

Reporte de Valuación

Proteak Uno S.A.B. de C.V.



Agosto de 2014

Aviso y Limitación de Responsabilidad

- Los analistas responsables de la producción de este reporte certifican que las posturas expresadas aquí reflejan exclusivamente sus visiones y opiniones personales sobre cualquiera de los emisores o instrumentos discutidos, y que fueron preparadas de manera independiente y autónoma, incluyendo de 414 Capital Inc. y Consultora 414 S.A. de C.V. (por separado o en conjunto, "414") y otras empresas asociadas. Los analistas responsables de la producción de este reporte no están registrados y/o calificados por NYSE o FINRA, y no están asociados con ninguna casa de bolsa en los Estados Unidos o cualquier otro lado, por lo que no están sujetos a las restricciones de comunicación con compañías cubiertas o presentaciones en público de acuerdo a las reglas 2711 de NASD y 472 de NYSE. Cada analista también certifica que ningún componente de su compensación estuvo, está o estará directa o indirectamente vinculado con las recomendaciones específicas o visiones expresadas por ellos en este reporte de análisis.
- La información contenida en este documento es proveída por 414 de buena fe. La información es considerada precisa y actualizada hasta la fecha indicada, cuando aplique. 414 no es responsable por errores u omisiones, o por los resultados obtenidos por el uso de esta información. Toda la información contenida en este documento es proveída sin garantía de completitud, precisión, actualización, o de los resultados obtenidos por el uso de esta información, y sin garantía de ningún tipo, expresa o implícita, incluyendo pero no limitada a garantías de rendimiento, liquidez o adecuación para un propósito específico, incluyendo casos de negligencia. En ningún caso serán 414, sus partes relacionadas o empleados responsables al lector o cualquier tercero por cualquier decisión o acción tomada con base en la información de este documento o por daños consecuentes, especiales o similares, aun cuando exista aviso sobre la posibilidad de dichos daños.
- No se realizan representaciones sobre la razonabilidad de los supuestos o la precisión o completitud de los modelos o la información utilizada. No se representa que los valores puedan ser alcanzados, o que dichos valores sean de cualquier manera indicativos de desempeño futuro. Las valuaciones son indicativas (no realizables) y no son una oferta para comprar o vender cualquier instrumento o realizar, transferir o asignar cualquier transacción. Estas valuaciones pueden diferir sustancialmente de un valor realizable, particularmente en condiciones de mercado volátiles.
- Las valuaciones proveídas se pueden basar en un número de factores incluyendo, pero no limitados a, precios actuales, valuación de activos subyacentes, liquidez de mercado, modelos propietarios y supuestos (sujetos a cambio sin notificación) e información públicamente disponible que se considera confiable, pero no ha sido verificada de manera independiente. Todos los supuestos, opiniones y estimados constituyen el juicio del analista a la fecha y están sujetos a cambio sin notificación.
- La inversión a la que se refiere esta publicación puede no ser adecuada para todos los receptores. Se recomienda a los receptores a tomar decisiones de inversión con base en sus propias investigaciones que ellos consideren necesarias. Cualquier pérdida o consecuencia distinta que surja del uso del material contenido en esta publicación será única y exclusivamente responsabilidad del inversionista, y 414 no acepta responsabilidad por dicha pérdida o consecuencia. En caso de existir una duda sobre cualquier inversión, los receptores deben contactar a sus propios asesores de inversión, legales y/o fiscales para obtener asesoría sobre la oportunidad de la inversión. Al grado permitido por la ley, ninguna responsabilidad es aceptada por cualquier pérdida, daños o costos de cualquier tipo que surjan del uso de esta publicación o sus contenidos.
- El hecho de que 414 haya puesto este documento o cualquier otro material a su disposición no constituye una recomendación de tomar o mantener una posición, ni una representación de que cualquier transacción es adecuada o apropiada para usted. Las transacciones pueden involucrar riesgos significativos y usted no debe participar en una transacción a menos que entienda completamente dichos riesgos y haya determinado de manera independiente que dicha transacción es apropiada para usted. 414 no ofrece asesoría contable, fiscal o legal, y estos temas deben ser tratados con su asesor especializado.
- Esta presentación no constituye un compromiso de comprar, suscribir o colocar ningún instrumento ni ofrecer crédito y ofrecer otros servicios.
- Estos materiales fueron preparados para uso en el territorio mexicano, por personas físicas o morales mexicanas. No pueden ser reproducidos, distribuidos a un tercer o publicados sin el consentimiento de 414. Las leyes y los reglamentos de otros países pueden restringir la distribución de este reporte. Las personas en posesión de este documento deben informarse sobre las posibles restricciones legales y cumplirlas de manera acorde.

Agenda

I. Resumen Ejecutivo	3
II. Descripción General	5
III. Tesis de Inversión	19
IV. Determinación de Precios de Teca	25
V. Resumen de Valuación	28
VI. Estados Financieros Segmentados	36

I. Resumen Ejecutivo

Resumen Ejecutivo

Presentación

- 414 Capital se complace en presentar un ejercicio de valuación independiente de los Certificados de Participación Ordinaria (los "CPOs") de Proteak Uno S.A.B. de C.V.
- Proteak es una empresa que presenta una particular dificultad para la valuación por la combinación de una serie de factores que se discutirán más adelante, entre ellos:
 - Horizonte de realización de valor para el negocio de teca súmamente largo
 - Mercado internacional opaco para los productos de teca
 - Incertidumbre (limitada) sobre el desempeño de los activos forestales
 - Valor incremental de la nueva línea de negocio de tableros de MDF
- A solicitud de algunos miembros de la base de inversionistas de Proteak hemos desarrollado las siguientes secciones enfocadas en:
 - Profundizar en el entendimiento del negocio y sus variables clave
 - Detallar nuestras consideraciones y pasos utilizados para llegar a la conclusión de valor
- Cabe resaltar que durante la vida de la empresa los flujos esperados se modificarán de manera continua dado que los estimados de crecimiento de la madera, así como los precios vigentes de mercado son dinámicos y están sujetos a variaciones

