



INFORME VALORIZACION MASISA S. A.

VALORIZACION POR MULTIPLOS

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Abisag Palma G.

Profesor Guía: Francisco Marcet Orellana

Santiago, abril 2024.

Contenido

1. METODOLOGÍA.....	4
1.1. Principales métodos de valoración.....	4
1.1.1. Método de múltiplos	4
1.1.2. Múltiplos de ganancias.....	5
1.1.3. Múltiplos de valor libro.....	5
1.1.4. Múltiplos de ventas.....	6
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.	6
2.1. Descripción de la empresa.....	6
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	6
2.1.2. Principales accionistas	15
2.1.3. Filiales.....	16
2.2. Descripción de la Industria.....	18
2.2.1. Estado Actual.....	18
2.2.2. Regulación y fiscalización	24
2.2.3. Empresas comparables	26
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL.	29
3.1. Deuda financiera.....	29
3.2. Patrimonio económico	30
3.3. Valor económico	31
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	31
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	32
4.1. Costo de la deuda.....	32
4.2. Beta de la deuda.....	33
4.3. Estimación del beta patrimonial.....	34
4.4. Beta patrimonial sin deuda.....	35
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	36
4.6. Costo patrimonial.....	37
4.7. Costo de capital	38
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	39
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa.	39
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	43
5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	45

5.4. Análisis de márgenes de la empresa	46
5.5. Análisis de los activos de la empresa.	47
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	47
5.5.2. Capital de trabajo operativo neto.	48
5.5.3. Inversiones	50
5.6. Análisis de crecimiento de la industria	50
8. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	52
8.1. Análisis de las empresas comparables.....	52
8.2. Múltiplos de la industria.....	53
8.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria.....	55
8.4. Análisis de los resultados.....	56
9. Anexos	57
Referencias.....	61

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) Las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos).
- iv) Descuento de flujos.
- v) Valoración de opciones reales (Fernandez, 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, 2022).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel, F., & Mittoo, 2014 - pag. 106-117). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de múltiplos

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

1.1.2. 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.

1.1.3. 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.

1.1.4. 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 divididas 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

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Masisa S.A. es una compañía chilena orientada a entregar soluciones comerciales para muebles e interiores en América Latina y Norteamérica. Sus principales productos son tableros MDF, tableros MDP/PB y tableros melánicos, comercializando, además, madera aserrada, molduras MDF y revestimiento de interiores, entre otros productos. En términos operacionales, la compañía cuenta con instalaciones productivas en Chile y México, manteniendo 4 complejos industriales

en Chile dedicados a la fabricación de tableros y una planta en México que está en proceso de enajenación. Por la parte de la industria ubicada en Chile, esta Cabrero, su principal locación productiva, que consolida 3 plantas (aserradero, astilladero y chapas), luego está Concepción, que se emplaza en terreno arrendado y se enfoca únicamente en tableros y chapas.

Además, mantiene oficinas comerciales y una red de 141 tiendas retail (Placacentros) en Chile, Ecuador, México, Perú, Colombia y Bolivia, bajo un esquema tipo franquicia.

Historia de Masisa:

- **1960** fue fundada como la primera empresa productora de tableros aglomerados en Chile, con el nombre de maderas Aglomeradas Ltda.
- **1970** empieza a transar en la Bolsa de Comercio de Santiago.
- **1992** comienza la expansión internacional creando una central en Argentina.
- **1993** comienza a cotizar en bolsa de Nueva York.
- **1996** inicia producción de MDF, además se crea Terranova Internacional S.A., permitiendo desarrollar proyectos internacionales con negocios forestales.

- **2015** anuncia plan de venta de activos no estratégicos por un total de MMUSD 100, de los cuales ejecutó en un 80% en dicho año. Los fondos recibidos fueron utilizados para disminuir la deuda.
- **2016** inaugura nueva planta de MDF en México, proyecto iniciado en 2014, que significó inversión de MMUSD 123. Además, reestructuró deuda financiera al prepagar bonos internacionales y tomar crédito sindicado con 5 grandes bancos a 5 años.
- **2017** venta de Masisa Argentina en MMUSD 155 y Masisa do Brasil en MMUSD 102.
- **2018** proceso de reorganización y simplificación del grupo. Se refinancia MMUSD 130 a 5 años con 18 meses gracia deuda financiera con crédito sindicado bancos.
- **2019-2020** la compañía materializó la venta de las sociedades propietarias de dos de los tres complejos industriales que tenía en México, por un valor de MMUSD 160.

En igual periodo, con el objetivo de potenciar la nueva estrategia y fortalecer la posición financiera, el Directorio de la compañía resolvió iniciar un proceso abierto y competitivo para la venta de activos forestales en Chile y Argentina, el que consideró un acuerdo con los tenedores de bonos para el rescate del 100% de la Serie N y del 50% de la Serie L. Como resultado de lo anterior, en marzo de 2020 la entidad firmó un contrato de compraventa por US\$ 350 millones con Forestal Tregualemu SpA (filial de GFP Chile Timberland Holdings LLC) por 78.220 hectáreas de activos forestales ubicados en Chile.

Este contrato incorporó un acuerdo de largo plazo para el suministro de productos forestales, con el fin de asegurar el abastecimiento de las operaciones industriales en Chile.

Los fondos provenientes de las desinversiones antes mencionadas fueron utilizados, mayoritariamente, para el prepago de obligaciones financieras, lo que permitió un fortalecimiento de la posición financiera de la compañía. Esto último, considerando una importante disminución de la deuda financiera y de los gastos financieros netos asociados, pasando desde los MMUSD 731 en diciembre de 2016 hasta los MMUSD 481 y MMUSD 167 al cierre de 2019 y 2020, respectivamente.

A su vez, el foco en la fabricación de productos y soluciones de mayor valor agregado, sumado a las eficiencias logradas a raíz del plan de redimensionamiento, permitieron una mejoría en los márgenes operacionales y en un fortalecimiento de la capacidad de generación de fondos de la compañía.

Adicionalmente, lo descrito anteriormente derivó en un robustecimiento de la posición de liquidez, contando con fuentes operacionales que le permiten con holgura satisfacer sus requerimientos de inversión (las que son menores a las presentadas en años anteriores) y pago de obligaciones financieras en el corto plazo (Fitch Ratings, 2022).

- **2021** Masisa firmó un crédito con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID Invest) por MMUSD 35 a 5 años plazo (uno de gracia), por el que tuvo que pasar por un due diligence que consideró la revisión crediticia y financiera de la compañía, además de revisiones en aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Todo lo anterior, le ha permitido a Masisa compensar la disminución en la diversificación de operaciones industriales y la menor integración vertical.

- **2022** acorde con el plan estratégico, Masisa continuó con la enajenación de activos forestales iniciada en el año 2020. Así, con fecha 27 de diciembre de

2022, suscribió un contrato de compraventa a través del cual vendió la totalidad de la propiedad que poseía sobre Forestal Argentina S.A. y Masisa Forestal S.A., que son dueñas de los activos forestales que la compañía mantenía en Argentina. El monto de la transacción ascendió a MMUSD 69,4 y, después de impuestos, resultó en ingresos de efectivo para Masisa de MMUSD 60 (monto que fue repartido a los accionistas). Por otro lado, el plan implementado por la compañía también ha considerado aumentar la participación relativa de mercados más atractivos en las ventas consolidadas. Con motivo de lo anterior, durante 2021 la compañía realizó la apertura de una oficina en Atlanta, Estados Unidos, lo que le permite fortalecer el posicionamiento en dicho país. Asimismo, en diciembre de igual año, adquirió el 50,1% de la Sociedad Millwork & Door Sales Group, LLC, entidad que brinda servicios de intermediación de venta de productos de construcción en Estados Unidos (Feller Rate, 2023).

- **2023.** Para el primer semestre del presente año, las ventas de la compañía se concentraron principalmente en Estados Unidos y Chile, con una participación relativa del 41% y 29%, respectivamente. Le siguen en importancia México (8%), Perú, Ecuador y Colombia, con un 4% cada uno.

Ficha de la empresa

- **Rut:** 96.802.690-9.
- **Razón Social:** MASISA S.A.
- **Número de trabajadores:** 2.174.
- **Nemotécnico Acción:** MASISA.
- **Series de Bonos vigentes:** L, vence el 15-12-2029.
- **Industria:** Agropecuarias y Forestales.
- **Bolsa de Valores:** Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa de Nueva York (NYSE) mediante ADR.

- **Regulación:** Comisión Mercado Financiero y Ley de Sociedades Anónimas.

Precio Acción Masisa:

El gráfico N°1 presentado a continuación, refleja la evolución del precio de la acción de Masisa en los últimos nueve semestres, en donde se aprecia una fuerte caída del precio de la acción, desde 37 CLP el año 2018 hasta 10 CLP el año 2020 (caída de 74%), lo cual se asocia a malos resultados, producto principalmente de su negocio forestal, su elevado nivel de deuda y su bajo poder de generación de ebitda. Dado lo anterior, se decide a nivel de holding, enajenar el 100% del negocio forestal, culminando dicho proceso durante el año 2022. Lo anterior, acompañado de una reestructuración, vendiendo una serie de empresas y pagando con dichos recursos buena parte de su deuda, llevan al mercado a valorarla cerca de 35 CLP a fines del año 2022. Finalmente, durante el primer semestre del año 2023, se observa una mirada más conservadora del mercado, ante malas perspectivas del negocio inmobiliario en EE. UU. y Chile, los principales clientes de tableros de Masisa, lo anterior reflejado en una baja de ebitda y sumado quizás a pérdidas contables mayores a las esperadas. Lo anterior lleva al mercado a valorar cerca de los 23 CLP el precio de acción al término del segundo trimestre 2023.

Gráfico 1 – Evolución Acción Masisa

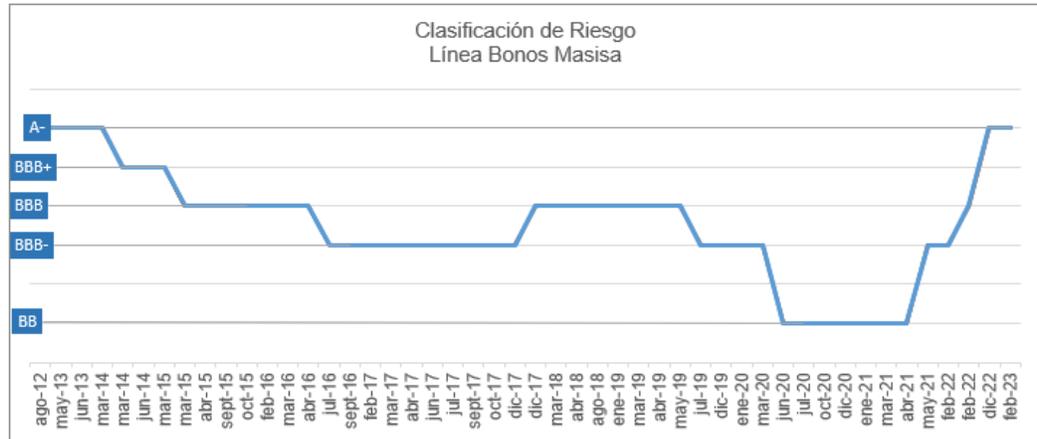


Fuente: Investing – Elaboración Propia

Clasificación de Riesgo Línea Bonos Masisa:

El gráfico N°2 presentado a continuación, refleja la evolución de la clasificación de riesgo de Masisa de los últimos 10 años según las clasificadoras nacionales, las cuales reflejan con cierto desfase la situación crediticia de su línea de bonos. Se destaca la fuerte correlación con el precio de la acción, no obstante, durante 2023, se mantiene en buena clasificación, dado que aún no se incorpora la baja de ebitda y se mantiene un bajo nivel de deuda. Dado lo anterior, podría verse presionada dicha clasificación de mantenerse los problemas del primer semestre del 2023.

Gráfico 2 – Historial Clasificación de Riesgo.



Fuente CMF: – Elaboración Propia

Misión – Visión

Misión

“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” (Masisa, 2022).

