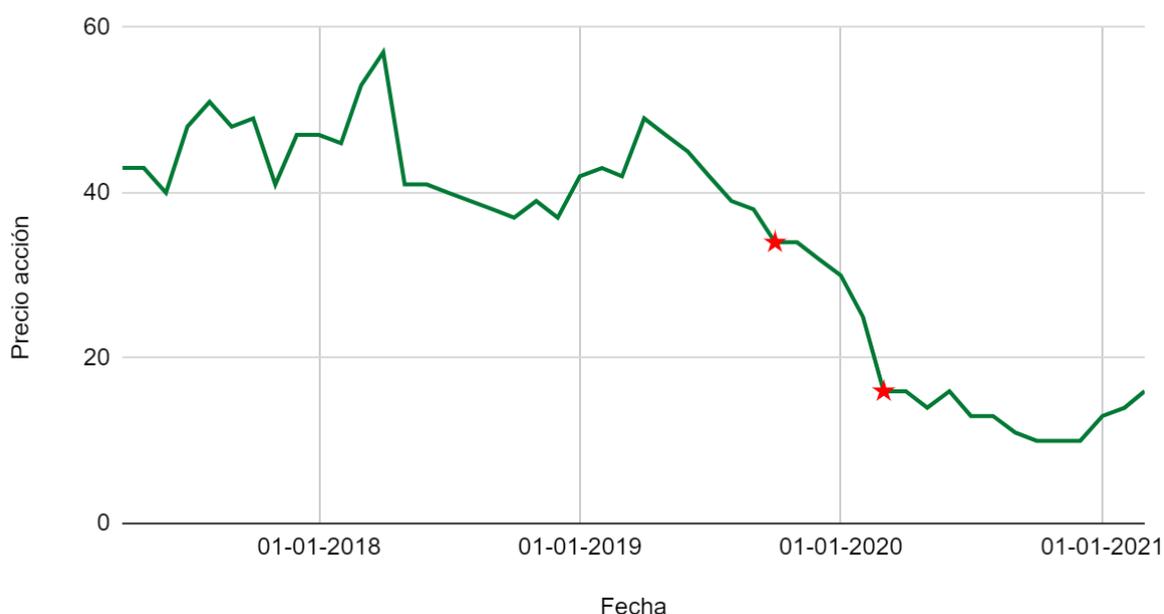
3.2. Patrimonio Económico

El patrimonio económico se obtiene como resultado de la multiplicación entre el número de acciones en circulación y el precio de cierre para cada periodo. MASISA solo posee acciones únicas las cuales desde el 2013 no han sufrido cambios.

El siguiente gráfico muestra la evolución que ha tenido el valor de la acción de MASISA dentro de los periodos de análisis (2017 - 2021) y se destacan en rojo los meses donde ocurrieron crisis financieras, que como podemos ver, afectaron de forma significativa a MASISA, la primera es en octubre del 2019 en donde se produce la crisis social en Chile denominada estallido social y posteriormente en marzo del 2020 la crisis sanitaria del COVID-19.

Ilustración 3 Evolutivo Precio Acción Masisa

Evolutivo Precio Acción Masisa



Dado la información anterior, en la siguiente tabla se expresa el valor del patrimonio económico bursátil para MASISA.

Tabla 8 Antecedentes de Patrimonio Económico

Antecedentes Patrimonio Eco.	2017	2018	2019	2020	mar-2021
Número de Acciones	7.839.105.291	7.839.105.291	7.839.105.291	7.839.105.291	7.839.105.291
Valor Acción	32.038	37.100	32.160	9.800	15.990
Valor Acción M CLP	32	37	32	10	16
Valor patrimonio económico	251.149.255.313	290.830.806.296	252.105.626.159	76.823.231.852	125.347.293.603
Valor en UF	9.371.891	10.550.425	8.905.198	2.642.668	4.264.272
Patrimonio Económico M UF	9.372	10.550	8.905	2.643	4.264

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa. - Yahoo Finance

Lo observado en el gráfico nos adelanta la baja en el patrimonio económico la cual entre los años 2019 y 2020 fue el más complejo para MASISA debido a las crisis que impactaron a los mercados y las empresas.

3.3. Valor económico

El valor económico de la compañía lo obtenemos sumando la deuda financiera, la cual fue presentada en la tabla 6 y el patrimonio económico presentado en la tabla 7 llegando a un valor económico para el año marzo del 2021 de 8.051 MUF

Tabla 9 Antecedentes de Valor Económico

Antecedentes Valor Económico	2017	2018	2019	2020	mar-2021
Deuda Financiera	13.764	13.868	12.640	3.629	3.787
Patrimonio Económico MUF	9.372	10.550	8.905	2.643	4.264
Valor Económico	23.136	24.419	21.546	6.272	8.051

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

3.4. Estructura de capital histórico y objetivo

Para el cálculo de la estructura objetivo, según lo indicado por MASISA en su última publicación de resultados trimestrales, recientemente concretó una reducción importante en su deuda financiera como parte de su plan de reestructuración. A través de la venta de activos forestales en Chile por aproximadamente US\$350 millones, redujo la deuda financiera a US\$152 millones. Durante los años 2017 y 2020, MASISA llevó a cabo cambios en su política de deuda y control financiero. Recién hacia fin del año 2020 se podría decir que MASISA cumplió un hito en su estructura financiera. Debido a estos cambios durante los años, se considera la estructura de capital objetivo como la observada a marzo de 2021.

Tabla 10 Antecedentes de Estructura de capital histórica y Objetivo

Estructura de Capital	2017	2018	2019	2020	mar-2021	Estructura Promedio	Objetivo
B/V	59,49%	56,79%	58,67%	57,86%	47,03%	55,97%	47,03%
P/V	40,51%	43,21%	41,33%	42,14%	52,97%	44,03%	52,97%
B/P	146,87%	131,45%	141,95%	137,33%	88,80%	129,28%	88,80%

Fuente:Elaboración propia

La estructura de capital B/P de marzo se toma como la estructura de capital objetivo debido a que ya no cuenta con la enorme deuda financiera que acarreaba. La empresa tiene un mayor control financiero, y con esa estructura puede mantener la estrategia establecida por MASISA en la junta de tenedores de bonos de la serie L el 24 de julio y agosto 2020, donde se cita:

“Con fecha 24 de julio y agosto de 2020, se celebró la Junta de Tenedores de Bonos de la serie L, en la cual los tenedores aprobaron modificaciones a la letra C y letra L de la cláusula novena y letra C de la cláusula décima del contrato de emisión de bonos, los cuales se resumen de la siguiente manera:

- No habrá medición de la Razón Deuda Financiera Neta sobre EBITDA entre el 30 de junio de 2020 y hasta el 30 de septiembre de 2022, ambas fechas inclusives.

- Ajustar la Razón de Deuda Financiera Neta sobre EBITDA actual desde $\leq 4,5x$ a $\leq 3,5x$ a partir de la Consumación de la Venta de los Activos Forestales Chilenos, en sus estados financieros consolidados desde el 31 diciembre de 2022 y hasta el 30 de septiembre de 2023, ambas fechas inclusive y $\leq 3,0x$ desde el 31 de diciembre de 2023.”

4. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

4.1. Análisis de crecimiento de la empresa

MASISA, al igual que muchas otras empresas, viene recuperándose de un año marcado por la emergencia sanitaria provocada por COVID-19, donde fue un desafío mantener el funcionamiento de las operaciones industriales y comerciales. Se ha enfocado en impulsar su estrategia comercial y a maximizar su rentabilidad a través de productos y servicios con un valor agregado mayor., y también en desarrollar nuevos canales de venta vía nuevas tecnologías, adoptando un modelo de negocios que se enfoca en el cliente y concentrando su capacidad industrial principalmente en Chile. Actualmente, Latinoamérica es la región en la que MASISA tiene su principal negocio enfocado en muebles y arquitectura de interiores, contando con una capacidad productiva y oficinas comerciales. Sin embargo, los ingresos de MASISA provienen de 3 segmentos: forestal, industrial, y por financiamiento y ajustes.