Conclusión del ejercicio de valuación

Al 30 de junio de 2014, el CPO cotizaba en MXN 11.35. Con base en nuestro análisis y metodología aplicada, hay valor significativo en la compañía que el precio de mercado no refleja. 414 Capital considera que el rango de valor justo de los CPOs a junio de 2014 es:

MXN 25.30 – 29.40

*Favor de referirse a la Sección V para una discusión sobre la metodología aplicada
Tipo de cambio USD/MXN: 12.97 (30/06/2014). Fuente: Banxico*

II. Descripción General

Descripción de la Compañía

Introducción

- Proteak Uno S.A.B. de C.V. ("Proteak") es una de las compañías más importantes en el sector forestal en México. Se dedica principalmente a la plantación, explotación y comercialización de árboles de teca en México y el extranjero
 - A la fecha, los activos biológicos de Proteak ascienden a más de 8,000 hectáreas plantadas de teca
 - La mayor parte de las plantaciones se encuentran en México, aunque también cuentan con hectáreas en Costa Rica y Colombia
- Proteak cuenta con dos segmentos de negocio de teca, que son:
 - Forestal
 - Trading

Distribución y operación del negocio de Teca



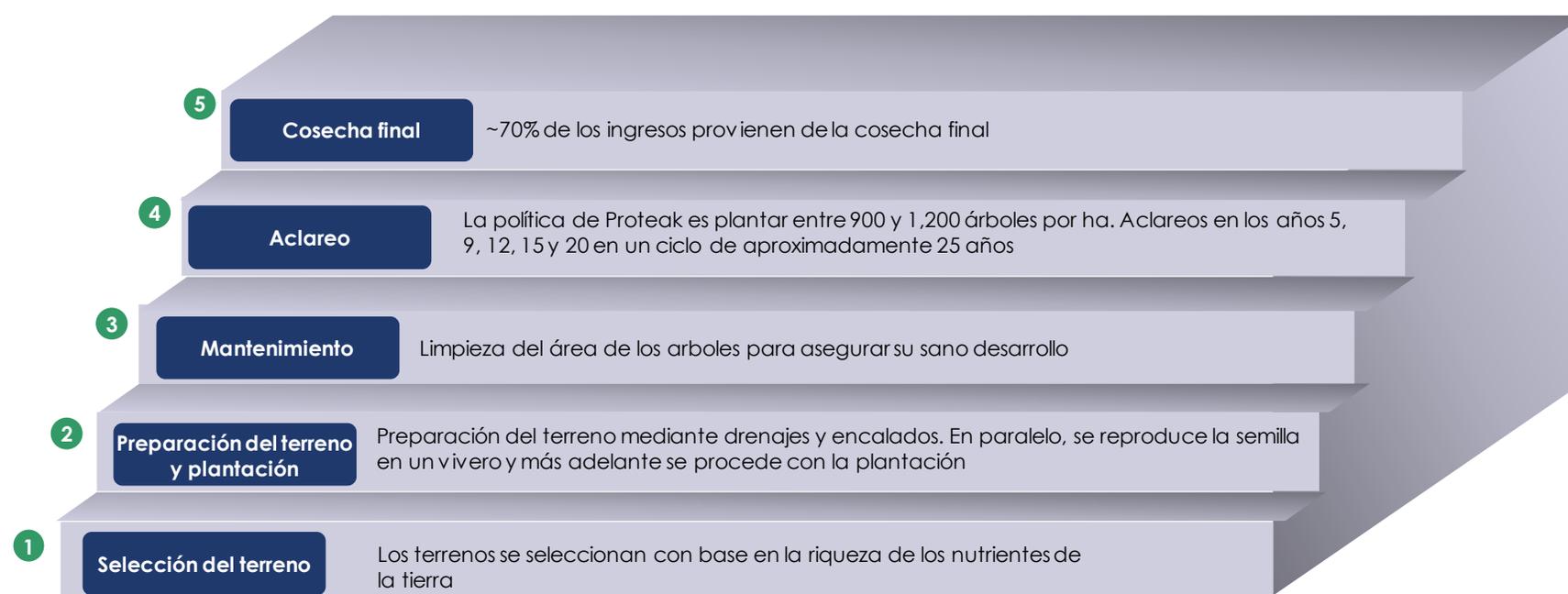
- Recientemente la compañía desarrolló una nueva línea de negocio dedicada a la producción y comercialización de tableros de fibra de densidad media (MDF, por sus siglas en inglés)
 - Para acelerar esta línea de negocio, la compañía adquirió 3,777 hectáreas de Eucalipto (especie de crecimiento acelerado) para comenzar la operación en el 2014
 - Adicionalmente, la compañía renta 4,833 hectáreas en donde crecen los árboles de Eucalipto

Descripción del Negocio

Negocio de teca

Forestal

- La principal actividad forestal de Proteak es la plantación de teca (*tectona grandis*)
- El negocio forestal de teca se compone de cinco fases:



Trading

- Este segmento de negocio se dedica a comercializar la madera en rollo (en mayores volúmenes) principalmente en el mercado del sureste asiático
 - Uno de los objetivos de este segmento es lograr un mayor entendimiento del comportamiento del mercado de la teca a nivel global para explotar nuevas oportunidades de negocio
 - La división de Trading fue creada a finales de 2011 con el fin de comercializar la madera en rollo obtenida en las cosechas finales que se estaban llevando a cabo en Colombia