Visión

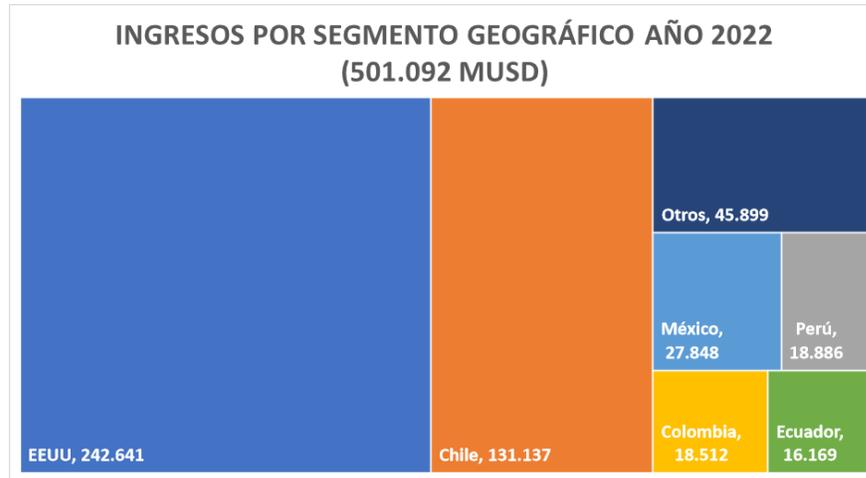
“Queremos ser la compañía que mejora la vida de las personas a través de los espacios de los que somos parte con nuestros productos y soluciones innovadoras”. (Masisa, 2022)

Situación financiera de la empresa:

Los ingresos de la compañía provienen en un 48% de EE. UU., seguido en un 26% por Chile, y luego se encuentran más atomizados otros destinos dentro de Latinoamérica.

En el gráfico N°3 presentado a continuación, se aprecian los ingresos percibidos por cada país y sus filiales durante el año 2022.

Gráfico 3 – Ingresos por segmentos.



Fuente: CMF – Elaboración Propia

Al observar el detalle de los ingresos por producto de la siguiente tabla (N°1), vemos que el año 2021 fue el último año en que la empresa comercializó productos forestales, cumpliendo así su plan de reorganización de negocio, al concentrarse en su segmento más rentable, menos volátil y que va en línea con su estrategia de entregar mayor valor agregado a sus clientes. Logrando así durante el 2022 una fuerte recuperación en el nivel de ventas, sustentado en el sector industrial.

Tabla 1 – Ingreso por Producto

Ingresos por producto MUSD	2018	2019	2020	2021	2022
Forestal	68.216	13.528	245.641	9.508	-
Industrial	557.595	388.586	328.546	438.069	501.092
Otros	-13.393	-131	-30	10	-
Total	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092

*Durante el año 2022 el 92% de las ventas del sector industrial corresponde a Tableros y derivados y el 8% a madera aserrada.

***Dado el proceso de desinversión de las sociedades forestales, al cierre del ejercicio 2022 la Sociedad mantiene solo el segmento industrial vigente.*

Fuente: Memoria Masisa

Con respecto al negocio industrial, en la tabla N°2 se observan sus componentes, en donde se aprecia que el segmento tableros y derivados es el que genera la mayor parte del Ebitda de la compañía.

Tabla 2 – Ebitda Compañía

Ebitda MUS\$	2021	2022
Tableros y derivados	68.900	108.200
Madera Aserrada	4.000	3.000
Total	72.900	111.200

Fuente: Memoria Masisa

En cuanto a la generación, medida a través del Ebitda, y su cobertura financiera, al observar la tabla N°3, se aprecia que, tras años complicados, especialmente el año 2019, Masisa ha logrado a través de su programa de reestructuración, alcanzar durante el año 2022 niveles de cobertura adecuados, con un DF/Ebitda de 1,2 veces.

Tabla 3 – Cobertura Deuda

Cobertura Deuda	2018	2019	2020	2021	2022
Ebitda MUS\$	100.200	26.500	30.600	72.800	111.200
Deuda Financiera MUS\$	549.517	458.500	148.300	133.900	129.500
DF / Ebitda (veces)	5,5	17,3	4,8	1,8	1,2

Fuente: CMF Análisis Razonado

2.1.2. Principales accionistas

Al 31 de diciembre del 2022, el grupo Nueva, a través de GN Holdings S.A. controla el 70,2% de las acciones de Masisa, dejando el porcentaje restante en fondos de inversión chilenos principalmente.

Grupo Nueva es, a su vez, controlado por el fideicomiso Viva Trust. Ver tabla N°4.

Tabla 4 – Accionistas principales

NOMBRE O RAZÓN SOCIAL	N° ACCIONES	% PARTICIPACIÓN
GN HOLDING S.A.	5.252.372.118	70%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	384.931.898	5%
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN (CTA.)	342.078.555	5%
BANCHILE ADM. GENERAL DE FONDOS S. A.	169.091.545	2%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	162.801.022	2%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	124.819.113	2%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTE	114.032.654	2%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	79.552.589	1%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSIÓN C	67.372.345	1%
ITAÚ CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	50.084.062	1%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSIÓN TIPO A	43.688.457	1%
FONDO DE INVERSIÓN SANTANDER SMALL CAP	37.156.434	1%
TOTAL	6.827.980.792	91%
OTROS ACCIONISTAS	652.905.980	9%
TOTAL ACCIONES	7.480.886.772	100%

Fuente: Memoria Masisa dic-22

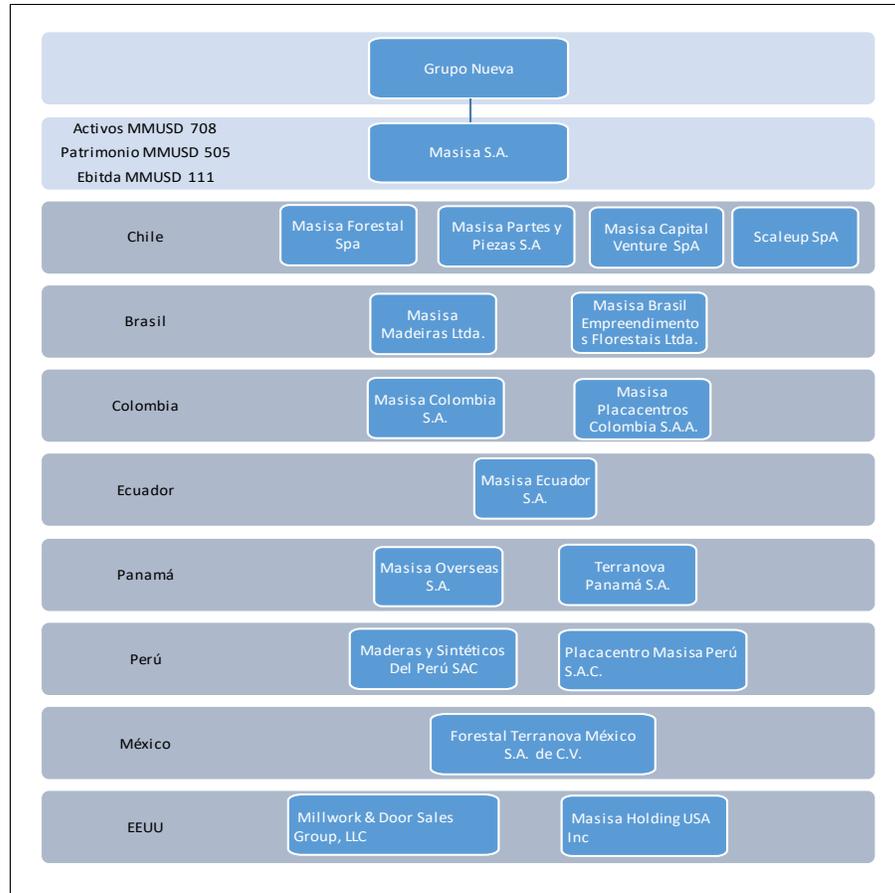
2.1.3. Filiales

Masisa S.A. a nivel consolidado a fin del año 2022 terminó con activos por MMUSD 708, un patrimonio de 505 MMUSD y una generación de EBITDA de MMUSD111.

A nivel de filiales, Masisa cuenta con un amplio número de empresas, distribuidas en América, con preponderancia en Chile. A continuación, en la ilustración N°1, se presenta un diagrama simplificado con la estructura del grupo al 31-12-2022, nombrando sólo las principales empresas que consolidan.

Adicionalmente, en la ilustración N°2 se aprecia un mapa con los países en que tiene presencia Masisa, ya sea por operación industrial, puntos de venta o mercados a los que exporta.

Ilustración 1 – Estructura Grupo Masisa y Filiales



Fuente Memorias 2022 – Elaboración Propia

Ilustración 2 – Mapa Presencia Internacional de Masisa



Fuente: Memorias 2022

2.2. Descripción de la Industria

2.2.1. Estado Actual

La industria forestal chilena se caracteriza por estar fuertemente ligada con la actividad económica del país, ha tenido un crecimiento importante la última década, destacando sus altos volúmenes de exportaciones, convirtiéndose en unos de los sectores de los recursos naturales más relevante, dada las vastas reservas naturales de nuestro país que, de acuerdo con la CONAF abarcan un 23,3% del territorio nacional. Si bien a nivel mundial nuestros bosques representan un 0.45%, Chile forma parte de los 10 mayores exportadores de maderas de todo el mundo.

La industria primaria del sector forestal chileno cuenta con 851 serraderos, 183 astilleros, 85 plantas de postes y polines, 28 plantas de tableros y chapas (4 pertenecen a Masisa), 11 plantas de pulpa y papel.

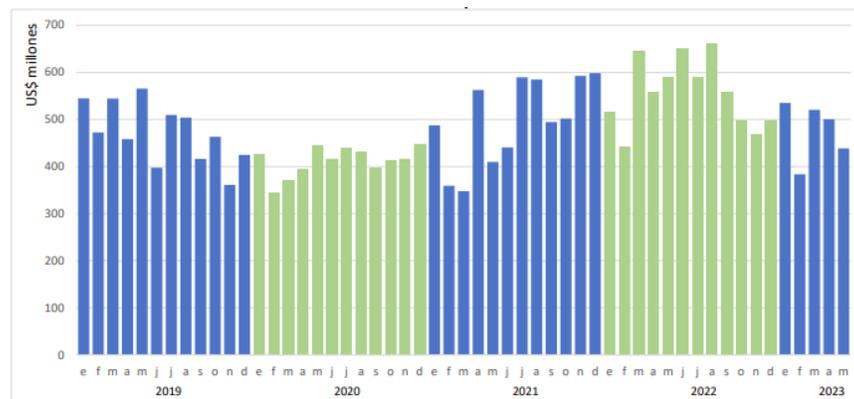
Post pandemia la recuperación de la industria forestal sigue siendo débil debido a distintos factores macroeconómicos a nivel mundial; condiciones financieras (inflaciones locales persistentes), tensiones geopolíticas, conflictos sociales y desastres naturales asociados al cambio climático, lo cual impacta fuertemente las exportaciones de los productos forestales.

Los principales socios económicos de la industria forestal chilena siguen siendo China y EE. UU. Por una parte, la economía China se ha visto afectada por la crisis del sector inmobiliario y su lenta recuperación. Por otra parte EE. UU. ha disminuido sus compras de productos forestales a Chile, marcado por las

contracciones de la economía estadounidense y su tardía recuperación de una inflación alta.

A continuación, se presenta la evolución mensual de las exportaciones forestales de Chile, en donde se aprecia un mercado volátil en cuanto a monto total exportado en USD. El año 2022 fue excepcional, promediando exportaciones mensuales del orden de 550 MMUSD, no obstante, en los otros períodos el monto total exportado se movió entre los rangos de 400 y 500 MMUSD mensuales. (Ver Ilustración 3)

Ilustración 3 -Evolución mensual de las exportaciones forestales



Fuente: Gráfico Instituto Forestal 06-2023

Perspectivas actuales:

Actualmente las perspectivas del crecimiento del mercado forestal no se ven auspiciosas a corto plazo, estas se ven limitadas por la debilidad de la demanda mundial, teniendo como factores determinantes, altos precios de las materias primas, incertidumbre de las políticas monetarias mundiales e incertidumbres sanitarias y desaceleración de la economía China, como consecuencia de los malos resultados del sector inmobiliario

Para el caso de EE.UU. que es el principal destino de las exportaciones de la empresa analizada en este informe, tenemos como factores principales la política monetaria restrictiva como medida para bajar la inflación, teniendo como consecuencia altas tasas que terminan impactando en el mercado inmobiliario, al generarse un acceso más restrictivo para obtener un crédito hipotecario.