La compañía administra 73,5 mil hectáreas de terrenos forestales, donde 44,5 mil hectáreas corresponden a plantaciones y bosques, en su mayoría de eucaliptos y pinos. El negocio forestal de las plantaciones en Argentina se maneja bajo una estrategia de diversificación. La masa forestal de eucaliptos y pinos se mejoró a través del uso de material genético reformado y aplicando las mejores técnicas silvícolas (espacios entre árboles, poda, raleos, etc), con el objeto de maximizar la producción de calidad de la madera con el fin de cumplir con la estrategia hacia sus clientes y otros mercados.

MASISA logró concretar dos importantes acciones en el marco de su proceso de reorganización. El 5 de abril de 2019, MASISA comunicó la decisión de iniciar un proceso de venta de los activos forestales en Chile y Argentina, luego 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 US\$350 millones y consideró 78.220 hectáreas de plantación, 6.124 hectáreas de bosque nativo y 437,8 hectáreas correspondientes al vivero San Isidro. Además, consideró un contrato de largo plazo para el suministro de productos forestales, con el fin de abastecer las operaciones industriales de la Compañía en Chile. Este proceso mencionado anteriormente se concretó el 26 de junio de 2020.

De esta manera, a inicios de octubre se materializó el término de la reestructuración de deuda, con el pago de bonos y créditos bancarios, con lo cual se logró reducir la deuda de US\$ 458 millones a US\$ 148 millones durante el 2020.

En cuanto al negocio industrial, MASISA produce y comercializa tableros de madera en Norteamérica y Latinoamérica, principalmente tableros MDF, tableros MDP, tableros de partículas PB y tableros melamínicos. También venden productos complementarios como molduras MDF, revestimiento de interiores y madera aserrada.

La compañía tiene 2 complejos industriales en Chile y 1 en México. En Chile figura bajo el nombre MASISA Chile Industrial, con una capacidad instalada 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 y una capacidad de remanufactura para la fabricación de molduras de MDF de 233.266 metros cúbicos. También tiene una capacidad anual total de 211.200 metros cúbicos de madera aserrada.

El complejo industrial que se mantiene en México se ubica en Chihuahua, y consiste en una línea de tableros PB con capacidad instalada de 180.000 metros cúbicos anuales con tres líneas de recubrimientos melamínicos y una capacidad instalada total de 89.000 metros cúbicos anuales, lo que permite atender los mercados de México y de Estados Unidos.

Fuente: Memoria Masisa (2020). Informe integrado. - EEFF Masisa (Marzo 2021)

4.1.1. Por segmento

Si bien MASISA tiene 3 segmentos como fuente de ingresos, debido a su proceso de desinversión y reestructuración, hoy se enfoca principalmente en el negocio industrial.

Tabla 11 Crecimiento por segmento

Ventas de cada negocio	2017	2018	2019	2020	mar-21
FORESTAL	3.158,94	1.721,60	355,82	6.009,90	32,15
INDUSTRIAL	22.990,03	14.072,27	10.220,75	8.038,27	2.367,15
FINANCIAMIENTO, AJUSTES & OTROS	-1.873,31	-338,01	-3,45	0,00	-0,02
TOTAL	24.275,65	15.455,86	10.573,13	14.048,16	2.399,28

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

Tabla 12 Relación por porcentaje de ingresos

importancia relativa de cada negocio	2017	2018	2019	2020	mar-21
FORESTAL	13,01%	11,14%	3,37%	42,78%	1,34%
INDUSTRIAL	94,70%	91,05%	96,67%	57,22%	98,66%
FINANCIAMIENTO, AJUSTES & OTROS	-7,72%	-2,19%	-0,03%	0,00%	0,00%

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

En las tablas 12 y 13 se observa un aumento en el peso relativo a las ventas en el segmento industrial. El año 2020 muestra un aumento importante de ingresos en el sector forestal, lo que refleja la enajenación de activos forestales anteriormente mencionados cuya materialización se produjo el 26 de junio 2020 por un monto de US\$350 millones aproximadamente. Obviando ese negocio puntual del año 2020, se puede apreciar que la tendencia coincide con la estrategia de MASISA de disminuir la importancia del negocio forestal y aumentar el segmento industrial.

En la siguiente tabla se observa la evolución en la variación de ingresos por segmento desde el 2017 a marzo 2021. Si bien se puede apreciar una tendencia a la baja en las ventas de todos los segmentos, las ventas del segmento forestal son las más acentuadas, nuevamente obviando el incremento del año 2020 por enajenación de activos.

Tabla 13 Evolución crecimiento de ingresos por segmento

Evolución crecimiento ingresos segmento	2018	2019	2020	mar-20 / mar-21
FORESTAL	-45,50%	-79,33%	1589,03%	-11,92%
INDUSTRIAL	-38,79%	-27,37%	-21,35%	27,28%
FINANCIAMIENTO, AJUSTES & OTROS	-81,96%	-98,98%	-100,00%	-0,02%

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

4.1.2. Por país

En la siguiente tabla vemos los ingresos desde 2017 a la fecha, se observa cómo Chile es el principal generador de ingresos. El año 2020 muestra el negocio particular en donde la compañía estadounidense Global Forest Partners LP, compró activos forestales de la sociedad Forestal Tregualemu SpA.

Tabla 14 Ingresos por país en exportación

	2017	2018	2019	2020	mar-2021
Mercado	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Estados Unidos	1.995,15	2.208,81	3.310,45	2.966,50	697,72
Chile	3.553,51	4.309,82	3.301,85	8.530,04	626,31
Perú	595,82	69,68	726,89	496,42	125,35
México	3.812,13	4.339,50	612,69	342,55	70,93
China	450,82	599,52	449,72	70,14	43,56
Colombia	459,54	479,33	378,65	316,76	79,90
Ecuador	247,02	332,96	32,85	242,95	66,05
Corea del Sur	253,66	298,86	236,62	40,79	17,66
Canadá	359,81	183,63	197,40	205,79	59,10
Argentina	2.498,54	428,63	156,87	176,45	31,68
Vietnam	250,95	235,06	124,31	59,21	31,08
Venezuela	5.680,09	354,03	0,00	0,00	0,00
Otros	730,79	988,90	749,17	599,84	81,02
Brasil	3.305,73	0,00	0,00	0,00	0,00
Hong Kong	82,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Total	24.275,65	14.828,74	10.277,46	14.047,43	1.930,37

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

Tabla 15 Participación por país por venta mercado exportación

Mercado	2017	2018	2019	2020	mar-2021
Estados Unidos (b)	8,22%	14,90%	32,21%	21,12%	36,14%
Chile (a)	14,64%	29,06%	32,13%	60,72%	32,45%
Perú	2,45%	0,47%	7,07%	3,53%	6,49%
Mexico	15,70%	29,26%	5,96%	2,44%	3,67%
China (b)	1,86%	4,04%	4,38%	0,50%	2,26%
Colombia	1,89%	3,23%	3,68%	2,25%	4,14%
Ecuador (b)	1,02%	2,25%	0,32%	1,73%	3,42%
Corea del Sur (b)	1,04%	2,02%	2,30%	0,29%	0,91%
Canad· (b)	1,48%	1,24%	1,92%	1,46%	3,06%
Argentina	10,29%	2,89%	1,53%	1,26%	1,64%
Vietnam	1,03%	1,59%	1,21%	0,42%	1,61%
Venezuela	23,40%	2,39%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros (b)	3,01%	6,67%	7,29%	4,27%	4,20%
Brasil	13,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Hong Kong (b)	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: Datos de Memoria Masisa