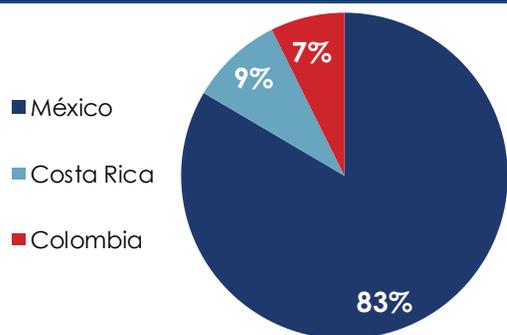
Descripción del Negocio

Presencia y hectáreas de teca por zona geográfica

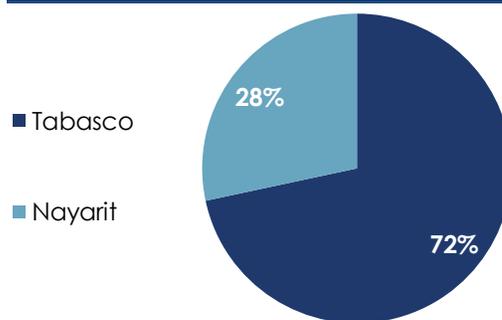
Información privada y confidencial



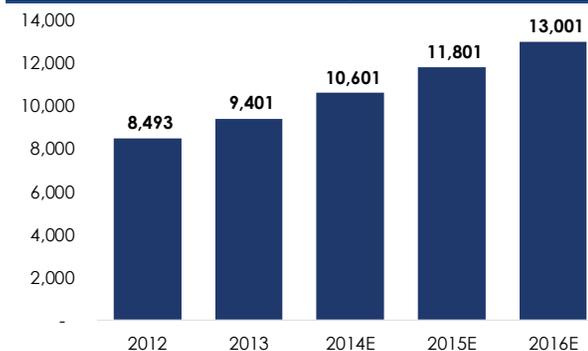
Distribución total de has



Distribución de has en México



Total de has por año



Descripción del Negocio

Negocio de MDF

¿Qué es MDF?

- El MDF es un tablón fabricado a partir de aserrín de madera mezclado con resinas que es compactado con alta presión y calor
- Se utiliza principalmente para fabricar muebles de oficina, cocinas, mostradores, armarios, puertas, marcos y molduras. Al ser ligero, se puede cortar muy fácilmente; tiene una superficie lisa que es ideal para pintar sobre el tablero o para adherir láminas de melamina y chapas de madera
- El tablero estándar en el mercado mexicano tiene una densidad de 650 a 750kg/m³, mide 1.22m de ancho por 2.44m de largo, con un espesor de 12mm a 18mm
- En años recientes, el MDF ha sustituido a la madera natural y a otros tableros como el aglomerado y el contrachapado o triplay
 - La madera natural es cada día más escasa y de menor calidad debido a que no existen árboles con el diámetro requerido para producir una tabla con el tamaño y la dureza necesaria. Además, los costos de producción para muebles de madera natural son significativamente elevados
 - A pesar de que el aglomerado es entre 35% y 40% más barato, presenta una gran desventaja ya que solamente se pueden realizar cortes rectos y la superficie es áspera

MDF



Aglomerado



VS

Descripción del Negocio

Negocio de MDF

Proceso de producción para tableros de MDF



Información privada y confidencial

Descripción del Negocio

Negocio de MDF

¿Por qué Proteak comercializará MDF?

- Aprovechando su plataforma forestal para seguir creciendo en el sector, Proteak adquirió la única plantación privada de eucalipto que existe en México y está instalando una planta para fabricar tableros de MDF con la madera proveniente de estas plantaciones
- 88% del MDF que se consume en México es importado, principalmente de Chile y EE.UU. y como resultado, los costos logísticos representan el 45% del precio pagado por los distribuidores. Actualmente no existen líneas de MDF de proceso continuo en México y el consumo per cápita sigue siendo muy bajo en comparación con la mayoría de los países del mundo. Es por esto que Proteak vio la oportunidad de negocio que se presenta y reestructuró la estrategia de crecimiento de la compañía
 - México tiene el potencial de convertirse en un importante exportador de madera debido a que se beneficia de una gran ubicación geográfica, clima, el crecimiento del mercado interno y los tratados de libre comercio
- Adicionalmente, los tableros que comercializará Proteak cuentan con una lamina de melamina que hace que el precio del tablón crezca ~68%
 - Solamente el 15% de los tableros de MDF que se comercializan en Mexico cuentan con melamina
- El objetivo de Proteak es cubrir 25% de participación de mercado y convertirse en el proveedor único de MDF de bajo costo mediante la sustitución de importaciones

Descripción del Negocio

Etapas de la empresa

Información privada y confidencial

Generación de Escala

- Se establecen procedimientos de operación para fijar el esquema adecuado de costos y gastos
- Se siembran 1,700 has en 23 plantaciones en los estados de Nayarit, Jalisco y Tabasco. 90% de los terrenos son propiedad privada y 10% son ejidos

Análisis de Factibilidad

- Estudio estratégico y financiero en el que se contratan ingenieros y consultores forestales para establecer el tipo de madera que se explotará, calcular la TIR para los inversionistas y establecer el lugar para la plantación piloto

Estabilización de la compañía

- Se crea un nuevo segmento de negocio denominado "Trading" para comercializar la madera en rollo a nivel internacional
- Consolidación de operaciones de transformación



Escalabilidad del proyecto

- Incorporación de pequeños inversionistas para comenzar a plantar entre 150 y 200 has por año
- Se plantan 580 has en el estado de Nayarit y se obtiene la certificación de FSC (Forestry Stewardship Council)