A nivel nacional la disminución de la actividad del sector construcción ha impactado en la demanda de productos forestales vinculados a esta industria y en la caída de sus precios, consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo de las personas, lo que lleva a una baja capacidad de ahorro como efecto de los elevados niveles de inflación, restricciones para acceder a financiamientos, generado por tasas altas y los mayores requisitos de rentas.

Conjuntamente el sector forestal tiene grandes desafíos en materias de ASG, desafíos que implica que este sector pueda equilibrar la preservación de los recursos naturales, generando políticas de manejo forestal sostenible de los bosques, reforestación, restauración y gestión hídrica.

De acuerdo con NCG 461, en el presente año todas las empresas cotizantes del mercado bursátil chileno se encuentran obligadas a declarar sus memorias integradas, instancias que permitirán a todos los actores del rubro forestal a divulgar sus compromisos y garantizar que sus beneficios socioeconómicos sean favorables y al mismo tiempo, evitar daños al clima y la biodiversidad

Exportaciones forestales de Chile

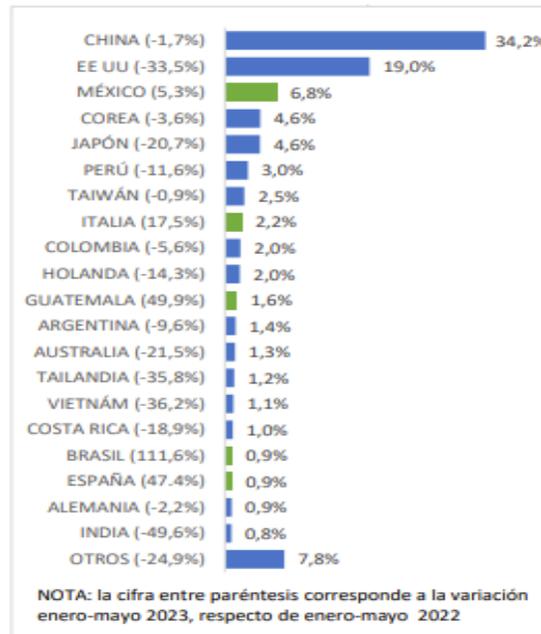
Las exportaciones forestales han enfrentado obstáculos a su desempeño durante los primeros meses del año en curso.

Entre los meses enero-mayo 2023 las exportaciones alcanzaron US\$ 2.693 millones, lo que representa una baja de -21,6% respecto de igual período del año anterior. Siendo uno de los orígenes principales de esta caída las exportaciones

al mercado de EE. UU. -33% con respecto a periodos anteriores. (Instituto Forestal, 2023)

En la siguiente ilustración (4), de acuerdo con las cifras publicadas por INFOR (Instituto Forestal), se presenta los principales destinos de exportaciones forestales de los 5 primeros meses del año:

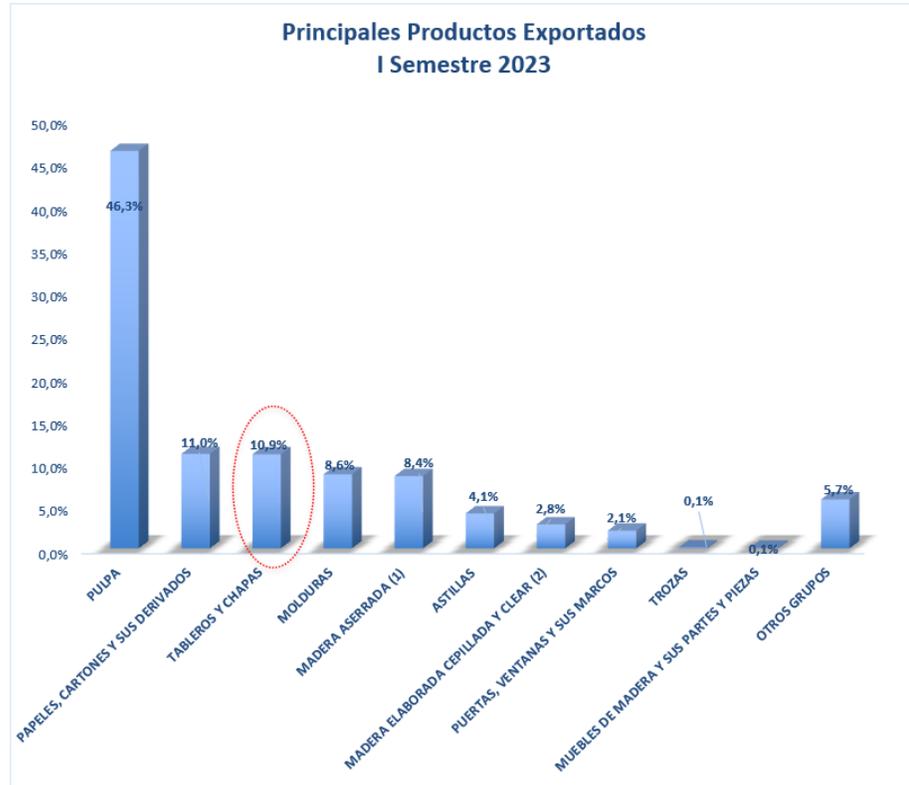
Ilustración 4 – Destinos Exportaciones Forestales



Fuente: Instituto Forestal

Los principales productos exportados durante el primer semestre del año en curso fueron:

Gráfico 4 – Principales Productos Exportados 1er Semestre 2023



Fuente: Instituto Forestal - Elaboración Propia.

En la ilustración 5 se presenta la evolución de los precios de exportación de los tableros (línea de negocio de empresa analizada en este informe). Donde podemos observar que para los MDP y MDF, al igual que los otros productos derivados de la industria forestal, tienen un comportamiento de alta volatilidad, mostrando los años 2021 y 2022 un repunte en los precios de los productos exportados.

Ilustración 5 – Evolución Precios Exportaciones tableros y otros.



Fuente: Instituto Forestal

Importaciones forestales de Chile

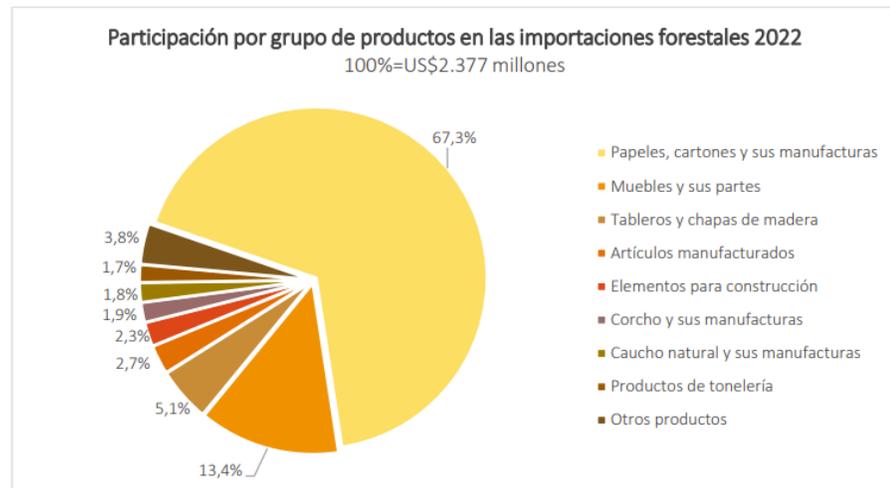
Las importaciones forestales nacionales al cierre del año 2022, de acuerdo con cifras reportadas por el Instituto Forestal, significaron un 2,3% dentro del total nacional (MMUSD 2.377). Tuvieron una variación positiva con respecto al año anterior, incrementándose en un 22.7%.

Los principales productos de importaciones corresponden a; papeles, cartones y sus manufacturas, muebles, tableros y chapas.

Siendo Brasil, China y EE. UU., los principales países de origen, concentrando estos tres países un poco más del 50% de todas las importaciones al cierre del 2022.

El siguiente cuadro presenta las cifras de las importaciones nacionales.

Ilustración 6 - Exportaciones de Productos 2022 (%)



Fuente: Instituto Forestal

2.2.2. Regulación y fiscalización

La compañía se encuentra sometida al cumplimiento de las siguientes disposiciones legales:

Sanciones Económicas

- Ley de Mercado de Valores N°18.045
- Ley sobre Sociedades Anónimas N°18.046.
- Ley N° 18.010 Establece normas para las Operaciones de Crédito y otras obligaciones de dinero.
- Ley N°19.496 sobre Protección de los Derechos de los Consumidores.
- Ley N°19.913 Ley que crea la UAF y tipifica el delito de lavado de activos.
- Ley N°20.393 establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento del terrorismo. delitos de cohecho y otros.

- Decreto Ley N°211 sobre Promoción y defensa de la Libre Competencia.
- Norma de Carácter General N°461 que establece la divulgación de la sostenibilidad de las empresas alistadas en bolsa, a través de sus Memorias Anuales.
- Circular N° 49 de la Unidad de Análisis Financiero (UAF) que da instrucciones de carácter general impartidas por la UAF a los sujetos obligados de informar.
- Ley de delitos económicos N°21.595. Esta ley sistematiza los delitos económicos y los atentados contra el medio ambiente, y amplía la responsabilidad penal de las personas jurídicas.

Sanciones Industria Forestal:

- Ley de Bosques de 1931; manejo y cosecha de bosques.
- Decreto Ley N.º 701 de 1974; imponen una serie de disposiciones y restricciones en el manejo y cosecha de bosques
- Ley N.º 20.283; establece política para la administración y conservación del bosque nativo.
- Ley 21.455 Marco de Cambio Climático. Esta ley es el veto a los monocultivos forestales como elementos que colaboren a una estrategia climática nacional.

Sanciones Ambientales

- Ley 19.300; a través de esta Ley la Superintendencia de Medio Ambiente, realiza seguimiento y fiscalización de los Instrumentos de Gestión Ambiental, tales como, contenido de las Normas de Emisión hacia cuerpos de agua y la atmósfera.

2.2.3. Empresas comparables

Se eligieron empresas comparables del América Latina, región que concentra un 48,35% de recursos forestales de su superficie total (de acuerdo con información publicada por la FAO), y principalmente porque es la región donde se encuentran los competidores de Masisa.

El mercado brasileño es uno de los principales competidores, cuenta con la mayor riqueza y desarrollo forestal de la región. Razón que ha impulsado a las grandes forestales chilenas a aumentar su expansión de negocio en este país, dado los ritmos más rápido de crecimiento para cosechar, al ser zona tropical.

En el siguiente cuadro se presenta las empresas comparadas con Masisa.

Tabla 5 – Cuadro Comparativo Empresas del Rubro

Empresa Comparable	País	Ventas USD 2022	Líneas de Negocios
Empresas CMPC	Chile	USD 7.821 millones	1) Celulosa* 2) Packaging 3) Softys
Celulosa Arauco	Chile	USD 6.997 millones	1) Celulosa 2) Forestal 3) Paneles y Maderas*
Suzano	Brasil	USD 9.900 millones	1)Pulpa 2) Papel
Kablin	Brasil	USD 3.900 millones	1) Productos de embalaje*
Dexco	Chile	USD 1.680 millones	1)Tableros* 2) Productos Sanitarios
Masisa	Chile	USD 501 millones	1)Tableros* 2) Madera Aserrada

Fuente: Investing y Memorias Anuales de cada empresa

- **CMPC**

Empresa del Grupo Matte, es un holding forestal y papelerero chileno, tiene una posición fuerte en el mercado de la celulosa, que cuenta con 3 líneas de negocios, 6 plantas en el sur de Chile y presencal industrial y comercial en 12 países.

Celulosa: es la unidad de negocio encargada del patrimonio forestal, mantención de viveros y producción de plantas, así como de la producción, comercialización y distribución de madera y celulosa.

Packaging: es la unidad de negocio que desarrolla soluciones de embalaje mediante fibras vírgenes y recicladas para 71 países de los cinco continentes.

Softys: es la unidad de negocio dedicada a la fabricación y comercialización de productos de papel tissue, de cuidado personal y de fuera del hogar, los que son elaborados principalmente a partir de fibras celulósicas vírgenes y recicladas.

- **ARAUCO – EMPRESAS COPEC**

Grupo empresarial chileno, perteneciente al Grupo Angelini, que a través de la empresa Celulosa Arauco y Constitución S.A. es el brazo en el sector Forestal del grupo.