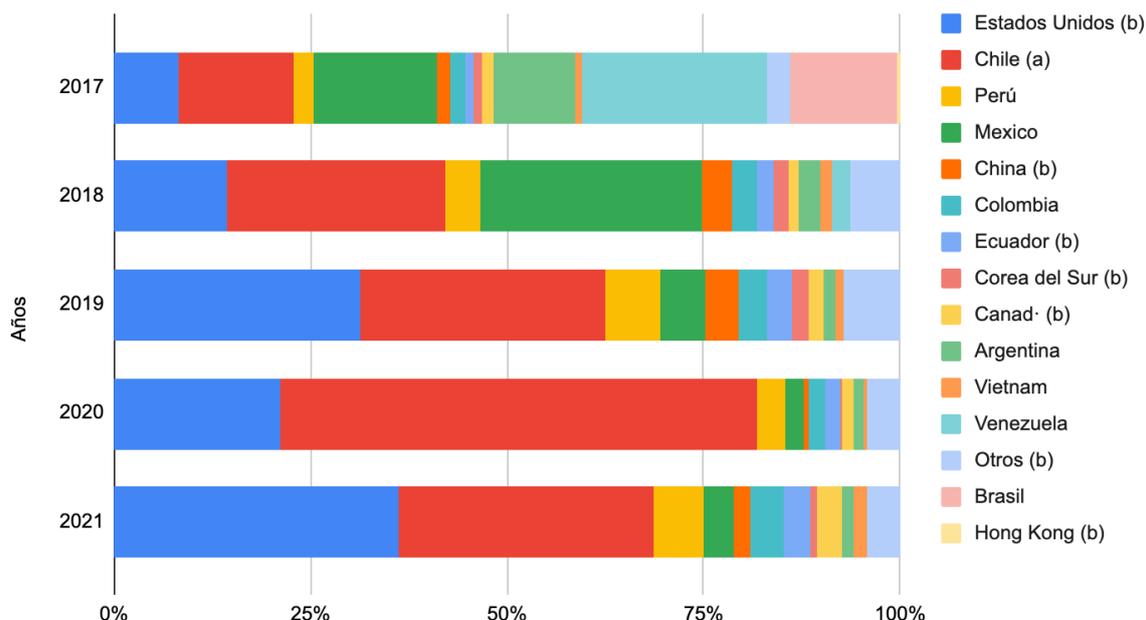
La tabla 16 indica el porcentaje que constituyen los ingresos por país del total de los ingresos que obtiene MASISA. Venezuela generaba parte importante, más bien la mayor parte de los ingresos total en 2017 con un 23,40%, pero luego de la des consolidación del país en los EEFF de MASISA el año 2018, se puede observar como representa 0% del total de ventas desde el 2019 en adelante. Esto afectó de manera importante a MASISA y en su valorización.

Por otro lado se puede observar que Estados Unidos y Chile han sido los países responsables de la mayor cantidad de ingresos, y en constante crecimiento hasta marzo 2021. El año 2020 se ve que Chile representó más del 60% de los ingresos, sin embargo, es un ingreso extraordinario provocado por la venta de activos forestales en Chile, el cual fue parte de la estrategia de MASISA de reducir su nivel de deuda financiera. A marzo del 2021, entre Chile y Estados Unidos, los ingresos representan 68,59% del total.

En el siguiente gráfico se logra apreciar visualmente la evolución de participación por país en el mercado exportador de MASISA. Hay una tendencia de Estados Unidos representando cada vez más una mayor participación en los negocios de MASISA.

Ilustración 4 Participación por país por venta mercado exportación

Evolución Porcentaje de ingresos por país



Fuente: Elaboración propia

4.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los costos y gastos operacionales de la empresa tienen relación con la operación misma del negocio e inciden en su funcionamiento diario. Se han definido esos costos y gastos en los siguientes ítems: costos de venta, costos de distribución, gastos de administración, y otros gastos por función. En la tabla 17 y 18 se presenta la evolución de estos costos y gastos operacionales desde el año 2017 a la fecha.

Tabla 16 Evolución de costos de operación

	2017	2018	2019	2020	mar-21
Costo de ventas	-19.525	-12.934	-9.150	-13.044	-1.929
Costos de distribución	-1.172	-542	-376	-292	-89
Gasto de administración	-2.581	-1.445	-1.162	-845	-210
Otros gastos por función	-12.709	-10.401	-1.538	-1.124	-9

Fuente: Datos de Memoria Masisa

Tabla 17 Evolución de costos de operación en relación a ingresos por ventas

	2017	2018	2019	2020	mar-21
Costo de ventas	80,43%	83,68%	86,54%	92,86%	80,38%
Costos de distribución	4,83%	3,51%	3,55%	2,08%	3,73%
Gasto de administración	10,63%	9,35%	10,99%	6,01%	8,74%
Otros gastos por función	52,35%	67,29%	14,55%	8,00%	0,40%

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

Los costos de venta han tenido un crecimiento constante en relación a las ventas hasta el año 2020. El primer trimestre de 2021 muestra una baja considerable que se asemeja a los niveles que tenía la empresa en el año 2017. Los costos de distribución y gastos de administración presentaron una baja del año 2019 al 2020, ahorrando alrededor de US\$12 millones, mejorando en un 20,6% entre esos años debido a los planes de eficiencia y control estricto que ha estado implementando la compañía, sin embargo el primer trimestre del 2021 ya presenta un aumento en relación a los ingresos por ventas. Para el año 2018, los otros gastos por función representan la mayor relación desde el 2017 a la fecha a pesar de haber bajado del 2017. Esto se debe a que los ingresos cayeron considerablemente en la transición de ambos años.

4.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

El resultado operacional se constituye por las partidas definidas por convención como aquellas desligadas de la operación del negocio propiamente tal. Para MASISA incluye ingresos y costos fuera de incidencia de explotación comercial, también incluye corrección monetaria. A continuación se presenta la evolución del resultado operacional desde 2017 a la fecha.

Tabla 18 Resultado no operacional

	2017	2018	2019	2020	mar-2021
No Operacional					
Ingresos financieros	245	93	46	13	2
Costos financieros	-1.691	-923	-1.014	-686	-72
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-1	0	-1	0	0
Diferencias de cambio	158	133	-68	72	-28
Resultados por unidades de reajuste	357	11	127	82	23

Fuente: Datos de Memoria Masisa

Tabla 19 Resultado no operacional sobre ingresos

	2017	2018	2019	2020	mar-2021
No Operacional Sobre Ingresos					
Ingresos financieros	1,01%	0,60%	0,43%	0,09%	0,08%
Costos financieros	-6,97%	-5,97%	-9,59%	-4,88%	-3,02%
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-0,01%	0,00%	-0,01%	0,00%	0,00%
Diferencias de cambio	0,65%	0,86%	-0,65%	0,51%	-1,19%
Resultados por unidades de reajuste	1,47%	0,07%	1,20%	0,58%	0,97%

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros Masisa

En las tablas 19 y 20 exhibidas anteriormente, se ve una tendencia a la baja de los ingresos financieros en relación a los ingresos por ventas, estos incluyen los intereses por inversiones financieras, préstamos, cuentas por cobrar, y otros. Por otro lado los costos financieros han disminuido considerablemente desde el año 2019, debido al pago debido al pago anticipado de créditos bancarios en los meses de agosto y septiembre del año 2020, gracias a los fondos provenientes de la venta de los activos forestales chilenos. Esto coincide con la estrategia de desinversión en el segmento forestal por la cual MASISA optó años atrás.