Proyecto MDF

- Adquisición de la plantación de FOMEX, conceptualización y diseño de ingenierías
- Instalación de la planta en el 2014
- Se iniciarán pruebas de producción en el 2015

IPO y crecimiento institucional

- Comienza el proceso de institucionalización de la compañía
- Se abren subsidiarias en Panamá, Costa Rica y Colombia, y una nueva planta en el Estado de México para comenzar a procesar madera
- Se adquieren 119 has de plantaciones maduras en Tabasco (16 años), 950 has en México, 1,450 has en Costa Rica y 890 en Colombia

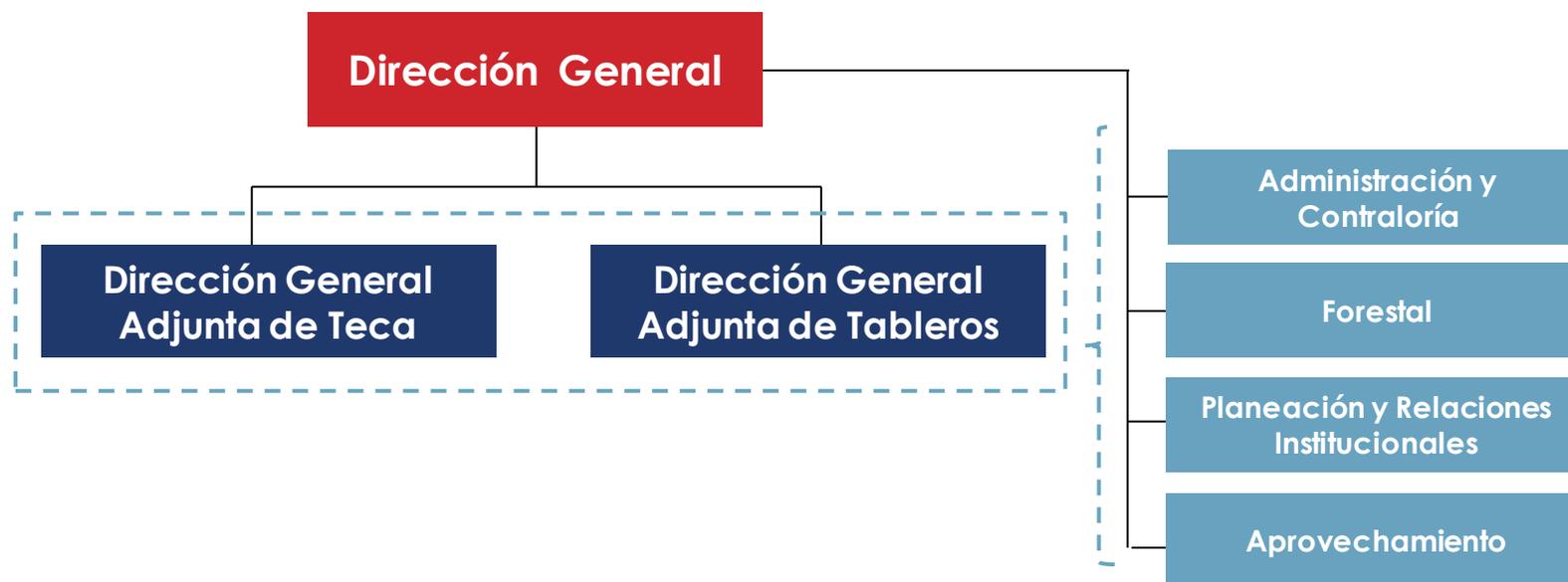
Descripción de la Empresa

Principales funcionarios y estructura corporativa

Principales funcionarios

Nombre	Puesto
Gaston Mauvezin	Director General
Enrique Espinosa	Director General Adjunto de Teca
Omar Nacif	Director General Adjunto de Tableros
Jurgen Stock	Director Forestal
Pendiente	Director de Administración y Finanzas
Ingrid Cerwinka	Directora de Planeación Estratégica y Relaciones Institucionales