Celulosa Arauco se dedica a la fabricación de pulpa de celulosa, madera aserrada, paneles y energía renovable, Es la segunda mayor productora de celulosa y de paneles a nivel mundial

Cuenta con las siguientes líneas de negocio, donde la compañía opera:

Celulosa: incluye Celulosa y Forestal.

Industria forestal: incorpora Paneles y Madera Aserrada y la línea de Generación eléctrica:

Arauco, cerró el año 2022 con la puesta en marcha del megaproyecto MAPA (Modernización y Ampliación de la Planta Arauco), cuya proyección estimada es de 2.100.000 toneladas anuales de celulosa, abastecido completamente por energía limpia y renovable.

- **SUZANO**

Suzano Papel y Celulosa, es una empresa brasileña de papel y celulosa más grande de América Latina que cuenta con presencia en más de 80 países. Es la mayor productora mundial de celulosa de mercado.

Sus unidades de negocio incluyen silvicultura, celulosa, papel, biotecnología, Eucafluff, tejido y lignina. Produce pulpa de madera de eucalipto, papel recubierto y no recubierto, cartón y papel higiénico, así como la electricidad. Cuenta con 11 plantas en Brasil, además de operaciones en Asia, Europa, África, América del Norte, del Sur y Central.

- **KABLIN S. A.**

Klabin es una empresa productora, recicladora y exportadora de papel más grande de Brasil, líder en producción de celulosa, papel y cartón para embalajes, cuenta con 4 líneas de negocio; Forestal, Celulosa, Papeles y Embalajes.

Fundada el año 1899, tiene 24 unidades industriales, 23 en Brasil y una en Argentina.

- **DEXCO S.A**

Empresa brasileña, la mayor productora de paneles de madera y de lozas y metales sanitarios de Sudamérica, tiene 10 plantas distribuidas en Brasil y cuenta con presencia en EE. UU. Europa y América del Sur. Tiene dos líneas de negocios:

Madera: Esta línea produce tableros duros; paneles de partículas de densidad media (MDP); paneles de fibra de densidad media, alta y súper densidad (MDF, HDF y SDF); pisos laminados y componentes para la industria del mueble.

Deca: Este segmento se centra en la producción de productos sanitarios de cerámica y metal.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL.

3.1. Deuda financiera

La deuda financiera se ha determinado a partir de los Estados Financieros publicados, entre diciembre 2018 y junio 2023.

En la tabla N°7 se aprecia el alto nivel de deuda de Masisa durante los años 2018 y 2019, la cual disminuye significativamente en años posteriores, producto de la reestructuración de la compañía y los refinanciamientos llevados a cabo.

Se destaca el prepagado de sus bonos serie N (100%) y serie L (50%) llevado a cabo el 29 de septiembre de 2020.

Tabla 6 – Composición Deuda Financiera

Pasivos Financieros Corrientes
+ Pasivos Financieros No Corrientes
= Total Pasivo Financiero

Fuente: Elaboración propia

Tabla 7 – Detalle Deuda Financiera Masisa (MUSD)

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	Jun. 23
Pasivos Corrientes	137.186	206.436	69.522	44.489	54.566	77.418
Présamos con entidades financieras	104.877	181.064	62.386	37.459	47.582	70.325
Obligaciones con el público (Bono)	24.564	12.625	6.398	5.705	6.391	7.028
Pasivos por contratos de arrendamiento	18	5.767	-	-	-	-
Instrumentos derivados	7.727	6.980	738	1.325	593	65
Pasivos no Corrientes	412.331	274.147	78.808	89.362	74.902	75.502
Présamos con entidades financieras	157.842	99.699	28.664	44.578	37.166	37.419
Obligaciones con el público (Bono)	242.566	141.344	50.144	39.205	37.736	38.083
Instrumentos derivados	11.920	16.717	-	5.579	-	-
Pasivos por contratos de arrendamiento	3	16.387	-	-	-	-
Total Deuda Financiera	549.517	480.583	148.330	133.851	129.468	152.920

Fuente: CMF Estados Financieros Masisa

3.2. Patrimonio económico

En la tabla N°8 se aprecia la evolución del patrimonio económico de Masisa y en el gráfico N°5, la evolución de la acción. Se destaca que durante el año 2021 se redujo el número de acciones totales producto del derecho a retiro de accionistas minoritarios.

Tabla 8 – Patrimonio Económico Masisa

PATRIMONIO ECONOMICO	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	Jun. 23
Número de acciones	7.839.105.291	7.839.105.291	7.839.105.291	7.480.886.772	7.480.886.772	7.480.886.772
Precio de la acción (CLP)	37,10	32,16	9,80	11,43	35,00	23,75
T/C USD	695,69	744,62	711,24	850,25	859,51	802,68
Total MUSD	418.047	338.570	108.013	100.566	304.628	221.347

Fuentes: CMF Estados Financieros, SII e Investing.

Tabla 9 – Presencia bursátil

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	Jun. 23
Presencia Bursátil	52,78%	60,56%	74,44%	62,78%	71,67%	68,89%

Fuente: Terminal Bolsa

En tabla 9 se presenta la presencia bursátil que ha tenido Masisa durante los últimos 5 años.

Gráfico 5 – Evolución Acción Masisa 2018-2023



Fuente: Investing – Elaboración Propia

3.3. Valor económico

En la tabla N°10 se aprecia una gran caída en el valor económico de la compañía durante el año 2020, tanto por el lado de los pasivos, debido a prepagos y reestructuración deuda, como a nivel de patrimonio económico, producto de ventas de filiales y menor generación de ebitda. Situación que mejoró considerablemente durante el año 2022.

Tabla 10 – Valor Económico Masisa (MUSD)

VALOR ECONÓMICO MASISA S. A.	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Valor deuda financiera (B)	549.517	480.583	148.330	133.851	129.468	152.920
Patrimonio económico (P)	418.047	338.570	108.013	100.566	304.628	221.347
Valor económico (V)	967.564	819.153	256.343	234.417	434.096	374.267

Fuente: CMF Estados Financieros Masisa

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

En la tabla N°11, se muestra la estructura de capital histórica, con un apalancamiento medido en términos de deuda financiera sobre patrimonio económico (B/P) siendo superior a 1,3 veces entre los años 2018 y 2021, situación que cambia durante el año 2022 producto de una revalorización de la acción en un 206%.

Se considera que, si bien durante el año 2020 se disminuye en un 69% la deuda financiera, al disminuir el patrimonio económico en misma magnitud (68%), no tiene un efecto en el B/P significativo.

Se decidió tomar como estructura objetiva de deuda el promedio del año 2021 y 2022, debido a que la empresa proyecta acotadas nuevas inversiones con el objetivo de recuperar su nivel de ventas de tableros, su principal negocio. Dado lo anterior, y teniendo como antecedente la reciente historia de crisis de los últimos años, se vislumbra un escenario con una administración financiera conservadora.

Tabla 11 – Estructura de Capital Historia y Objetiva

ESTRUCTURA DE CAPITAL	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	E.C. Histórica Promedio 2018-2022	E.C. Histórica Promedio 2021-20202	E.C. Objetivo Promedio 2021-20202
B/V	0,57	0,59	0,58	0,57	0,30	0,52	0,43	0,43
P/V	0,43	0,41	0,42	0,43	0,70	0,48	0,57	0,57
B/P	1,31	1,42	1,37	1,33	0,43	1,17	0,88	0,88

Fuente: CMF Estados Financieros Masisa

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

Con fecha 07 de enero de 2008 MASISA emitió Bono BMASI serie L, el monto de la colocación en dicha fecha fue de 3.500.000 CLF, con plazo a 21 años. Para la estimación del costo de la deuda para este informe, se tomó la última TIR transada con fecha 19-06-2023, de acuerdo con tabla 12.

Tabla 12 - Historial de Transacciones BMASI-L

Fecha	TIR	Spread	Precio	Cantidad	Monto CLP
26-01-2021	2,75	3,97	111,4	500	13.346.458
20-05-2021	3,15	2,95	108,8	20.000	538.756.087
03-06-2021	3,28	3,08	108,2	40.000	1.075.608.736
07-06-2021	3,28	2,87	108,2	500	13.459.930
26-08-2021	3,72	2,98	106,6	72.000	1.792.659.230
18-11-2021	5,64	3,82	99,5	10.000	240.945.393
19-11-2021	5,65	3,80	99,5	15.000	361.298.614
24-03-2022	5,75	3,87	99,2	2.000	46.418.609
01-04-2022	5,5	3,73	100,0	2000	46.914.121
20-04-2022	5,22	3,83	100,9	2500	59.799.575
03-05-2022	5,1	3,40	101,3	2000	48.505.095
24-06-2022	5	3,28	101,7	2000	45.923.242
17-05-2023	5,96	3,20	98,7	5000	115.628.430
24-05-2023	5,9	3,03	98,9	5000	116.025.504
19-06-2023	5,7	3,01	99,4	10000	212.031.444

Fuente: Terminal Bolsa

Los estados financieros de la empresa son reportados en dólares, sin embargo, el bono de Masisa es transado en CLF. Dado lo anterior, se aplicó la fórmula 1, descrita a continuación, para llevar la tasa de CLF a USD.

Esta ecuación considera el spread de los bonos del tesoro a 10 años de EEUU y Chile.

$$\begin{aligned} \text{Tasa Bono Masisa USD} &= \text{Tasa Bono Tesoro 10 años USD} - \\ &\text{Tasa Bono Tesoro CLF 10 años} + \text{Tasa Bono Masisa UF (1)} \end{aligned}$$

$$7,44\% = 3,81\% - 2,07\% + 5,70\%$$

El costo de la deuda corresponde a:

$$K_d = 7,44$$

4.2. Beta de la deuda

Masisa es una empresa que transa continuamente sus acciones en el mercado, por lo tanto, utilizaremos el modelo CAPM para obtener el beta de la deuda, aplicando la siguiente formular (2)

$$K_b = R_f + \beta_b * PRM (2)$$

En donde usaremos la siguiente nomenclatura:

K_d = Costo de la deuda

R_f = Tasa libre de riesgo

β_b = Beta de la deuda

PRM = Prima por riesgo mercado

Para el cálculo del beta de la deuda, se tuvieron las siguientes consideraciones, usando información extraída de diversas fuentes:

- **Costo de la deuda**, tal como se explica en punto 4.1. se consideró la última TIR transada para el bono vigente. $K_d = 7,44\%$

- **Tasa libre de riesgo**, se consideró 3,81% correspondiente al US Treasury 10.
- **Premio por riesgo de mercado (PRM)**, obtenido desde Damodaran (Damodaran, 2023). PRM de un 6,76%
Este PRM fue calculado usando el método basado en CDS, pero asumiendo que el PRM de Estados Unidos como el promedio del estimado por Duff & Phelps de 5,5% y KPMG 5,25%.

Aplicando la formula (2)

$$7,44\% = 3,81\% + \beta_b * 6,76\%$$
$$\beta_b = 0,537$$

El beta de la deuda corresponde a; 0,537

4.3. Estimación del beta patrimonial.

La estimación del beta patrimonial se realizó considerando lo siguiente:

- Se extrajeron los precios semanales de la acción de Masisa y el IGPA, considerando los periodos comprendidos entre 1 de julio de 2021 al 30 de junio de 2023. Para los precios semanales se utilizaron los precios de cierre del viernes de cada semana o del último día hábil de cada semana.

Esta información fue exportada desde (Investing, s.f.)

- Se calcularon los retornos de los precios del punto anterior, considerando la siguiente formula (3):

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (3)$$

El beta patrimonial calculado ($\beta_p^{c/d}$) es el siguiente:

$$\beta_p^{c/d} = 1.63$$

Nótese que el Beta patrimonial de la regresión fue 1,9, el cual fue suavizado con la fórmula de Beta de Bloomberg de la siguiente manera:

$$\text{Beta Bloomberg suavizado} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} * \text{Beta Patrimonial (regresión)}$$

- Con la data descrita en los puntos anteriores, se generó un análisis de regresión lineal, obteniendo los siguientes resultados:

Tabla 13 – Análisis de Regresión

Estadística de la Regresión	Valor
P-value	-
Nº observaciones	103
R ² ajustado	0,56
Presencia bursátil jun-2023	68,89%

Fuente: Datos Investing y Terminal Bolsa

4.4. Beta patrimonial sin deuda

- Para calcular el **beta patrimonial sin deuda** $\beta_p^{s/d}$, usaremos el modelo de Rubinstein (Rubinstein, Journal of Finance, 28 (1), pag. 167–181) para desapalancar el beta patrimonial calculado en el punto anterior.
- Consideraremos una **tasa de impuestos** (t_c) de 27% para estos cálculos.
- Consideraremos la **razón de deuda sobre el patrimonio** al 30 de junio de 2023, indicada en tabla 11.