Tabla 20 Evolución de gastos por función en relación a ingresos por ventas

Descripción	2017	2018	2019	2020	mar-21	Promedio	Consideración
Impuestos pagados en el extranjero no recuperables	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	no recurrente
Pérdida por compra y venta de instrumentos financieros	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	no recurrente
Activos dados de baja por desuso y perdidas por siniestro	-0,22%	-0,14%	-0,56%	-0,08%	0,30%	-0,14%	recurrente
Incendios forestales	-0,26%	-0,05%	-0,24%	-0,32%	0,00%	-0,17%	recurrente
Pérdida neta por venta de activos fijos forestales a Tregualemu	0,00%	0,00%	0,00%	-0,31%	0,00%	-0,06%	no recurrente
Plan de reestructuración y reorganización forestal	-1,11%	-0,66%	-1,98%	-7,24%	-0,04%	-2,21%	recurrente
Moratoria AFIP deuda impositiva	0,00%	-0,01%	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	recurrente
Deterioro activos fijos	-0,40%	0,00%	0,90%	0,00%	0,00%	0,10%	no recurrente
Gastos deudas impositiva	-0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,03%	no recurrente
Perdida por venta de acciones de HCP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	no recurrente
Perdida por materiales y subproductos	-0,03%	-0,05%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,02%	no recurrente
Perdida en venta Brasil	-12,47%	-0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	-2,50%	no recurrente
Reclasificación diferencia de cambio Brasil	-9,75%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,95%	no recurrente
Reclasificación diferencia de cambio México	-2,57%	0,00%	-0,04%	0,00%	0,00%	-0,52%	no recurrente
Deterioro y asesorías por desinversión México	0,00%	-5,58%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,12%	no recurrente
Ajuste por precio por capital de trabajo en México y asesorías de desinversión	0,00%	0,00%	-2,93%	0,00%	0,00%	-0,59%	no recurrente
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	no recurrente
Perdida en venta Ecoenergía	-0,42%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,08%	no recurrente
Deterioro plusvalía placacentros Chile	-0,31%	-1,20%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,30%	no recurrente
Desconsolidación Venezuela	0,00%	-59,51%	0,00%	0,00%	0,00%	-11,90%	no recurrente
Deterioro activos Venezuela	-24,20%	0,00%	-9,31%	0,00%	0,00%	-6,70%	no recurrente
Otros gastos por función	-0,47%	-0,06%	-0,38%	-0,04%	-0,65%	-0,32%	recurrente

Fuente: Elaboración propia

Siguiendo la discusión de las cuentas no operacionales, la tabla 21 indica los Otros Gastos por función en relación a los ingresos por venta de MASISA desde el 2017 a la fecha, junto

con la observación de si es o no es un ítem recurrente. De esta manera se determina cuáles ítems se deben excluir al momento de hacer las proyecciones.

4.4. Análisis de márgenes de la empresa

En las tablas 22 y 23 se muestra la evolución de los costos y márgenes de MASISA desde el 2017 a la fecha. Específicamente la tabla 23 nos muestra la relación que tienen los costos y márgenes en relación a los ingresos por venta. La compañía ha tenido un resultado neto negativo durante todos los años excepto el primer trimestre del año 2021. Los costos de ventas durante el año 2020 se ven explicados por la situación de pandemia mundial que afectó las ventas, aumentando la relación en este ítem. Ver anexo 2 para comprender de mejor manera la composición del EBITDA, ya que siendo una empresa industrial, no presenta la depreciación y amortización desagregada en el EERR, si no que se incluye en los costos.

Tabla 21 Estado de Resultados integrales en MUF

Estado de resultados en MUF	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ingresos de actividades ordinarias	24.276	15.456	10.573	14.047	2.399
Costo de ventas	-19.525	-12.934	-9.150	-13.044	-1.929
Margen Bruto	4.750	2.522	1.423	1.003	471
Otros ingresos	3.770	1.698	-314	-446	17
Costos de distribución	-1.172	-542	-376	-292	-89
Gasto de administración	-2.581	-1.445	-1.162	-845	-210
Otros gastos por función	-12.709	-10.401	-1.538	-1.124	-9
Resultado Operacional (EBIT)	-7.942	-8.169	-1.967	-1.702	179
Otras ganancias (Pérdidas)	245	93	46	13	2
Costos financieros	-1.691	-923	-1.014	-686	-72
Diferencias de cambio	158	133	-68	72	-28
Resultados por unidades de reajuste	357	11	127	82	23
Resultado No Operacional	-931	-686	-909	-519	-76
Resultado antes de impuesto	-8.873	-8.854	-2.876	-2.222	103
Ingreso (gasto) por impuestos a las ganancias	640	3.167	-465	-1.704	-24
Resultado Neto	-8.233	-5.688	-3.341	-3.926	79

Fuente: Datos de Memoria Masisa y elaboración propia

Tabla 22 Estado de Resultados integrales porcentual

Estado de resultados en MUF	2017	2018	2019	2020	mar-21
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-80,43%	-83,68%	-86,54%	-92,86%	-80,38%
Margen Bruto	19,57%	16,32%	13,46%	7,14%	19,62%
Otros ingresos	15,53%	10,98%	-2,97%	-3,17%	0,70%
Costos de distribución	-4,83%	-3,51%	-3,55%	-2,08%	-3,73%
Gasto de administración	-10,63%	-9,35%	-10,99%	-6,01%	-8,74%
Otros gastos por función	-52,35%	-67,29%	-14,55%	-8,00%	-0,40%
Resultado Operacional (EBIT)	-32,71%	-52,85%	-18,60%	-12,12%	7,45%
Otras ganancias (Pérdidas)	1,01%	0,60%	0,43%	0,09%	0,08%
Costos financieros	-6,97%	-5,97%	-9,59%	-4,88%	-3,02%
Diferencias de cambio	0,65%	0,86%	-0,65%	0,51%	-1,19%
Resultados por unidades de reajuste	1,47%	0,07%	1,20%	0,58%	0,97%
Resultado No Operacional	-3,83%	-4,44%	-8,60%	-3,70%	-3,15%
Resultado antes de impuesto	-36,55%	-57,29%	-27,20%	-15,82%	4,29%
Ingreso (gasto) por impuestos a las ganancias	2,64%	20,49%	-4,40%	-12,13%	-1,01%
Resultado Neto	-33,91%	-36,80%	-31,60%	-27,94%	3,28%

Fuente: Datos de Memoria Masisa y elaboración propia

Hay una tendencia hacia una mejora en el resultado neto desde el 2018 en adelante. Durante el periodo analizado se ve que el año 2019 los gastos financieros llegan al nivel más alto en relación a los ingresos (9,59%), y luego el año 2020 disminuyen casi a la mitad (4,88%). La explicación de esto viene del pago de deuda financiera hecha el año 2020 por aproximadamente US\$320 millones, con caja generada gracias a la enajenación de activos forestales del mismo año.

A continuación en la tabla 24 se detallan las principales razones de rentabilidad del periodo analizado. El primer trimestre de 2021 presenta una mejora tanto en el margen operacional como en el margen neto. El ROA indica que los activos presentan una rentabilidad negativa desde el año 2017, al igual que el ROE, esto debido a que la carga financiera por la deuda de MASISA condujo a un resultado neto negativo incluyendo el año 2020. Cabe destacar que el año 2020 fue un periodo excepcionalmente alto debido a la enajenación de activos forestales, pero aun así con la venta de activos forestales en Chile, no se lograron obtener

utilidades. El margen EBITDA se ve positivo por primera vez en el primer trimestre del 2021, constituyendo un 13,97%, y los ratios de ROE y ROA también resultan positivos.

Tabla 23 Razones de rentabilidad

Rentabilidad	2017	2018	2019	2020	mar-21
Margen Bruto	19,57%	16,32%	13,46%	7,14%	19,62%
Margen Operacional	-32,71%	-52,85%	-18,60%	-12,12%	7,45%
Margen Neto	-33,91%	-36,80%	-31,60%	-27,94%	3,28%
ROA	-22,18%	-15,16%	-10,39%	-22,82%	0,45%
ROE	-45,91%	-29,03%	-19,24%	-34,69%	0,68%
Margen EBITDA	-27,27%	-46,34%	-11,84%	-7,57%	13,97%

Fuente: Datos de Memoria Masisa y elaboración propia

4.5. Análisis de los activos de la empresa

4.4.1. Activos operacionales y no operacionales

En la siguiente tabla se presenta una separación entre los activos operacionales y aquellos que definimos como no operacionales. Se definieron como activos no operacionales aquellos activos que no tienen incidencia directa con la operación del negocio de MASISA.