Estructura corporativa

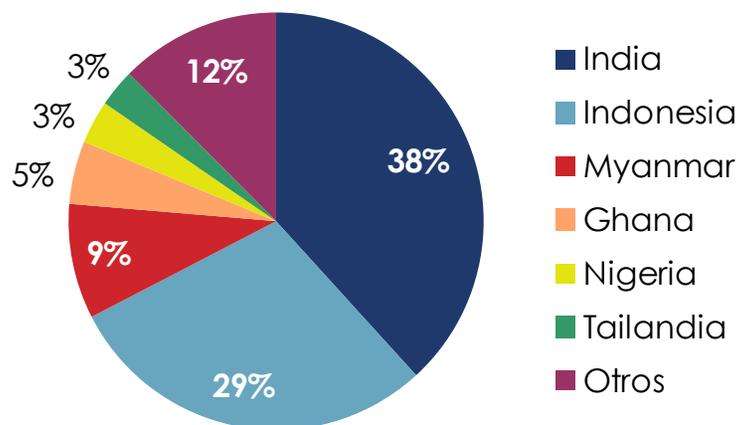


Descripción de la Industria

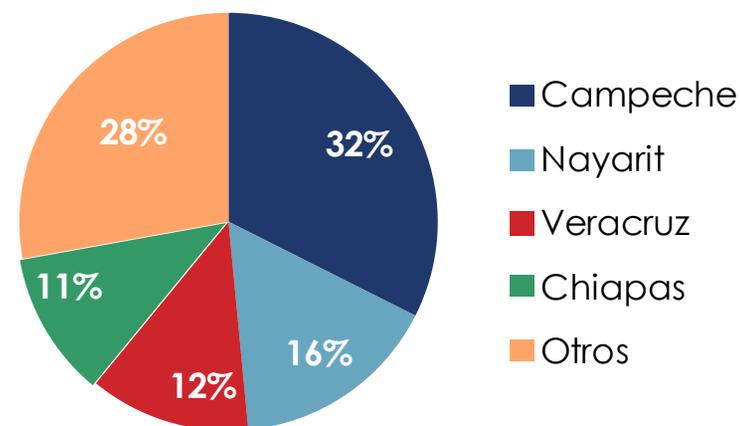
Oferta y demanda de la teca

- La teca representa una pequeña proporción de la producción mundial de madera. El aporte estimado de los troncos de teca en el mercado es inferior al 2%. Sin embargo, la industria de la teca es parte importante del mercado debido a su alto valor
- La teca procedente de bosques nativos no es comercializable tras las prohibiciones vigentes respecto a la tala de árboles de teca natural en Myanmar, India, Laos y Tailandia
- El mercado global de la teca históricamente ha sido regido por las tendencias en el mercado asiático. Asia posee más de 93% de los recursos mundiales, y la India posee el 38% de los bosques de teca plantados en todo el mundo

Porcentaje de áreas plantadas de teca por país



Superficie de teca establecida en México



Fuente: FAO, 2012

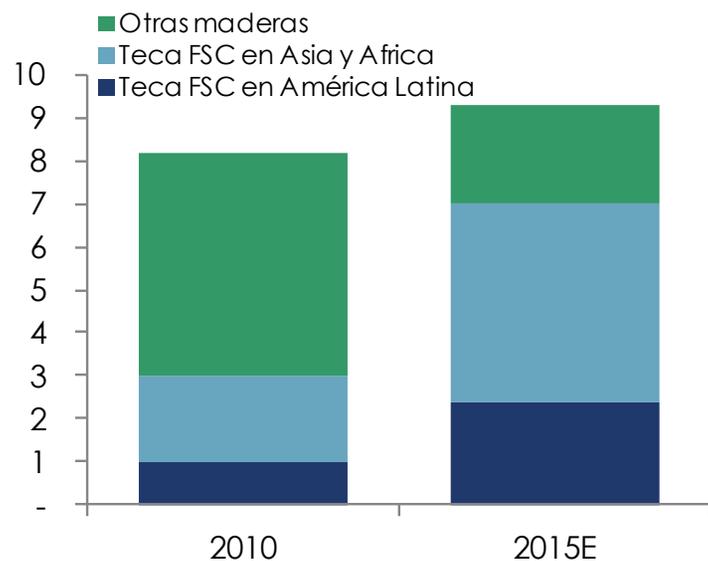
Descripción de la Industria

Oferta y demanda de la teca

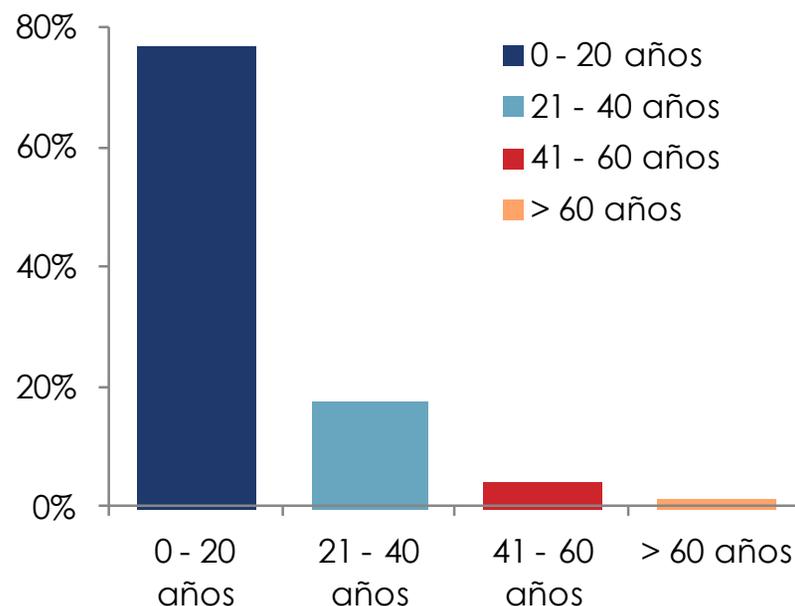
- El 77% de los bosques plantados de teca es menor de 20 años de edad debido al reciente crecimiento de las inversiones en plantaciones comerciales de teca. Se espera que la tendencia de conservar los árboles de teca a una baja edad se mantenga con el fin de mejorar el rendimiento de dichas inversiones
- La producción actual de teca en el mundo está estimada entre los 9-10 millones de m³ de los cuales alrededor de 85% es abastecido por Teca de plantaciones (la mayor parte de ellas sin posibilidades de ser certificadas) y el 15% por explotaciones de bosques naturales