- Se considera $\beta_b = 0.537$ y $\beta_p^{c/d} = 1.63$ de los puntos 4.2 y 4.3 respectivamente.

Aplicamos la siguiente formula para calcular el beta patrimonial sin deuda:

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + \beta_b(1-t)\frac{B}{P}}{[1 + (1-t)\frac{B}{P}]} \quad (4)$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{1.63 + 0.537(1 - 0.27)0.88}{[1 + (1 - 0.27)0.88]}$$

El beta patrimonial sin deuda calculado ($\beta_p^{s/d}$) es el siguiente:

$$\beta_p^{s/d} = 1.205$$

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

- Para estimar el beta patrimonial con la estructura de capital objetivo $\beta_p^{c/d}$, se usaron los siguientes supuestos:

- ❖ **Razón deuda sobre el patrimonio** ($\frac{B}{P}$) del promedio de los dos últimos años, 2021 y 2022 de 0.88, indicada en tabla 11. Este supuesto se encuentra justificado por el objetivo de la empresa expresado en sus “Reporte Integrado 2022”, respecto a mantener sus niveles de deudas, proyecciones de inversiones basados en la optimización y automatización de sus procesos actuales y crecimiento, el cual consiste en la construcción de una nueva línea finger joint.

- Consideraremos una **tasa de impuestos** (t_c) de 27% para estos cálculos.
- Se considera $\beta_b = 0.537$ y $\beta_p^{s/d} = 1.205$ de los puntos 4.2 y 4.4 respectivamente.

Aplicamos la siguiente fórmula para calcular el beta:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 + t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_b * (1 - t_c) * \frac{B}{P} \quad (5)$$

$$\beta_p^{c/d} = 1.205 * [1 + (1 + 0.27) * 0.88] - 0.537 * (1 - 0.27) * 0.88$$

El beta patrimonial de la estructura de capital objetivo calculado ($\beta_p^{c/d}$) es el siguiente:

$$\beta_p^{c/d} = 1.63$$

4.6. Costo patrimonial

Para el cálculo del costo patrimonial se tuvieron las siguientes consideraciones:

- **Beta**, se considera el Beta Patrimonial de la estructura de capital objetivo, calculado en el punto 4.5.
- **Tasa libre de riesgo**, se consideró 3,81% correspondiente al US Treasury 10.
- **Premio por riesgo de mercado (PRM)**, obtenido desde Damodaran (Damodaran 2023). PRM de 6,76%

Este PRM fue calculado usando el método basado en CDS, pero asumiendo que el PRM de Estados Unidos como el promedio del estimado por Duff & Phelps de 5,5% y KPMG 5,25%.

Aplicamos la siguiente fórmula para calcular el costo patrimonial (K_p)

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM \quad (6)$$

$$K_p = 3.81\% + 1.63 * 6.76\%$$

El costo patrimonial:

$$K_p = 14.85\%$$

4.7. Costo de capital

Para el cálculo del costo de capital se tuvieron las siguientes consideraciones:

- **Costo Patrimonial** K_p , se considera 14.85%, calculado en el punto 4.6.
- **Costo de la deuda**, tal como se explica en punto 4.2. se consideró la última TIR transada para el bono vigente convertida a USD de:
 $K_d = 7.44\%$
- Consideraremos la **razón de patrimonio objetivo** $\frac{P}{V}$ y la razón de endeudamiento objetivo $\frac{B}{V}$ al 30 de junio de 2023, indicada en tabla

- Consideraremos una **tasa de impuestos** (t_c) de 27% para estos cálculos.

Aplicamos la siguiente fórmula para calcular el costo de capital promedio (K_o)

$$K_o = K_p * \frac{P}{V} + K_d * (1 - t_c) * \frac{B}{V} \quad (7)$$

$$K_o = 14.85\% * 0,57 + 7.44 * (1 - 0,27_c) * 0,43$$

El costo de capital:

$$K_o = 10.8$$

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa.

Tabla 14 – Ingresos ventas MUSD

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Ingresos de actividades ordinarias	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092	180.166
Variación % de los Ingresos	-42,1%	-34,4%	42,8%	-22,0%	12,0%	-64,0%

Fuente: EE.FF. Masisa – Elaboración Propia

El siguiente análisis del negocio de Masisa se ha realizado con los datos extraídos de los Estados Financieros, para los periodos comprendidos entre diciembre 2018 a junio 2023. La tabla N°14 muestra la evolución de los ingresos del periodo indicado, la cual se analizará y desglosará durante este apartado.

El 2021 fue el último año que Masisa mantenía dos unidades de negocio; Industrial y Forestal. Esto debido a la ejecución de su plan de reestructuración, por lo cual en junio de 2020 se materializó la venta de los activos forestales en Chile por un monto de MMUSD 350 a GFP Chile Timberland Holding, dentro de los activos forestales vendidos abarcaban 78.220 hectáreas, **la transacción también contemplo la firma de un contrato a largo plazo con GFP, donde se la garantizaba a Masisa el suministro de productos forestales para el abastecimiento de la línea industrial.**

Durante el año 2022 se materializó la venta de las filiales forestales en Argentina, vendiendo a Proener S. A. U. filia de la sociedad Central Puerto S.A., a un valor MMUSD 69,4 que contemplaban 72.000 hectáreas. Si bien esta transacción le reportó a Masisa un ingreso de caja importante, en los estados financieros al cierre del año 2022 la compañía informó una pérdida contable por esta operación (MMUSD 245), originada principalmente por una devaluación acumulada del peso argentino.

El desprendimiento de sus activos y filiales forestales originó que Masisa concentrara su negocio solo en el segmento industrial, permitiendo materializar el proceso de reestructuración de la empresa y disminuir su deuda.

Las líneas de negocios actuales de la compañía son **tableros - derivados y maderas aserradas**, significando el negocio de tableros el 92% de los ingresos de la compañía durante el año 2022.

Su focalización se concentra en la producción y comercialización de tableros de madera siendo sus principales productos: tableros MDF, tableros MDP, tableros de partículas PB y tableros melamínicos. Además, comercializa otros productos como madera aserrada, molduras MDF y revestimiento de interiores.

Cuenta con operaciones industriales en Chile y México y oficinas comerciales en Perú, Ecuador, Colombia y Estados Unidos.

Tabla 15– Ingreso por la línea de negocio (MUSD).

	dic-18		dic-19		dic-20		dic-21		dic-22		jun-23	
	MUSD	%										
Ingresos de actividades ordinarias	612.418	100%	401.983	100%	574.157	100%	439.068	100%	501.092	100%	180.166	100%
Industrial	557.595	91%	388.586	97%	328.546	57%	439.068	100%	501.092	100%	180.166	100%
Forestal	68.216	11%	13.528	3%	245.641	43%	-	0%	-	-	-	-
Otros Financiamiento y Ajustes	-13.393	-2%	-131	0%	-30	0%	-	0%	-	-	-	-

Fuente: EE.FF. Masisa – Elaboración Propia

De acuerdo con tabla N°15, podemos indicar que el negocio Industrial ha sido para la compañía el más importante y significativo a nivel de ventas. Representando más del 90% de sus ingresos.

Se destaca que el año 2020 (último año que se reporta la línea forestal) tiene el impacto de la venta de los activos que se vendieron a GFP.

En la siguiente tabla (N°16) se aprecia la distribución de ingresos de la compañía por país, en donde se aprecia que los dos mercados más importantes son EEUU y Chile para los últimos años. México fue relevante en el pasado (año 2018) asociado al negocio Forestal, el cual ya no se encuentra presente.

Tabla 16 – Ingreso por segmento geográfico (MUSD).

	dic-18		dic-19		dic-20		dic-21		dic-22		jun-23	
	MUSD	%	MUSD	%								
EE. UU	87.521	14%	125.861	31%	121.249	21%	153.091	35%	242.641	48%	74.428	41%
Chile	170.771	28%	125.534	31%	348.646	61%	170.433	39%	131.137	26%	52.909	29%
Perú	27.610	5%	27.636	7%	20.290	4%	19.867	5%	18.886	4%	6.697	4%
Colombia	18.993	3%	14.396	4%	12.947	2%	11.791	3%	18.512	4%	7.052	4%
México	171.947	28%	23.294	6%	14.001	2%	23.468	5%	27.848	6%	14.004	8%
Ecuador	13.193	2%	12.490	3%	9.930	2%	13.493	3%	16.169	3%	7.814	4%
Canadá	7.276	1%	7.505	2%	8.411	1%	9.448	2%	8.546	2%	3.054	2%
China	23.755	4%	17.098	4%	2.867	0%	5.072	1%	2.492	0%	130	0%
Argentina	16.984	3%	5.964	1%	7.212	1%	-	0%	-	0%	-	0%
Venezuela	14.028	2%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Vietnam	9.314	2%	4.726	1%	2.420	0%	1.663	0%	1.301	0%	977	1%
Corea del Sur	11.842	2%	8.996	2%	1.667	0%	5.241	1%	5.203	1%	1.924	1%
Otros	39.184	6%	28.483	7%	24.517	4%	25.501	6%	28.357	6%	11.177	6%

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Podemos observar que gradualmente EE. UU. se ha convertido en un cliente cada vez más relevante para la compañía, siendo el principal destino de las ventas desde el año 2022.

Explicación cambios en nivel de ventas por año:

- **2018:** Durante Oct-18 se deja de consolidar Venezuela.
- **2019:** Las ventas disminuyen MMUSD 210, explicado por la desinversión en plantas de México (MMUSD125), desconsolidación de filiales venezolanas (MUSD21) y menores ventas del negocio forestal Chile-Argentina (MUSD41).
- **2020:** Las ventas aumentan MMUSD172, producto de la desinversión de los activos forestales chilenos realizados en el mes de junio (MUSD229). Excluyendo dicho efecto, los ingresos habrían disminuido MUSD57, explicado por menos demanda asociado a Pandemia y venta de dos de las tres plantas en México (MMUSD21).
- **2021:** Los ingresos disminuyen MMUSD135, que es el resultado de menores ventas por el negocio forestal (MMUSD245), el cual fue vendido en su totalidad el año 2020. No obstante, el negocio industrial subió de MMUSD 238 a MMUSD 439 (aumento de MMUSD111).
- **2022:** Las ventas aumentan MMUSD62, respaldado por una mayor demanda, lo que elevó el precio medio de los negocios de la compañía. Si bien, a nivel nacional, las ventas se contrajeron, producto de un debilitamiento de la economía chilena (MMUSD39), lo cual es compensado con creces con el aumento de ventas en EEUU (MMUSD90).
- **1S 2023:** Primer semestre vs mismo período año anterior los ingresos disminuyeron un 30%, producto de alta inflación, lo que ha repercutido en altas tasas y por ende en una contracción de la actividad inmobiliaria, tanto en Chile como en EEUU, los principales destinos de paneles de Masisa. No se aprecia que esta tendencia cambie al menos hasta fin de año.
En la tabla 17 se aprecia la comparación a junio año 2023 vs 2022, donde se evidencia la fuerte desaceleración en ventas.

Tabla 17 – Comparativo venta jun-2022 v/s jun-2023 (MUSD)

	jun-22		jun-23	
	MUSD	%	MUSD	%
Negocio Industrial	256.268	100%	180.166	100%
Tableros y derivados	233.235	91%	167.903	93%
Maderas aserradas	23.033	9%	12.263	7%

Fuente: EE.FF. Masisa – Elaboración Propia

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

Para tener una mirada global de la estructura de costos y gastos operacionales de la compañía, se presentan en la tabla N°18, la evolución de los ingresos, costos de venta y margen, la cual se muestra posteriormente en la tabla N°19 como porcentaje de los ingresos, para de esta forma revisar su eficiencia.

De igual manera en la tabla N°20 se revisan todos los gastos, de venta, de distribución, de administración y otros. Para en la tabla N°21 examinarlos como porcentaje de los ingresos. Ver tablas.