Tabla 24 Clasificación de activos operacionales y no operacionales

Balance Consolidado MUF	mar-21	Operacionales	No Operacionales
Activos Corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	850		X
Otros activos financieros corrientes	26		X
Otros activos no financieros corrientes	57	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.911	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	0	X	
Inventarios	1.896	X	
Activos biológicos, corrientes	144	X	
Activos por impuestos corrientes	100	X	
Total de activos corrientes distintos de los activo o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	4.983		
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	46		X
Activos corrientes totales	5.029		
Activos no corrientes	0		
Otros activos financieros no corrientes	71		X
Otros activos no financieros no corrientes	188	X	
Derechos por cobrar no corrientes		X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes		X	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	27	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	17	X	
Propiedades, planta y equipo	7.521	X	
Activos biológicos, no corrientes	977		X
Activos por derechos en uso	400	X	
Activos por impuestos no corrientes	1.282		X
Activos por impuestos diferidos	2.054		X
Total de activos no corrientes	12.538		
Total de activos	17.567		

Fuente: Elaboración propia

A continuación se detallan las razones por la que se definen estos ítems como no operacionales:

- Efectivo y equivalentes al efectivo: Se resumen los saldos que se encuentran disponibles, como caja, cuentas bancarias, fondos mutuos de liquidación inmediata valorizados a valor razonable con cambio en resultado, depósitos a plazo con vencimiento menores a 90 días.
- Otros activos financieros corrientes: Dólares y pesos Chilenos no reajustables.
- Activos no corrientes mantenidos para la venta: son activos que la empresa mantiene disponibles/mantenidos para la venta, donde la empresa no los utiliza para su actividad de explotación diaria, y espera recuperar el valor de estos a través de su enajenación futura.
- Otros activos financieros no corrientes: Dólares y pesos Chilenos no reajustables.
- Activos por impuestos no corrientes: Pagos provisionales mensuales, y anticipos y retenciones de impuesto renta.
- Activos por impuestos diferidos: Activos por impuesto diferido son las cantidades de impuestos a la renta recuperables en ejercicios futuros relacionados con diferencias temporarias deducibles, pérdidas tributarias acumuladas no utilizadas, y créditos tributarios acumulados no utilizados.

4.4.2. Capital de trabajo operativo neto

El capital de trabajo operativo neto conocido como CTON se obtiene de la diferencia entre los Activos corrientes y los Pasivos corrientes, estos son calculados para cada uno de los siguientes periodos como se ve muestra en la siguiente tabla.

Tabla 25 Capital de trabajo operativo neto RCTON

Descripción (MUF)	2017	2018	2019	2020	mar-21
Activos biológicos, corrientes	574	248	190	184	144
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	2.092	1.667	2.063	1.871	1.911
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	-	-	0,03	0,05	0,05
Inventarios	2.267	1.949	2.348	1.823	1.896
Total Activos Corrientes	4.932,82	3.864,61	4.600,24	3.877,57	3.950,21
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	1.775	1.432	1.371	1.261	1.251
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	-	548	-	-	-
Total Pasivos Corrientes	1.775,38	1.979,95	1.371,49	1.260,52	1.251,28
CTON	3.157,45	1.884,66	3.228,75	2.617,05	2.698,93
Ingresos de actividades ordinarias	24.276	15.456	10.573	14.047	2.399
RCTON	13,01%	12,19%	30,54%	18,63%	112,49%

Fuente: Datos de Memoria Masisa y elaboración propia

En la tabla 26 se ven las necesidades de capital de trabajo operativo neto (CTON) y el ratio RCTON para cada año. El RCTON es el resultado de dividir el CTON con las ventas del periodo.

El RCTON será utilizado más adelante para la proyección del capital de trabajo. En este caso se optó por utilizar un RCTON promedio entre los años 2017 y 2020 ya que se consideran datos al cierre de año como representativos. Por lo tanto el valor promedio obtenido a utilizar es: 18,59%

4.4.3. Inversiones

Las inversiones en propiedades, planta y equipo coinciden con la estrategia de MASISA de disminuir su actividad en el negocio forestal y fortalecer el negocio industrial. Los terrenos forestales caen de manera drástica el año 2020 comparado con los años anteriores debido a

la enajenación de dichos activos cuyo dinero se utilizó para pagar deudas. Por otro lado, los terrenos industriales se mantienen constantes durante el periodo analizado. Los activos en arriendo financiero son ítems considerados como no recurrentes. En general, el total de PPE se redujo casi a la mitad desde el 2017 al 2020 debido al proceso de reestructuración, sin embargo el primer trimestre del año 2021 tiene una importante recuperación. En la tabla 27 se presenta con mayor detalle la evolución en PPE.

Tabla 26 Evolución propiedad, planta y equipo

Propiedades, planta y equipos, neto	2017	2018	2019	2020	mar-21
Terrenos industriales	170	101	204	184	185
Terrenos forestales	5.648	5.762	2.087	1.560	1.588
Edificios	1.267	816	840	721	718
Planta y equipo	5.700	4.868	5.177	4.551	4.585
Equipamiento de tecnologías de la información	80	6	4	3	3
Instalaciones fijas y accesorios	19	3	2	2	2
Vehículos de motor	203	2	0	1	1
Construcción en curso	513	173	143	313	292
Activos en arriendo financiero	62	0	0	0	0
Otras propiedades, planta y equipos	144	102	85	74	148
Total Propiedades, planta y equipos, neto	13.807	11.833	8.542	7.408	7.521

Fuente: Datos de Memoria Masisa

La siguiente tabla detalla los ítems más relevantes (color gris) y consistentes del estado de flujos de efectivo (EFE) entre el año 2017 y marzo de 2021, es decir, las cuentas de entradas y salidas de MASISA relacionadas a las actividades de inversión que son repetitivas a lo largo del tiempo. Se observa el detalle de las compras realizadas en las propiedades, planta y equipo mencionados en la tabla anterior para cada año, las cuales han evolucionado consistente a la baja. Los intereses pagados si bien no son necesariamente una inversión de la índole de los PPE, se destacan con el fin de demostrar el nivel de gasto generado por la deuda financiera a lo largo de los años. El plan de reestructuración disminuyó estos intereses pagados de manera significativa para el año 2020 y en lo que viene del año 2021.

Tabla 27 Evolución propiedad, planta y equipo

Estado de flujos de efectivo (MUF)	2017	2018	2019	2020	mar-21
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión					
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	0	0	-4	-1	-16
Compras de propiedades, planta y equipo	-683	-297	-189	-352	-135
Intereses recibidos	15	9	0	1	1
Pagos de préstamos	0	-9	-5.608	0	0
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	0	-6	-117	-477	-444
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	0	0	-575	-28	-30
Dividendos pagados	0	-6	-23	0	0
Intereses pagados	0	-754	-940	-196	-33
Otras entradas (salidas) de efectivo	0	-20	0	-424	-6
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	0	-20	-4.634	-754	-15
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	0	1	3	-818	58
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	0	2.618	1.341	1.247	791

Fuente: Datos de Memoria Masisa

A continuación en la tabla 29, se ve el detalle de la depreciación acumulada durante el periodo. Tanto los edificios como la planta y equipo se vieron reducidos de manera significativa desde el 2017 a la fecha.