Información privada y confidencial

Demanda de maderas duras en China India y EEUU



Distribución por edad de las plantaciones de teca



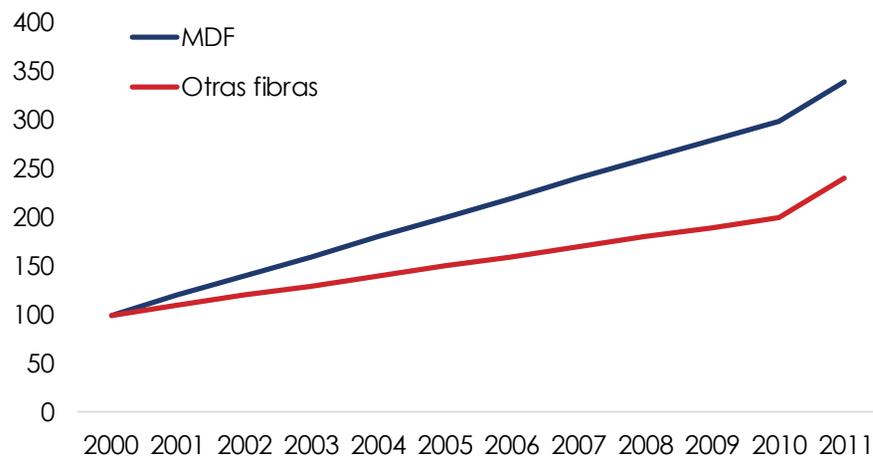
Fuente: FAO, 2012

Descripción de la Industria

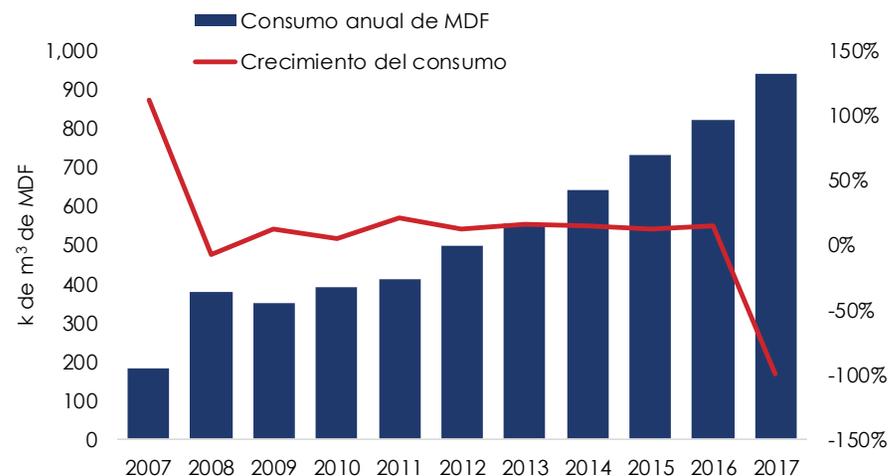
Oferta y demanda de MDF

- El sector forestal en México presenta un déficit comercial enorme donde más del 80% de los productos de madera que se consumen son importados
- El tamaño del mercado mexicano de MDF fue de 490,000 m³/año en 2012 y creció a una tasa promedio anual de 12% entre los años 2000 y 2012. Se espera que esta tendencia continúe durante los próximos años
- La demanda global de MDF se ha incrementado casi 4 veces en los últimos 11 años, mientras que la madera natural y otros tableros sólo han aumentado en 50%. El MDF se ha convertido en el tablero preferido de los carpinteros y fabricantes de muebles

Evolucion del mercado de MDF vs otras fibras



Consumo anual de MDF en México



Fuente: SIAVI y FAO

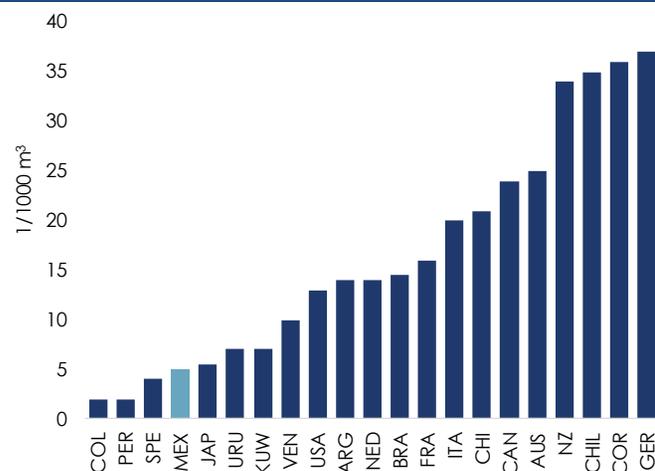
Descripción de la Industria

Oferta y demanda de MDF

- El mercado de MDF en México es aún joven, por lo que el consumo per cápita es relativamente bajo
 - Si utilizamos a Brasil como caso de estudio, su consumo per cápita en 2002 era de 4 m³ cuando en el 2010 después de haber incrementado su capacidad instalada de 1,000k m³/año a 4,500k m³/año, fue de 14 m³. Actualmente, la capacidad instalada en México es de sólo 60k m³/año
- Existen cinco productores de MDF que abastecen la demanda de México
 - Emman: Productor nacional que se encuentra en Jalisco. La madera que utiliza es pino, en su mayoría desechos de otras actividades
 - Macosa: Sólo produce MDF delgado (6mm de espesor) en una planta ubicada en el Estado de México. La madera que se utiliza es leña de pino
 - Flakeboard: Es una empresa americana fabricante de tableros, que tiene instalaciones operativas en Charlotte, Oregon, y Arkansas
 - Arauco: Es parte de un grupo chileno dedicado a cuatro ramas de la industria: forestal, celulosa, madera aserrada y tableros
 - Masisa: Es uno de los mayores productores de tableros de madera de América Latina

Información privada y confidencial

Consumo de MDF per cápita por país (2010)



Fuente: SIAVI, BlueDrop y Proteak

Oferta de MDF por productor (2012)



Descripción de la Industria

Noticias relevantes

Hay un sector que registra un renovado dinamismo. Se trata de la industria maderera, específicamente la de tableros, y dentro de estos, de MDF, producto requerido por la industria mueblera. La demanda actual de MDF alcanza los 500 mil metros cúbicos, y de ellos, el 90 por ciento se cubre con importaciones de Estados Unidos y Sudamérica, principalmente

Reforma, 6 Agosto 2013

De acuerdo con lo expuesto por el Director General de la CONAFOR, Jorge Rescala Pérez, "es un espacio ideal (Exo Forestal 2014) para ventas y negocios en donde los actores del sector forestal en México y los socios internacionales podrán conocer y adquirir tecnología innovadora, maquinaria, equipo y plataformas de conocimiento, para aprovechar las oportunidades que genera el desarrollo del sector forestal que actualmente se impulsa en nuestro país"