Tabla 18 – Costo de Venta y Margen histórico (MUSD)

Cifras en MUSD	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Ingresos de actividades ordinarias	612.418	401.983	574.157	439.068	501.092	180.166
Costo de Venta	-512.489	-347.870	-533.149	-338.598	-356.478	-146.142
Margen de Venta	99.929	54.113	41.008	100.470	144.614	34.024

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Tabla 19 – Costo de Venta y Margen histórico (% sobre los ingresos)

Variación %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Costo de Venta	83,7%	86,5%	92,9%	77,1%	71,1%	81,1%
Margen de Venta	16,3%	13,5%	7,1%	22,9%	28,9%	18,9%

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Tabla 20 – Costos y Gastos (MUSD)

Cifras en MUSD	Consolidado Industrial/Forestal			Solo Industrial		
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Costo de Venta	-512.489	-347.870	-533.149	-338.598	-356.478	-146.142
Costos de Distribución	-21.484	-14.289	-11.915	-15.740	-17.425	-7.778
Gastos de Administración y Venta	-57.270	-44.197	-34.535	-36.201	-37.435	-20.217
Otros Ingresos (Gastos)	-40.482	-23.715	-177.956	7.120	-7.533	-9.476

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Tabla 21 – Costos y Gastos (% sobre los ingresos)

Variación %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Costo/Venta	83,7%	86,5%	92,9%	77,1%	71,1%	81,1%
Margen de Venta a Venta	16,3%	13,5%	7,1%	22,9%	28,9%	18,9%
Costos de Distribución	-3,5%	-3,6%	-2,1%	-3,6%	-3,5%	-4,3%
Gastos de Administración y Venta	-9,4%	-11,0%	-6,0%	-8,2%	-7,5%	-11,2%
Otros Ingresos (Gastos)	7,9%	6,8%	33,4%	-2,1%	2,1%	6,5%

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Examinemos ahora en mayor profundidad cada ítem de costos:

Costo de distribución:

Los costos de distribución mostraron una disminución de 8,0% respecto al mismo período del año anterior debido a los menores volúmenes de venta. (junio22-23).

Para el año el aumento de MMUSD 3,8 se explica por el incremento en los volúmenes de ventas y, adicionalmente, por un aumento en costos logísticos asociados a los fletes navieros y otros costos de transporte. Ver tabla 20 y 21.

Gastos de administración y Ventas:

A pesar de que la compañía implementó desde su restructuración, un plan de estricto de control de gastos. Los GAV tuvieron un incremento de un MMUSD 3. Teniendo como factor principal a efecto de la inflación y tipo de cambio. Ver tabla 20 y 21.

Costo de Venta:

Análisis costo de venta como porcentaje de ingresos por año:

- **2020:** El aumento está asociada a la venta de activos forestales con bajo margen.
- **2021:** Disminuye dado que no existe el efecto de activos forestales
- **2022:** Disminuyen por disolución de costos fijos. No se aprecia, pero hubo incremento de costos en los mercados de materias primas (madera, adhesivos y químicos).
- **2023:** Aumenta por tener detenidas las máquinas de producción un tiempo, asociadas al sobre stock.

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Tabla 22 – Detalle Históricos Resultados No Operacionales (MUSD).

Cifras en MUSD	dic-18		dic-19		dic-20		dic-21		dic-22		jun-23	
	MUSD	%	MUSD	%	MUSD	%	MUSD	%	MUSD	%	MUSD	%
Total	-372.015	100,0%	-104.977	100,0%	-85.374	100,0%	-12.787	100,0%	-18.914	100,0%	-9.017	100,0%
Otros Ingresos	67.271	-18,1%	-11.934	11,4%	-18.221	21,3%	5.988	-46,8%	880	-4,7%	620	-6,9%
Otros gastos	-412.114	110,8%	-58.470	55,7%	-45.922	53,8%	-4.910	38,4%	-5.188	27,4%	-6.238	69,2%
Ingresos financieros	3.698	-1,0%	1.733	-1,7%	521	-0,6%	340	-2,7%	1.196	-6,3%	2.172	-24,1%
Costos financieros	-36.577	9,8%	-38.534	36,7%	-28.039	32,8%	-10.061	78,7%	-9.616	50,8%	-6.015	66,7%
Pérdidas de cambio en moneda extranjera	5.265	-1,4%	-2.593	2,5%	2.955	-3,5%	-4.206	32,9%	-6.085	32,2%	267	-3,0%
Utilidad por unidades de reajuste	442	-0,1%	4.821	-4,6%	3.332	-3,9%	65	-0,5%	138	-0,7%	177	-2,0%
Pérdida procedente de operaciones discontinuadas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-3	0,0%	-239	1,3%	-	0,0%

Fuente: EE.FF. Masisa – Elaboración Propia

Entre los años 2018 y 2020 los estados financieros de Masisa reflejaron fuertes pérdidas no operacionales, producto de situaciones específicas y que no se espera que vuelvan a ocurrir. Entre los eventos más importantes destacan:

- **2018:** una pérdida de 364 MMUSD (otros gastos) producto de desconsolidar filiales de Venezuela, al reconocer pérdidas producto de tipo de cambio. Compensado en buena parte por otros ingresos por 67 MUSD en revalorización en activos biológicos (lo cual es parte del ex negocio forestal).
- **2019:** MMUSD 37 de pérdida asociado a castigar la totalidad de la inversión remanente en Venezuela.
- **2020:** 41 MMUSD producto de gastos en reestructuración financiera (costo de prepago bonos serie N y L y asesorías relacionadas).

Por otra parte, vemos que entre 2021 y mediados 2023 los costos no operacionales se han mantenido entre MMUSD 9 y MMUSD18 (ver tabla 22). Analizando en detalle tenemos la cuenta otros ingresos, que no representa montos de gran magnitud, salvo una recuperación de impuestos por ventas de filiales en Brasil por MMUSD11 durante el 2021, lo cual es un hecho aislado.

A nivel de otros gastos, se ha mantenido alrededor de 5-6 MMUSD asociado a gastos de reestructuración, deducibles seguros, sentencias de arbitraje, gastos extraordinarios covid, es decir sin mostrar algún ítem que se espera mantener en años futuros.

Finalmente, se analizan los gastos financieros, los cuales van expresamente ligados al financiamiento de banco y bonos, los cuales al disminuir drásticamente producto de la reestructuración durante el 2020 se mantienen en niveles de 10MUSD entre 2021 y 2023, sin proyectarse fuertes alzas.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Tabla 23 – Detalle Históricos de Costos y Gastos (MUSD)

Cifras en MUSD	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Ingresos de actividades ordinarias	612.418	401.983	574.157	447.587	501.092	180.166
Costo de ventas	-512.489	-347.870	-533.149	-345.084	-356.478	-146.142
Ganancia Bruta	99.929	54.113	41.008	102.503	144.614	34.024
% Ingresos	16,3%	13,5%	7,1%	22,9%	28,9%	18,9%
Costos de distribución	-21.484	-14.289	-11.915	-15.740	-17.425	-7.778
Gastos de administración	-57.270	-44.197	-34.535	-37.504	-37.435	-20.217
GAV	-78.754	-58.486	-46.450	-53.244	-54.860	-27.995
% Ingresos	12,9%	14,5%	8,1%	11,9%	10,9%	15,5%
Resultado Operacional	21.175	-4.373	-5.442	49.259	89.754	6.029
% Ingresos	3,5%	-1,1%	-0,9%	11,0%	17,9%	3,3%
Depreciación y amortización	39.900	27.182	26.099	24.907	21.425	10.537
% Ingresos	6,5%	6,8%	4,5%	5,6%	4,3%	5,8%
Ebitda	61.075	22.809	20.657	74.166	111.179	16.566
% Ingresos	10,0%	5,7%	3,6%	16,6%	22,2%	9,2%
Resultado no Operacional	-372.015	-104.977	-85.374	-12.787	-18.914	-9.017
% Ingresos	60,7%	26,1%	14,9%	2,9%	3,8%	5,0%

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Luego de la reestructuración, los ingresos de la compañía parecen establecerse entre los MMUSD400-500 millones. No obstante, con una tendencia a la baja durante el año 2023, asociado a alta inflación y tasas de interés en Chile y EE.UU., lo que desacelera la industria inmobiliaria. Lo anterior, y pese a medidas de eficiencia, llevaron a menores márgenes, dado la presencia de costos fijos, no obstante, aún se mantiene en niveles del año 2021, dado que el 2022 fue bastante bueno. Ver tabla 23.

Los GAV debieran estar en niveles del 11% de ingresos post reestructuración, no obstante, se aprecia un alza hasta 15% producto de menores ventas primer semestre 2023, dado su carácter fijo. Lo mismo sucede con la depreciación, la cual retorna a niveles de 6% en jun-23.

En términos de resultado operacional, si analizamos los años post reestructuración, vemos con preocupación que disminuyen de niveles superiores a 10% a un mediocre 3%.

Finalmente, El Ebitda, baja a menos del 10%, respaldados en 2/3 por depreciación y sólo 1/3 por resultado operacional.

5.5. Análisis de los activos de la empresa.

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

En la siguiente tabla (N°24) se muestra un detalle de los activos de Masisa a Jun-23. En donde se indican las partidas claramente identificables con aspectos operacionales de la compañía.

Nótese que el efectivo o equivalente no fue considerado operacional, dado que se relaciona mayormente a desinversiones u otras casuísticas, más que a la operación.

Tabla 24 – Activos Operaciones y No Operacionales (MUSD).

Cifras en MUSD	jun-23	Operacionales	No Operacionales
Activos Corrientes	204.393		
Efectivo y equivalentes al efectivo	35.491		x
Otros activos financieros corrientes	1.076		x
Otros activos no financieros corrientes(*)	5.967		x
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	55.054	x	
Cuentas por cobrar entidades relacionadas, corrientes	129		x
Inventarios corrientes	104.561	x	
Activos biológicos corrientes	-		x
Activos por impuestos corrientes	2.115		x
Activos mantenidos para venta	-		x
	-		
Activos no corriente	419.907		
Otros activos financieros no corrientes	2.652		x
Otros activos no financieros no corrientes(*)	8.926		x
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	133		x
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	956		x
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	2.498	x	
Plusvalía	5.538		x
Propiedades, planta y equipo	245.740	x	
Activos por derecho de uso	12.549	x	
Activos por impuestos no corrientes	62.666		x
Activos biológicos no corrientes	-		x
Activos por impuestos diferidos	78.249		x
	-		
Total Activos	624.300		

(*) Gastos por Recuperar - Anticipos - Seguros - Otras garantías.

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto.

El capital de trabajo operativo neto o CTON se calcula como el exceso de los Activos corrientes sobre los Pasivos corrientes, con la consideración de que se utilizan únicamente las partidas operativas del balance. Ver evolutivo histórico del CTON en siguiente tabla (N°25):

Tabla 25 – Evolución CTON histórico (MUSD).

Cifras en MUSD	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Activos Corrientes						
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	66.063	78.421	76.460	79.480	76.612	55.054
Inventarios corrientes	77.228	89.257	74.517	83.213	105.259	104.561
Pasivos Corrientes						
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	56.743	52.143	51.521	68.296	49.460	41.539
AC – PC = CTON	86.548	115.535	99.456	94.397	132.411	118.076
RCTON	14,13%	28,74%	17,32%	21,09%	26,42%	27,78%

Fuente: EE.FF. Masisa – Elaboración Propia

Para determinar la estructura objetivo de CTON requerido, se considera desde el año 2021 en adelante, dado que es el período en que la empresa mantiene únicamente el negocio industrial. Ver tabla 26:

Tabla 26 – RCTON Proyectado

	2021	2022	Promedio
RCTON	21,09%	26,42%	23,76%

Fuente: EE.FF. Masisa – Elaboración Propia

La interpretación de este resultado es que por cada USD100 vendidos, la compañía necesita disponer de USD24 para poder funcionar. Los cuales debe ver como financia.

Se eligió el promedio de los últimos 2 años ya que desde 2021 la empresa ha finalizado su reestructuración y se concentra solo en el negocio industrial, por lo tanto, no debiera tener cambios significativos de su estructura a futuro.

Finalmente, se observa que a Jun-23 la compañía mantenía un RCTON de 27,28%, siendo que por nuestro modelo sólo debiera tener un 23,76%, lo que representa un exceso de CTON de USD 7.247.456. El cual se ve posteriormente reflejado en la tabla N°45.