Tabla 28 Evolución depreciación acumulada

Depreciación Acumulada	2017	2018	2019	2020	mar-21
Edificios	-3.367	-954	-1.050	-1.028	-1.060
Planta y equipo	-11.891	-3.794	-4.397	-4.502	-4.690
Equipamiento de tecnologías de la información	-259	-46	-49	-47	-47
Instalaciones fijas y accesorios	-148	-21	-22	-21	-21
Vehículos de motor	-378	-11	-9	-9	-9
Activos en arriendo financiero	-6	-1	0	0	0
Otras propiedades, planta y equipo	-639	-19	-16	-15	-5
Total depreciación acumulada	-16.687	-4.845	-5.543	-5.621	-5.832

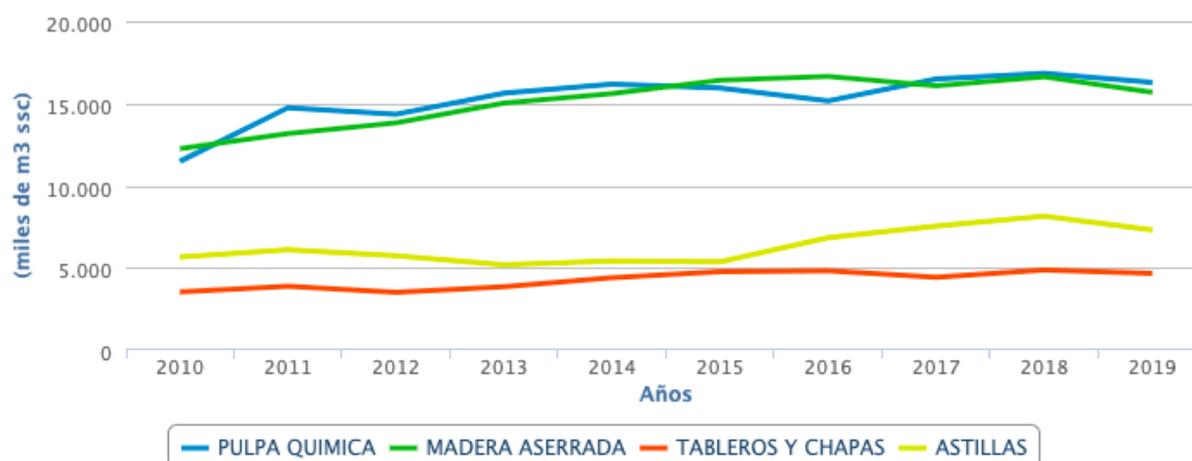
Fuente: Datos de Memoria Masisa

4.6. Análisis de crecimiento de la industria

En la mayoría de los países el marco jurídico y las regulaciones sobre los recursos naturales y el medio ambiente promueven el manejo forestal sostenible. En muchos países se está considerando el pago de servicios ambientales y el establecimiento de incentivos económicos para promover el manejo de los bosques naturales (por ejemplo, el Fondo Nacional de Financiamiento Forestal en Costa Rica y el proyecto de Ley del bosque nativo en Chile).

Hay una tendencia en fuerte crecimiento es la provisión por parte de las industrias de informes sobre el desempeño e impacto social, ambiental, ético y económico. En América del Sur, Brasil es el líder en la preparación de este tipo de informes, y el número de empresas que están adoptando esta práctica sigue en aumento, lo cual refleja el compromiso de las mismas por satisfacer la demanda. La adopción de esta práctica por parte de las empresas relacionadas con la madera contribuirá también a la difusión del manejo forestal.

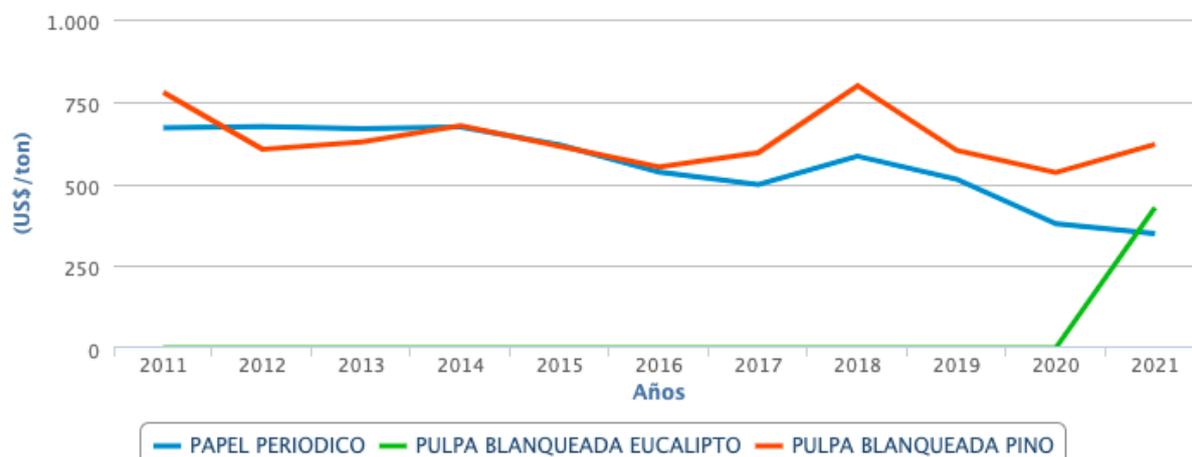
Ilustración 5 Consumo de madera en trozas por industria forestal, total país (Chile)



Fuente: INFOR

Fuente: <https://wef.infor.cl/industria/industria.php>

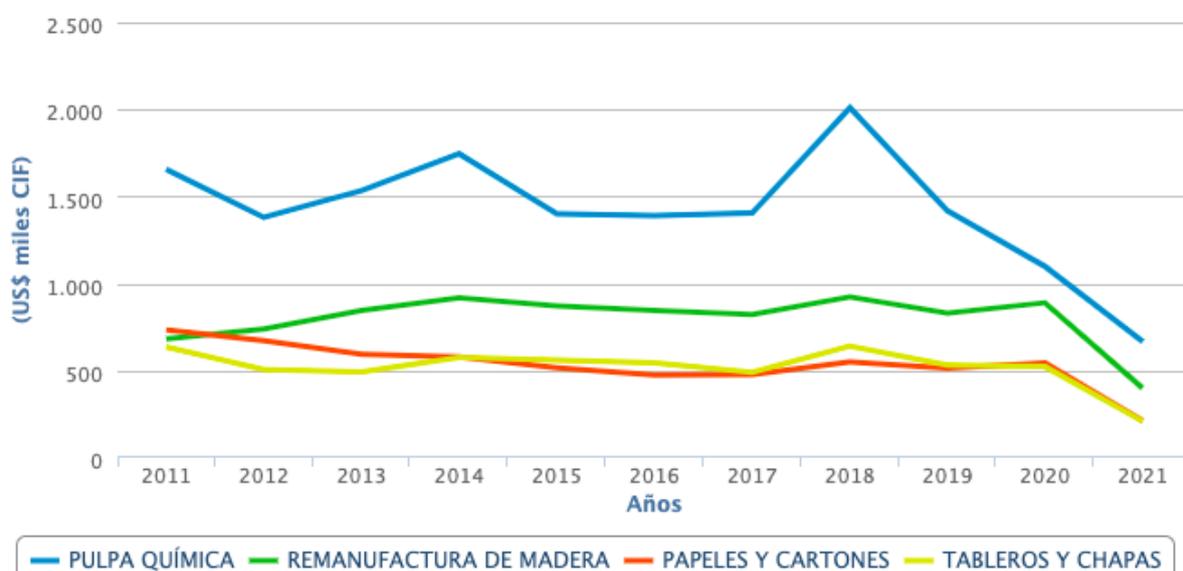
Ilustración 6 Precios nominales exportación de pulpa y papel periódico



Fuente: INFOR

Fuente: <https://wef.infor.cl/precios/precios.php>

Ilustración 7 Monto exportado según principales productos



Fuente: INFOR

Fuente: <https://wef.infor.cl/comercio/comerciointernacional.php>

Los gráficos correspondientes a las ilustraciones 5, 6 y 7 muestran una caída tanto en precios como en exportaciones, principalmente afectado por la pandemia mundial COVID-19. Según el FMI, las proyecciones de enero de 2021 ajustan al alza las expectativas de crecimiento económico mundial en relación a lo proyectado en octubre de 2020. De acuerdo a esta entidad, la economía global el 2020 experimentó una contracción de -3,5%. Para el 2021 y 2022, la proyección de incrementos en el PIB global es de 5,5% y 4,2% respectivamente. Pronósticos similares a los del FMI presenta la OECD, estimando un crecimiento de la economía global de 5,6% para el 2021 y de 4,0% para el 2022.