El Diario, 8 Agosto 2014

Un proyecto desarrollado por la Escuela de Ingeniería Forestal del Tecnológico de Costa Rica (TEC) pretende lograr aumentar la durabilidad de la madera ante el ataque de insectos y hongos y para ello utilizarán nanopartículas de plata y nanotubos de carbono. De igual manera, reforzarán la madera usando adhesivos de nanotubos y nanoarcilla

DICYT, 4 Julio 2013

México registra un déficit en materia de inversión pública y privada en infraestructura ambiental que es urgente subsanar para enfrentar los retos que plantean el crecimiento del país y el cambio climático, advirtió Rodolfo Lacy, subsecretario de Planeación y Política Ambiental

Grupo Reforma, 13 Abril 2013

La semana pasada el Imco y Reforestamos México dieron a conocer el primer índice de competitividad forestal del país y el primero en su tipo en el mundo. El índice busca cambiar la manera como entendemos la situación de nuestros bosques y la forma en que se invierten los recursos públicos en materia forestal. Por ello, define la competitividad forestal como: La capacidad que tienen los bosques y sus habitantes de atraer y retener inversión y talento mientras generan mayores beneficios económicos, sociales y ambientales en el tiempo.

El Economista, 6 Agosto 2014

La Conafor revisa en Yucatán las bases para crear programas reales que permitan, en cinco años, al menos duplicar la producción actual de madera, a fin de corregir el fracaso de los últimos 14 años en los apoyos a la producción forestal. Ante este panorama, la Semamat revisa las estrategias para impulsar el potencial maderable de Yucatán

Milenio, 18 Junio 2013

En los últimos 30 años, México ha perdido cerca de la tercera parte de los bosques y selvas al no poder convertir este activo natural en uno productivo que permita su conservación. El sector forestal ha sido ignorado, y con ello una vía de combate a la pobreza y al crimen organizado. De acuerdo con Eduardo Arenas, director de Incidencia de Reforestamos México, el manejo sustentable del sector forestal es un elemento sustantivo para el combate a la pobreza; al afrontar este problema la gente no tendría que migrar a las ciudades ni a Estados Unidos en la búsqueda de una mejor calidad de vida.

El Economista, 31 Julio 2014

El sector forestal contribuye al PIB (Producto Interno Bruto) con cinco mil millones de dólares anuales (0.81 por ciento del PIB mexicano). "Esto, supone una grave tendencia a la baja, ya que en 1998 era de 1.2 por ciento", principalmente por los efectos de la deforestación, pero también por el crimen organizado. El crimen organizado es un problema que afecta a los bosques mexicanos, con actividades que incluyen aserraderos ilegales, compras ilícitas, robo y extorsión

El Sol de México, 4 de Julio 2013

III. Tesis de Inversión

Tesis de Inversión

Méritos y riesgos

Méritos

Diversificación de fuentes de ingreso

- A través de los años, Proteak ha desarrollado un modelo de negocio verticalmente integrado que se fundamenta en los siguientes puntos:
 - Proteak ha asegurado los recursos financieros que garantizan la viabilidad del modelo de negocio a través de préstamos, subsidios y flujos de efectivo positivos generados por las plantaciones maduras de teca adquiridas recientemente
 - Diversificación del inventario en términos de valor económico
 - A través del área de Trading se ha logrado comercializar la teca en rollo sin la necesidad de negociar con intermediarios, así como tener un mayor entendimiento del mercado de teca
- Recientemente Proteak tomó la decisión de abrir una línea de negocio que producirá tableros de MDF
 - Con esta estrategia la compañía deversificará sus ingresos aun más, mitigando el riesgo de depender solamente de la demanda de la teca
 - En noviembre de 2013 comenzó la ingeniería de la planta de alta tecnología por el proveedor Dieffenbacher (compañía alemana de alta especialidad), con una capacidad de 280,000 m³ al año

Tesis de Inversión

Méritos y riesgos

Información privada y confidencial

<p>Adquisición de activos biológicos maduros</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Proteak adquirió oportunamente activos biológicos en Costa Rica de la empresa holandesa Eco Direct Nederland B.V. que en su momento se encontraba en proceso de concurso mercantil <ul style="list-style-type: none"> — Se adquirieron 2,862 has por USD 16.5 mm, de la cuales 240 eran de teca madura (valor estratégico) y el resto son terrenos para venta ■ Se adquirieron 940 has de teca en Colombia de las cuales 560 son has listas para la cosecha final ■ En septiembre de 2013, Proteak concluyó la adquisición de Fomex, la empresa forestal privada más grande de México <ul style="list-style-type: none"> — Se adquirieron ~8,600 has de eucalipto, junto con la tecnología, investigación y todos los componentes que se derivan para abastecer la materia prima para la nueva línea de negocio de MDF
<p>Competencia limitada</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Existe un sólo competidor de escala en México (Agropecuaria Santa Genoveva) y dado que el mercado de teca es uno global, estas dos empresas no representan competencia significativa ■ Debido a que no hay suficiente suministro de madera disponible actualmente en México, la compañía podría ser el único productor nacional durante los próximos 5-10 años con fuentes de madera locales, obteniendo los menores costos y así, los mayores márgenes
<p>Operación</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ La curva de aprendizaje en cuanto a plantaciones forestales ha incrementado significativamente en los últimos años <ul style="list-style-type: none"> — Mayor conocimiento al elegir la tierra y el precio que se está dispuesto a pagar, lo cual se traduce en plantaciones de mejor calidad y con mayor rentabilidad
<p>Presencia Geográfica</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ Proteak cuenta con plantaciones en México, Costa Rica y Colombia para diversificar algunos riesgos y tener diversos puntos de distribución ■ La compañía cuenta con sus propias oficinas de ventas en México y con oficinas bajo el esquema de outsourcing en China, India y Colombia para atender a diferentes mercados donde se encuentra la demanda de teca