5.5.3. Inversiones

Tabla 27 – Detalle Propiedades y Equipos de Masisa (MUSD)

Propiedades y Equipos MUSD	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
Terrenos Industriales	3.991	7.737	7.532	7.430	7.640	8.127
Terrenos Forestales	228.322	79.343	63.746	63.746	-	-
Edificios	32.325	31.945	29.459	27.292	27.654	27.742
Plata y Equipo	192.877	196.816	186.007	181.245	177.127	177.842
Equipamientos de Tecnología de la Información	227	151	138	282	250	224
Instalaciones fijas y accesorios	109	78	73	59	194	194
Vehículos de Motor	67	15	39	42	3	3
Construcción en Curso	6.870	5.429	12.779	10.093	19.929	24.006
Activos en arriendo	18	22.474	-	-	-	-
Otras Propiedades, plantas y equipo	4.048	3.231	3.019	6.539	6.504	7.602
Totales	468.854	347.219	302.792	296.728	239.301	245.740
Variación %	-22,04%	-25,94%	-12,80%	-2,00%	-19,35%	2,69%

Fuente: EE.FF.Masisa – Elaboración Propia

Durante los últimos 5 años la compañía ha ido gradualmente desprendiéndose de sus activos forestales. Tal como muestra la tabla N°27, el año 2018 comenzó a desprenderse de su negocio en México, luego el año 2020 en Chile, para finalizar el año 2022 con sus filiales argentinas.

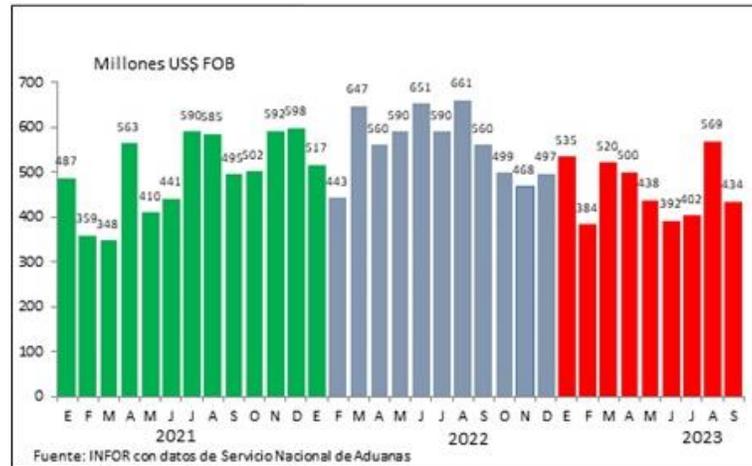
5.6. Análisis de crecimiento de la industria

Contexto general de la industria forestal:

El crecimiento de la industria de este análisis ha tenido un comportamiento inestable y débil en cuanto a los productos exportados, esto principalmente al comportamiento de las economías en los principales socios comerciales del sector forestal chileno, por lo tanto, el comportamiento del último trimestre 2023, no se espera una gran reactivación y se proyectan resultados inferiores al año anterior.

Para los productores nacionales genera incertidumbre lo que suceda con la economía China, que es el principal destino de las exportaciones de Chile, seguido por EE.UU. (que es el país principal de destino de Masisa).

Ilustración 7 - Evolución Mensual de las Exportaciones Forestales



Fuente: Instituto Forestal

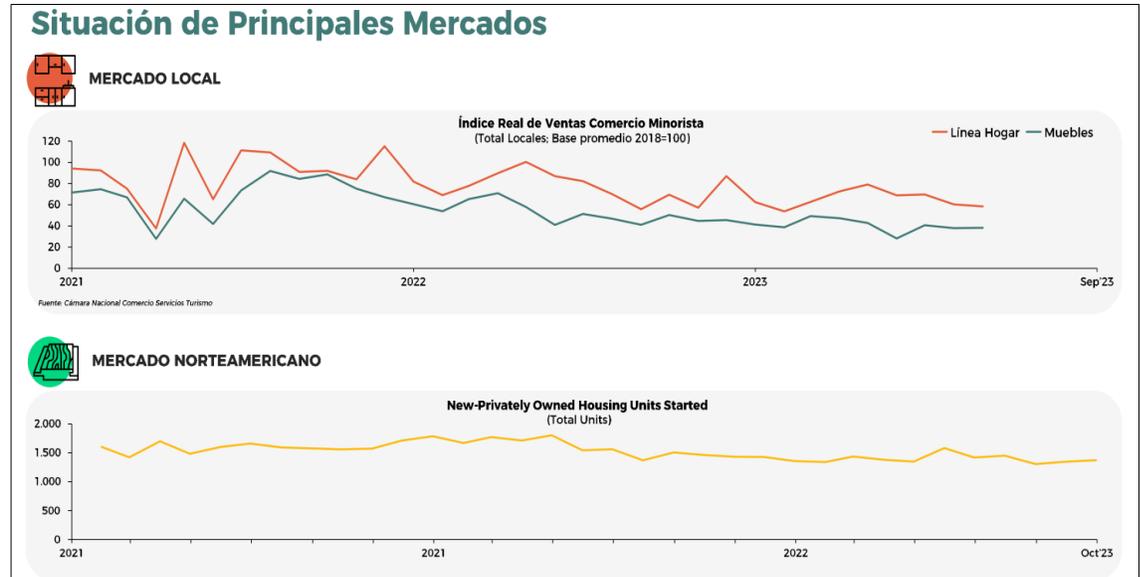
Adicionalmente, según “Mordor Intelligence”, los paneles de madera tendrán un crecimiento CAGR de 3,17% entre el año 2023 y 2028, pasando de ventas de 393 a 460 millones de metros cúbicos, con un mercado de Asia pacífico identificado como el sector de más rápido crecimiento.

Contexto particular de productos de Masisa:

En el mercado Chileno, se aprecia volatilidad y un debilitamiento en los últimos tres años de las ventas en el comercio minoristas, de los segmentos línea hogar y muebles, que están estrictamente relacionados con el sector inmobiliario que demanda los productos de tableros y enchapados de Masisa. Ver ilustración 8.

En esta misma ilustración, se puede apreciar también la desaceleración de las ventas de casas nuevas que ha habido en EEUU en el mismo período. Lo cual impacta a Masisa ya que es el principal país de destino de sus ventas a Dic-22.

Ilustración 8 – Índices actividad Insumos Inmobiliarios Chile-EEUU



Fuente: Conference Call 3Q - Masisa

8. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

8.1. Análisis de las empresas comparables

Para el presente análisis de valorización por múltiplo, solo se consideraron dos empresas anteriormente mencionadas en tabla N°5., ambas operan en industrias similares a Masisa, dejando fuera a Suzano. Adicional a lo anterior, se agrega una tercera empresa en esta sección, la Compañía Industrial El Volcán S. A., que, si bien no vende productos de madera, vende soluciones para la industria inmobiliaria.

Se destaca que todas las empresas consideradas sólo una posee grado de inversión, es decir clasificación de riesgo mayor a BBB. Manteniendo todas clasificaciones mejores a Masisa, dado que esta ha tenido problemas financieros e importantes reestructuraciones del modelo de negocio. Ver comparativo en la siguiente tabla:

Tabla 47 – Clasificación de riesgo

Empresa	Internacional	Nacional			
	Clasificación	Fitch Ratings	Humphreys	ICR	Feller Rate
Dexco	BB+	AAA(bra)			
Volcan	BBB-			AA-	AA-
CMPC	BBB	AA	AA		
Masisa	BB-	A-			A-

Fuente: Elaboración Propia

- DEXCO (Duratex SA): es una empresa con sede en Brasil dedicada principalmente a la fabricación de paneles de madera. La Compañía opera en dos segmentos de negocio: Madera y Deca.
- Compañía Industrial el Volcán S.A.: Empresa que se dedica a la elaboración y comercialización de suministros y soluciones para la construcción amigables con el medio ambiente, en los segmentos de materiales de fibrocemento, de aislación y de yeso
- CMPC: Empresa que se dedica principalmente a la industria de productos de papel. Las actividades de la compañía se dividen en cinco segmentos de negocio: Forestal, Pulpa y Papel compañía opera en Argentina, Colombia, México, Perú y Ecuador, entre otros países.

8.2. Múltiplos de la industria.

Se revisaron los estados financieros de las tres empresas que usaremos para este presente informe, para no sesgar el ratio por algún año en particular, se utilizó un promedio de los últimos dos períodos completos, es decir año 2021 y 2022.

Con esta información se obtuvieron los múltiplos de la industria.

La siguiente tabla (N°48) muestra la recopilación de toda la data de la compañía y sus comparables en USD.

Tabla 48 – Datos de la Industria para Múltiplos (recopilación datos)

Datos	Dexco (MUSD)		Volcan (MUSD)		CMPC (MUSD)		MASISA (MUSD)	
	dic-21	dic-22	dic-21	dic-22	dic-21	dic-22	dic-21	dic-22
Precio acción (USD)	2,57	1,28	2,27	2,29	1,68	1,65	0,01	0,04
Utilidad (MUSD)	309.750	143.000	59.847	38.714	538.810	1.005.380	36.475	71.079
Valor Empresa Refinitiv (MUSD)	2.554.834	1.928.644	176.053	225.323	7.516.660	8.142.780	184.200	295.710
Valor Empresa x fórmula (MUSD)	2.639.969	1.874.388	172.623	241.404	7.580.653	8.445.385	177.451	321.389
Ebit (MUSD)	228.801	150.412	52.955	35.564	1.004.730	1.442.290	49.259	89.754
Ebitda (MUSD)	304.574	234.665	60.996	44.588	1.506.590	1.946.780	74.166	111.179
Valor libro acción (USD)	1,2	1,4	3,4	3,9	3,0	3,2	0,1	0,1
Valor de Mercado Patrimonio (MUSD)	2.129.070	1.036.265	170.029	171.900	4.204.353	4.118.335	100.700	304.628
Valor Libro Activos (MUSD)	2.409.206	2.955.921	382.939	435.897	15.226.300	16.571.980	726.286	708.012
Venta por acción (MUSD)	571.742	1.251.726	86.202	89.210	3.759.806	4.747.884	33.250.663	12.305.531
Ventas (MUSD)	1.466.743	1.605.505	195.425	204.469	6.323.020	7.821.350	447.587	501.092
Número Acciones	829.920.000	807.920.000	75.000.000	75.000.000	2.500.000.000	2.500.000.000	7.480.886.772	7.480.886.772
Patrimonio Contable (MUSD)	1.029.388	1.110.859	254.577	290.174	7.548.950	7.910.820	484.623	505.141
Valor Balance Deuda Financiera (MUSD)	766.056	1.173.297	72.234	83.340	4.499.240	5.037.160	133.851	129.468
DF CP (MUSD)	157.092	151.194	1.056	793	769.910	691.310	44.489	54.566
DF LP (MUSD)	608.964	1.022.104	71.177	82.548	3.729.330	4.345.850	89.362	74.902
Caja y Equivalentes (MUSD)	255.157	335.174	69.639	13.837	1.122.940	710.110	57.100	112.707
Market Capitalization Refinitiv (MUSD)	2.043.698	1.073.640	176.653	163.581	4.194.570	3.958.900	100.470	264.670
Market Capitalization x fórmula (MUSD)	2.129.070	1.036.265	170.029	171.900	4.204.353	4.118.335	100.700	304.628

Fuente: Elaboración Propia

La siguiente tabla (N°49) presenta los valores anualizados y los ratios calculados para cada múltiplo por año.

Tabla 49 – Datos de la Industria para Múltiplos

Tipo de Múltiplo	Múltiplo	Dexco (BRL)		Volcan (CLP)		CMPC (USD)		MASISA (USD)	
		dic-21	dic-22	dic-21	dic-22	dic-21	dic-22	dic-21	dic-22
De ganancia	Price-Earning Ratio (PER)	6,9	7,2	2,8	4,4	7,8	4,1	2,8	4,3
	Enterprise Value to EBITDA(EV/EBITDA)	8,4	8,2	2,9	5,1	5,0	4,2	2,5	2,7
	Enterprise Value to EBIT(EV/EBIT)	11,2	12,8	3,3	6,3	7,5	5,6	3,7	3,3
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	2,1	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,2	0,6
	Value to Book Ratio (VBR)	0,9	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,4
De ingresos	Price to sale Ratio (PS)	1,5	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5	0,2	0,6
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,7	1,2	0,9	1,1	1,2	1,0	0,4	0,6

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo con lo recomendado por el profesor Pablo Fernández en su libro “*Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions*”, (Fernández, 2002) sobre los indicadores más idóneas para la valorización por múltiplos, de acuerdo con la industria de la empresa que se requiere evaluar, ocuparemos; Price to Book Equity (PBV) y Enterprise Value to EBITDA, (ver tabla N°50).