5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

5.1. Análisis de las empresas comparables

Para el análisis de valoración por múltiplos se consideran las empresas comparables descritas en el punto 2.2.3 las cuales corresponden a CMPC y COPEC, estas son empresas que operan en sectores similares a MASISA (Forestal, Industrial y otros), también ambas empresas son chilenas con filiales en el extranjero por lo cual están sujetas a factores de riesgos externos a Chile, además poseen una clasificación de riesgo entregada por las principales clasificadoras con similar calidad crediticia, las cuales se presentan en la siguiente tabla.

Tabla 30 Clasificaciones de Riesgo

	S&P	Fitch	Moody's	Feller
CMPC	-	AA	-	-
COPEC	BBB-	AA-	Baa3	AA

Fuente: Elaboración propia con información desde el sitio web de las clasificadoras

Como se puede apreciar en la tabla 60, la clasificación de riesgo de las empresas seleccionadas como comparables, se encuentra en el rango de “Capacidad de pago adecuado BBB- y Alta Calidad AA+” (ver anexo 1) al igual que MASISA como se presentó anteriormente en la tabla 2.

5.2. Múltiplos de la industria

Para poder obtener los múltiplos de la industria, se analizaron los estados financieros de las empresas comparables entre marzo 2020 y 2021, con el objetivo de poder calcular los márgenes solicitados.

A continuación se presenta la tabla con la información, donde:

\$ = pesos CLP ; M\$ = miles de pesos CLP ; # = número

Tabla 29 Datos industria para múltiplos

	Cifras en	MASISA		CMPC		COPEC	
		mar-2020	mar-2021	mar-2020	mar-2021	mar-2020	mar-2021
Market Price per Share	\$	16,25	15,99	1.829,00	2.313,00	4.900,10	8.898,00
number of shares	#	7.839.105.291	7.839.105.291	2.500.000.000	2.500.000.000	1.299.853.848	1.299.853.848
Earning per share (EPS)	\$	-1,54	0,29	-45,19	21,30	4,20	128,86
market value of equity	M\$	518.538.839	211.682.097	6.913.367.202	8.036.941.963	12.589.985.754	16.814.230.075
Market value of debt	M\$	34.358.080	154.399.991	7.682.189.728	6.375.915.952	11.347.498.215	9.512.616.980
Cash	M\$	15.076.382	24.973.736	1.082.750.952	631.817.519	1.844.342.395	1.388.059.329
EBITDA	M\$	16.238.880	30.748.620	906.818.582	818.023.841	1.594.542.883	1.512.441.889
EBIT	M\$	-6.787.680	11.420.916	301.548.269	302.652.078	613.468.800	637.667.810
Book value of equity (Total patrimonio)	M\$	537.820.536	341.108.352	6.599.438.731	5.744.098.455	9.503.155.824	8.124.557.780
Book value of debt (Total deuda)	M\$	406.229.760	111.308.540	3.423.618.154	2.886.259.482	8.064.914.309	6.636.189.864
Revenues (Ingresos) (Sales)	M\$	66.593.155	70.526.353	842.827.085	797.502.065	5.092.344.365	3.919.212.516

Fuente: Elaboración propia

Se debe tomar en cuenta que las cifras de EBITDA y EBIT de la tabla 61, para las tres empresas, tienen valores anualizados. Esto con el fin de poder obtener múltiplos a mercado (ver anexo 3).

A continuación, se presenta la tabla de múltiplos para las empresas comparables de la industria: CMPC y COPEC., estos múltiplos fueron calculados con datos del año 2020 y 2021

Tabla 30 Múltiplos de la industria vs MASISA

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Promedio CMPC	Promedio COPEC	Promedio MASISA	Promedio Industria
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	34,05	617,67	22,02	325,86
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,72	9,51	19,41	9,12
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	24,74	23,45		24,09
De valor libro	Price to book equity (PBV)	1,22	1,70	0,79	1,46
	Value to Book Ratio (VBR)	1,56	1,57	0,32	1,57
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	9,14	3,38	5,39	6,26
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	17,69	5,71	4,04	11,70

Fuente: Elaboración propia

Según los múltiplos más utilizados por sector, los que más se adecuarán para valorizar a MASISA son Valor empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA), capitalización / sobre valor contable de las acciones (PBV) y Valore empresa sobre ventas (EVS)

En este caso podemos ver en la tabla 62 que el múltiplo EV/EBITDA para CMPC y COPEC están en el rango del 8 a 9 lo cual al compararlo con el múltiplo de MASISA el cual es de 19 podemos ver que MASISA está por sobre el promedio de la industria, por lo tanto, tendría un ratio EV/EBITDA alto, esto se podría explicar porque empresas como COPEC y CMPC son empresas con mayor consolidación y de mayor tamaño por lo tanto se considera que no están en periodos de grandes inversiones, en cambio MASISA desde el 2019 viene con un plan de reestructuración el cual ha incurrido en constantes inversiones para poder orientar su rubro a un rubro definitivo y así enfocarse en gran parte en el sector industrial, este ratio nos permite hacer una comparación limpia entre las empresas ya que considera el beneficio antes de intereses, depreciación y amortización. También se debe tomar en cuenta que el nivel de calidad de productos entre las empresas son diferentes. El tipo de fibra que vende MASISA y distinta a la de COPEC. La fibra larga (BSKP) proviene de madera de origen conífero como pinos y abetos, mientras que la fibra corta (BHKP) proviene de eucaliptos y abedules. Los principales proyectos de COPEC y CMPC en su mayoría contemplan producir celulosa de fibra corta.

Una interpretación de este ratio podría ser que MASISA demoraría 19 años en generar el valor de su empresa en base a beneficios en cambio CMPC y COPEC lo realizaron en 9 años en promedio.

5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

Para determinar el valor de la empresa solo se utilizaron los múltiplos recomendados por industria, en este caso para la industria de materiales, el valor de la empresa para el ratio EV/EBITDA, se obtiene multiplicando el múltiplo de la industria obtenidos para este ratio por el EBITDA anualizado de MASISA, posteriormente determinamos el valor del patrimonio descontando al valor de la empresa antes obtenido la deuda financiera. Para determinar el precio de la acción dividimos el patrimonio por el valor de la empresa y obtenemos un valor de \$12,87 pesos por acción.

Se puede observar en la tabla 63, cómo los diferentes múltiplos llevan a un valor de empresa y patrimonio diferente de MASISA, llegando a un precio estimado de la acción. La última columna es el precio a mercado de MASISA a la fecha de valorización, donde se pueden observar las variaciones contra el precio estimado. El PER no presenta el valor de empresa ni del patrimonio debido a que para estimar el precio de la acción se multiplica el múltiplo de la industria por el Earnings Per Share (EPS) que se presentó anteriormente en la tabla 61.

Los que más se acercan al valor real de la acción son EV/EBITDA y EV/EBIT, estos múltiplos presentan una diferencia de 19,49 y 23,58% respectivamente. Esta diferencia se podría explicar debido a que empresas como COPEC no solo participa en la industria forestal y de productos derivados, sino que también explota otras áreas como por ejemplo, la energía donde cuenta con empresas como Abastible y Metrogas, también tiene participación en el rubro pesquero y otras inversiones, por el lado de CPMC este cuenta con bosques, maderas y sus productos derivados, aquí la diferencia se podría presentar por la diferencia de tamaño de las empresas y por la mayor presencia en el mercado. Se debe tomar en cuenta que la suma de las partes no es lo mismo que el conjunto. Este concepto es lo que se discute respecto a los múltiplos de COPEC.

Los otros ratios que se calculan en base al valor libro y a los ingresos de las empresas, reflejan aun más las diferencias mencionadas anteriormente.