Tabla 50 – Promedio Múltiplos de la Industria

Tipo de Múltiplo	Promedio Dexco	Promedio Volcan	Promedio CMPC	Promedio Industria	Media armónica	Mediana
De ganancia	7,1	3,6	5,9	5,55	5,13	5,95
	8,3	4,1	4,7	5,71	5,21	4,68
	12,0	4,8	6,6	7,80	6,78	6,56
De valor libro	1,5	0,6	0,5	0,89	0,73	0,63
	0,6	0,4	0,3	0,43	0,38	0,42
De ingresos	1,0	0,9	0,6	0,83	0,79	0,86
	1,5	1,0	1,1	1,20	1,17	1,11

Fuente: Elaboración Propia

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

De acuerdo con lo mencionado en el punto anterior se ocuparon 2 múltiplos para valorizar Masisa al 30 de junio de 2023, EV/EBITDA y PBV.

Para calcular los ratios representativos de la industria se decidió ocupar la media armónica (ver tabla N°51). Esta medida suaviza el promedio en caso de haber datos muy altos de otras empresas comparables.

Tabla 51– Métrica Utilizada

Múltiplos de la industria	Ratio calculado Industria
Enterprise Value to EBITDA(EV/EBITDA)	5,21
Price to Book Equity (PBV)	0,73

Fuente: Elaboración Propia

En la siguiente tabla (N°52) se presenta cuadro con valorización de Masisa con los diferentes múltiplos ya mencionados.

Tabla 52 – Valoración Masisa por Múltiplos

Múltiplos de la industria	Ratio calculado Industria	Valor Empresa	Deuda Financiera	Valor Patrimonio	Precio Acción	% sobre Valor Real Acción
Enterprise Value to EBITDA(EV/EBITDA)	5,21	364.755.082	152.920.000	211.835.082	22,6	-4,6%
Price to Book Equity (PBV)	0,73	451.355.043	152.920.000	298.435.043	31,9	34,4%

Fuente: Elaboración Propia

8.4. Análisis de los resultados.

De la tabla presentado del punto anterior (N°52), se desprende que el Precio de la acción debiera estar entre un mínimo de 22,6 (según ratio EV/EBITDA) y máximo de 31,9 (según el ratio PBV). Lo anterior pese a ser un rango amplio, tiene en rango medio el valor de 27,28, el cual es un 14,9% mayor al precio real de la acción al 30-06-23, fecha de evaluación.

Se destaca que el método PBV obtiene el valor del patrimonio económico, simplemente multiplicando 0,73 por el patrimonio contable.

Por otra parte, con el método EV/EBITDA se multiplica el ratio industria (5,21) por el Ebitda de Masisa a jun-23 (últimos 12 meses) luego se le agrega la caja, dado que dicho ratio fue calculado neto de caja para los comparables. Una vez realizado estos pasos se obtiene el valor de la empresa, al cual se le debe restar el valor de la deuda financiera para obtener el patrimonio económico.

Téngase presente, que está dentro de lo esperable que el valor de la acción obtenido por el método de PBV sea más alto que el EV/EBITDA, dado que le empresa tiene un Ebitda deteriorado a Jun-23, que no es el potencial que podría tener para su nivel de patrimonio.

9. Anexos

Anexo 1 - Estados de Situación Financiera Masisa

MASISA S.A. Y FILIALES			
ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADOS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS (NO AUDITADOS) AL 30 DE JUNIO DE 2023 Y DICIEMBRE 2022			
Activos	Nota N°	30.06.2023 MUS\$	31.12.2022 MUS\$
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	4	35.491	112.707
Otros activos financieros corrientes	5	1.076	1.919
Otros activos no financieros, corrientes	6	5.967	1.065
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	7	55.054	76.612
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	8.2	129	-
Inventarios	9	104.561	105.259
Activos por impuestos corrientes	10	2.115	3.269
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta		204.393	300.831
Activos corrientes totales		204.393	300.831
Activos no corrientes			
Otros activos financieros no corrientes	5	2.652	688
Otros activos no financieros no corrientes	6	8.926	8.425
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	8.2	133	-
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		956	947
Activos intangibles distintos de la plusvalía	11	2.498	125
Plusvalía	12	5.538	5.538
Propiedades, planta y equipo	13	245.740	239.301
Activos por derechos en uso	14	12.549	13.888
Activos por impuestos no corrientes	10	62.666	62.518
Activos por impuestos diferidos	15	78.249	75.751
Total de activos no corrientes		419.907	407.181
Total de activos		624.300	708.012

MASISA S.A. Y FILIALES

ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADOS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS (NO AUDITADOS)
AL 30 DE JUNIO DE 2023 Y DICIEMBRE 2022

Pasivos	Nota N°	30.06.2023 MUS\$	31.12.2022 MUS\$
Pasivos corrientes			
Otros pasivos financieros corrientes	16	77.418	54.566
Pasivos por arrendamientos corrientes	17	4.349	3.541
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	18	41.539	49.460
Otras provisiones a corto plazo	19	55	2.967
Pasivos por impuestos corrientes	10	1	1
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	20	593	575
Otros pasivos no financieros corrientes	21	100	48
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta		124.055	111.158
Pasivos corrientes totales		124.055	111.158
Pasivos no corrientes			
Otros pasivos financieros no corrientes	16	75.502	74.902
Pasivos por arrendamientos no corrientes	17	10.723	11.815
Cuentas por pagar no corrientes	18	1.545	1.493
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	20	3.676	3.503
Total de pasivos no corrientes		91.446	91.713
Total pasivos		215.501	202.871
Patrimonio			
Capital emitido	22	419.573	654.557
Utilidades acumuladas		(2.499)	(136.984)
Otras reservas	22	(9.506)	(13.865)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora		407.568	503.708
Participaciones no controladoras	23	1.231	1.433
Patrimonio total		408.799	505.141
Total de patrimonio y pasivos		624.300	708.012

Anexo 2 - Estado de Resultados Consolidados

MASISA S.A. Y FILIALES					
ESTADOS DE RESULTADOS CONSOLIDADOS POR FUNCIÓN INTERMEDIOS POR LOS PERIODOS TERMINADOS AL 30 DE JUNIO DE 2023 Y 2022 (NO AUDITADOS)					
	Nota N°	ACUMULADO		TRIMESTRE	
		01.01.2023 30.06.2023 MUS\$	01.01.2022 30.06.2022 MUS\$	01.04.2023 30.06.2023 MUS\$	01.04.2022 30.06.2022 MUS\$
Estado de resultados					
Ganancia (pérdida)					
Ingresos de actividades ordinarias	24	180.166	256.268	87.249	136.518
Costo de ventas		(146.142)	(178.296)	(73.371)	(94.499)
Ganancia bruta		34.024	77.972	13.878	42.019
Otros ingresos	26	620	416	475	169
Costos de distribución		(7.778)	(8.455)	(3.642)	(4.890)
Gasto de administración		(20.217)	(17.179)	(10.377)	(9.290)
Otros gastos	26	(6.238)	(1.356)	(3.285)	(264)
Ingresos financieros	27	2.172	241	690	142
Costos financieros	27	(6.015)	(4.498)	(3.264)	(2.289)
Utilidad (Pérdidas) de cambio en moneda extranjera	28	267	(4.268)	911	(4.449)
Utilidad por unidades de reajuste		177	65	(14)	42
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		(2.988)	42.938	(4.628)	21.190
Utilidad (Gasto) por impuestos a las ganancias	15	1.090	(11.786)	827	(6.795)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas		(1.898)	31.152	(3.801)	14.395
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	37	-	4.880	-	3.056
Ganancia (pérdida)		(1.898)	36.032	(3.801)	17.451
Ganancia (pérdida), atribuible a					
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora		(2.499)	35.079	(4.087)	16.875
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	23	601	953	286	576
Ganancia (pérdida)		(1.898)	36.032	(3.801)	17.451
Ganancias por acción					
Ganancia por acción básica					
Ganancia (pérdida) por acción básica en operaciones continuadas		(0,00033)	0,00447	(0,00055)	0,00226
Ganancia (pérdida) por acción básica		(0,00033)	0,00447	(0,00055)	0,00226
Ganancias por acción diluidas					
Ganancias (pérdida) diluida por acción procedente de operaciones continuadas		(0,00033)	0,00447	(0,00055)	0,00226
Ganancias (pérdida) diluida por acción		(0,00033)	0,00447	(0,00055)	0,00226

	ACUMULADO		TRIMESTRE	
	01.01.2023	01.01.2022	01.04.2023	01.04.2022
	30.06.2023	30.06.2022	30.06.2023	30.06.2022
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
MASISA S.A. Y FILIALES				
ESTADOS DE RESULTADOS CONSOLIDADOS INTEGRALES INTERMEDIOS (NO AUDITADOS) POR LOS PERIODOS TERMINADOS AL 30 DE JUNIO DE 2023 Y 2022 (NO AUDITADOS)				
Ganancia (pérdida)	(1.898)	36.032	(3.801)	17.451
Componentes de otros resultado integral que no se reclasificarán al resultado del periodo, antes de impuestos				
Otro resultado integral, antes de impuestos, pérdidas por revaluación	-	(1.379)	-	(590)
Otro resultado integral, antes de impuestos, pérdidas actuariales por planes de beneficios definidos	241	(201)	123	(134)
Otros componentes de otro resultado integral, antes de impuestos	241	(1.580)	123	(724)
Componentes de otros resultado integral que se reclasificarán al resultado del periodo, antes de impuestos				
Diferencias de cambio por conversión				
Ganancias (pérdidas) por diferencias de cambio de conversión, antes de impuestos	3.978	5.485	2.959	1.446
Otro resultado integral, antes de impuestos, diferencias de cambio por conversión	3.978	5.485	2.959	1.446
Coberturas del flujo de efectivo				
Pérdidas por coberturas de flujos de efectivo, antes de impuestos	375	3.590	238	1.565
Otro resultado integral, antes de impuestos, coberturas del flujo de efectivo	375	3.590	238	1.565
Otros componentes de otro resultado integral, antes de impuestos	4.594	7.495	3.320	2.287
Impuesto a las ganancias relativos a componentes de otros resultado integral que no se reclasificará al resultado del periodo				
Impuesto a las ganancias relacionado con cambios en el superávit de revaluación de otro resultado integral	-	73	-	(124)
Impuesto a las ganancias relacionado con planes de beneficios definidos de otro resultado integral	(65)	54	(33)	36
Impuesto a las ganancias relativos a componentes de otros resultado integral que se reclasificará al resultado del periodo				
Impuesto a las ganancias relacionado con componentes de otro resultado integral				
Impuesto a las ganancias relacionado con diferencias de cambio de conversión de otro resultado integral	(69)	118	16	1.639
Impuesto a las ganancias relacionado con coberturas de flujos de efectivo de otro resultado integral	(102)	(969)	(33)	36
Suma de impuestos a las ganancias relacionados con componentes de otro resultado integral	(236)	(724)	(50)	1.587
Otro resultado integral	4.358	6.771	3.270	3.874
Resultado integral total	2.460	42.803	(531)	21.325
Resultado integral atribuible a				
Resultado integral atribuible a los propietarios de la controladora	1.860	42.371	(817)	21.327
Resultado integral atribuible a participaciones no controladoras	600	432	286	(2)
Resultado integral total	2.460	42.803	(531)	21.325

Referencias

- Bancel, F., & Mittoo. (2014 - pag. 106-117). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Damodaran. (2022). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons. Retrieved from Damodaran OnLine.
- Damodaran. (2023). *Country Default Spreads and Risk Premiums*.
- Feller Rate. (2023). *Informe Clasificadora de Riesgo*.
- Fernandez. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*.
- Fernández, P. (2002). "Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions".
- Fitch Ratings. (2022). *Informe Clasificadora de Riesgo*.
- Instituto Forestal. (2023). <https://www.infor.cl/>.
- Investing. (n.d.). <https://es.investing.com/>.
- Maquieira & Espinoza, 2019. (n.d.). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Masisa. (2022). *Estados Financieros*.
- Masisa. (2022). *Memoria Integrada* .
- Rubinstein. (*Journal of Finance*, 28 (1), pag. 167–181). A MEAN-VARIANCE SYNTHESIS OF CORPORATE FINANCIAL THEORY.