Tabla 31 Valorización por múltiplos MASISA

Múltiplos de la industria	Valor Empresa (M\$)	Valor Patrimonio (\$)	Precio acción (\$)	Variación contra precio real	Precio acción real en CLP
Price-Earnings Ratio (PER)		748.050.270	95,43	496,78%	15,99
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	280.285.435	100.911.708	12,87	-19,49%	15,99
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	275.164.786	95.791.059	12,22	-23,58%	15,99
Price to book equity (PBV)		498.113.017	63,54	297,39%	15,99
Value to Book Ratio (VBR)	709.428.634	534.887.261	68,23	326,72%	15,99
Price to Sales Ratio (PS)		441.543.963	56,33	252,26%	15,99
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	825.298.404	645.924.677	82,40	415,31%	15,99

Fuente: Elaboración propia

En estudios recientes oficiales de valorización de MASISA pudimos observar que la compañía actualmente se está comparando con empresas internacionales como Duratex, compañía colombiana enfocada en la confección de muebles, empresas Norbord, compañía canadiense enfocada en fabricación de paneles en base a madera y Volcán, empresa minera enfocada en la fabricación de productos de Zinc, Plata y Plomo, todas estas empresas están en el área industrial, es decir en la fabricación de productos que es el sector en el cual MASISA se está especializado.

5.4. Análisis de los resultados

El precio de la acción en base a múltiplos de MASISA da relativamente cercano al precio real de la acción. Según las recomendaciones, el múltiplo más repetido y utilizado por los sectores de materiales y/o construcción son EV/EBITDA. MASISA cae dentro de ese rubro, por lo que se utiliza ese múltiplo al igual que el EV/EBIT.

La valorización por el múltiplo EV/EBITDA arroja un precio de 12,87 pesos por acción al 31 de marzo de 2021, y el múltiplo EV/EBIT valoriza MASISA a un precio de 12,22 pesos por acción, dando una diferencia contra el precio a mercado de 19,49% y 23,58% respectivamente.

Para llegar a este cálculo, se usaron los datos para los múltiplos descritos en el punto 9.2, multiplicando el EBITDA y EBIT anualizados de MASISA a marzo del 2021 por el múltiplo correspondiente. Para EV/EBITDA se utilizó 9,12 y para EV/EBIT se utilizó 24,09. Finalmente, luego de obtener el valor del patrimonio de MASISA, este se divide por el número total de acciones en circulación al 31 de marzo de 2021, obteniendo los precios por acción ya mencionados.

Parte de las diferencias de precios y múltiplos entre MASISA y el resto de la industria como lo es COPEC y CMPC, se debe a que los proyectos productivos tienen foco en diferentes tipos de fibra que venden. El costo de la fibra corta es bastante menor que el de fibra larga, sin embargo, la fibra larga se vende a un mayor precio. En este caso, COPEC es la empresa que mayor exposición tiene en fibra larga, a pesar de tener fibra corta también.

Los tableros de MDF de MASISA están compuestos por madera de pino, también conocida como fibra larga, la que conlleva mayores costos. COPEC es capaz de reducir estos costos gracias al nivel de precio al que tiene acceso en vecina.

6. CONCLUSIÓN

MASISA es una empresa que ha estado pasando por varios procesos de reestructuración en los últimos años, específicamente desde el inicio del periodo de análisis correspondiente al año 2017, donde ejecutaron un plan de desinversión de plantas en diversos países como México, Brasil, Argentina, al igual que activos forestales en ese país. También redujeron su deuda financiera mediante la venta de activos forestales desde US\$ 450 millones a sólo US\$150 millones aproximadamente. La venta se llevó a cabo durante el año 2020, y se vendieron activos forestales que yacían en Chile. Esta estrategia también implicó que el foco de negocio e ingresos de MASISA migró de lo forestal a lo industrial, pasando a ser una empresa centrada principalmente en la solución al cliente/canal y en las capacidades para satisfacerlo.

Todos estos cambios de estrategias consecuentemente trajeron volatilidad en los resultados de cada año, el método de valoración por múltiplos tuvieron resultados que se asemejan al precio real de la acción a la fecha de valoración.

Mediante el método de valoración por múltiplos, se tomó como base las siguientes empresas de la industria: CMPC y Empresas Copec. Si bien en la sección 9 de este informe se exponen varios múltiplos y los precios de acción de MASISA a los cuales se llega con ellos, solamente se utilizaron los múltiplos EV/EBITDA y EV/EBIT ya que son los más utilizados y repetitivos en el sector en que opera la empresa. Solamente considerando EV/EBITDA se llegó a un precio por acción de 12,87 pesos, siendo una diferencia de 19,49% con el precio a mercado de 15,99 pesos.

Por lo tanto, se concluye que el valor de la acción de MASISA al 31 de marzo 2021 es un precio más alto que debiese ser, y se sugiere subponderar la acción de la cartera de inversiones. Tomando en consideración la hipótesis de que se analiza MASISA en un mercado con eficiencia semi-fuerte, bajo el supuesto de que el precio de la acción refleja toda la información respecto a esta hipótesis, la diferencia de precios estimados versus real se podría explicar por dos razones: primero, porque la situación pandémica, política y social perjudicó el mercado bursátil tanto en liquidez como en otros factores y por ende el precio aún no se ajusta. Segundo, debido a la caída en patrimonio administrado por parte de instituciones financieras, se ha priorizado la política de invertir y analizar en instrumentos más líquidos, por lo que la cantidad de analistas financieros que están cubriendo el precio de la acción de MASISA ha disminuido también, y al haber menos analistas observando y

estudiando el precio, se abre la posibilidad de que existan más errores en cuanto a su valorización y la corrección de dicho instrumento demore más en ajustarse.

ANEXOS

1. Clasificaciones de Riesgo

Categorías de clasificaciones de riesgo según principales clasificadoras internacionales

Characterization of debt and issuer (source: Moody's)	Rating			Linear transformations	
	S&P	Moody's	Fitch	Scale 21	Scale 17
Highest quality	AAA	Aaa	AAA	21	17
High quality	AA+	Aa1	AA+	20	16
	AA	Aa2	AA	19	15
	AA-	Aa3	AA-	18	14
Strong payment capacity	A+	A1	A+	17	13
	A	A2	A	16	12
	A-	A3	A-	15	11
Adequate payment capacity	BBB+	Baa1	BBB+	14	10
	BBB	Baa2	BBB	13	9
	BBB-	Baa3	BBB-	12	8
Likely to fulfil obligations, ongoing uncertainty	BB+	Ba1	BB+	11	7
	BB	Ba2	BB	10	6
	BB-	Ba3	BB-	9	5
High credit risk	B+	B1	B+	8	4
	B	B2	B	7	3
	B-	B3	B-	6	2
Very high credit risk	CCC+	Caa1	CCC+	5	
	CCC	Caa2	CCC	4	
	CCC-	Caa3	CCC-	3	
Near default with possibility of recovery	CC	Ca	CC	2	1
			C		
Default	D	C	DDD	1	
			DD		
			D		

Fuente: Moody's

2. Análisis Resultado operacional (EBIT)

MUF	2017	2018	2019	2020	mar-21
EBITDA	-6.620	-7.163	-1.252	-1.064	335
Depreciación y Amortización	-1.322	-1.006	-715	-639	-156
Resultado Operacional (EBIT)	-7.942	-8.169	-1.967	-1.702	179

3. Calculo de EBITDA y EBIT Anualizado

Preparación datos de proyección valorización por multiples, anualización de Ebitda y Ebit para empresas comparables.

	Cifras en	Masisa			CMPC			COPEC		
		mar-2019	mar-2020	mar-2021	mar-2019	mar-2020	mar-2021	mar-2019	mar-2020	mar-2021
EBITDA	US\$	9.800	2200	13600	334.980	221.592	349.203	591.000	428.846	692.713
EBIT	US\$	3.000	-4200	6900	164.462	80.528	225.861	310.000	176.000	406.000

	Cifras en	Masisa		cmpc		copec	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020
EBITDA ANUAL	US\$	26.500	30.600	1.168.810	989.740	2.018.000	1.802.000
EBIT ANUAL	US\$	-700	4.500	434.898	268.064	848.000	641.000

	Cifras en	Masisa		cmpc		copec	
		mar-2020	mar-2021	mar-2020	mar-2021	mar-2020	mar-2021
EBITDA ANUALIZADO	US\$	18.900	42.000	1.055.422	1.117.351	1.855.846	2.065.867
EBIT ANUALIZADO	US\$	-7.900	15.600	350.964	413.397	714.000	871.000