Tesis de Inversión

Méritos y riesgos

Consejo de administración y directores

Certificaciones

- Ocho de los nueve miembros del consejo de administración son independientes y en su mayoría son empresarios de renombre o ejecutivos de alto nivel
- Los funcionarios que encabezan la operación de Proteak cuentan con experiencia y una trayectoria de éxito en negocios de diversas industrias
- Proteak cuenta con la certificación de Manejo Forestal y Cadena de Custodia por parte de FSC (Forest Stewardship Council) debido a las sanas prácticas forestales que maneja
 - Tener dicha certificación le permite tener mayor credibilidad a la compañía frente al mercado

Tesis de Inversión

Méritos y riesgos

Información privada y confidencial

Riesgos	
Ilíquidez de activos	<ul style="list-style-type: none"> ■ Dada la naturaleza del negocio forestal, los activos biológicos de Proteak contemplan un horizonte de largo plazo por lo que en su mayoría carecen de liquidez al día de hoy ■ Por otra parte la acción ha tenido poco movimiento (ADTV de los últimos 3 meses 20,476) ■ Creemos que en un futuro cercano el volumen negociado de acciones crecerá debido a que ahora la empresa se encuentra en una fase de expansión y a partir del 2015 recibirá flujos positivos (producto de la cosecha de las plantaciones maduras y del inicio de operaciones del negocio de MDF)
Marco regulatorio	<ul style="list-style-type: none"> ■ Proteak está sujeto a estrictas regulaciones ambientales tanto en territorio nacional como en el extranjero debido al incremento de talas ilegales <ul style="list-style-type: none"> — Proteak cuenta con las especificaciones necesarias para mitigar este riesgo ■ Cambios en la regulación ambiental en los países donde Proteak tiene operaciones podrían afectar de manera negativa a la operación del negocio
Condiciones macroeconómicas	<ul style="list-style-type: none"> ■ La mayor parte de las ventas de Proteak son en el extranjero por lo que están sujetas a la apreciación o depreciación del MXN <ul style="list-style-type: none"> — Actualmente los principales mercados para la teca en rollo son China e India
Ritmo de crecimiento con adquisiciones	<ul style="list-style-type: none"> ■ A la fecha, el crecimiento de Proteak ha sido en parte impulsado por adquisiciones de activos biológicos, que a su vez depende de los términos y condiciones de estos. En caso de que en el futuro no se obtuvieran los términos esperados podría afectar el paso de crecimiento de la empresa <ul style="list-style-type: none"> — Proteak ha adquirido el ~95% de las plantaciones maduras contempladas en el prospecto de colocación de los CPOs
MDF como nuevo negocio	<ul style="list-style-type: none"> ■ La tesis del negocio está por demostrarse. Podría haber un periodo de aprendizaje por cruzar ■ La construcción de la planta podría no llevarse a cabo de acuerdo a lo planeado <ul style="list-style-type: none"> — Se espera que la planta se termine de construir en el segundo semestre de 2015. A junio de 2014, la construcción va dentro de tiempos, con el 80% del presupuesto ejercido ■ Aunque hay una clara demanda por MDF nacional para sustituir importaciones, el precio local podría diferir a las expectativas

Tesis de Inversión

Méritos y riesgos

Información privada y confidencial

Incertidumbre de precios

- La Organización Internacional de las Maderas Tropicales (ITTO) publica de manera mensual los precios de teca con base al esquema de calificación de Myanmar. Sin embargo, dicha información se basa en pocas transacciones y en teca que proviene únicamente de Myanmar, por lo que es complicado determinar el comportamiento de los precios de teca a futuro
- Sin embargo, consideramos que los precios aumentarán constantemente debido a la poca oferta de teca que hay en el mercado

- La producción actual de teca en el mundo está estimada entre los 9-10 mm de m³ de los cuales ~85% es abastecido por teca de plantaciones (la mayor parte de ellas sin posibilidades de ser certificadas) y ~15% por explotaciones de bosques naturales

- Como cualquier otro activo forestal, los activos biológicos de Proteak están sujetos a plagas
 - Sin embargo, las plantaciones de Proteak se encuentran en diferentes propiedades y las de mayor tamaño se encuentran intercaladas con vegetación nativa para evitar que se expandan en caso de ser afectadas

- Las regiones en donde se encuentran las plantaciones de Proteak (zonas de clima tropical cercanas al mar) se encuentran expuestas a fenómenos meteorológicos como huracanes y tormentas que pueden afectar a los árboles

- Fuertes lluvias ayudan al crecimiento pero requieren de mantenimiento no planeado y una preparación exhaustiva de los terrenos (mayor frecuencia)

- Existe el riesgo de que las plantaciones sufran incendios. Sin embargo para mitigar este riesgo Proteak tomó algunas medidas preventivas como:

- Hacer caminos para dividir las plantaciones y realizar una limpieza constante a las plantaciones jóvenes (en donde se encuentra el mayor riesgo debido a la falta de sombra) para eliminar el material combustible

- Todos estos riesgos se ven mitigados debido a que la teca es una especie resistente a plagas e incendios

Fenómenos meteorológicos, plagas e incendios

IV. Determinación de Precios de Teca

Determinación de los Precios de la Teca

Introducción

- Los precios de la teca están estrechamente relacionados con la calidad de la madera y ésta a su vez se determina por la dimensión, la redondez, la rectitud, la regularidad de los anillos de crecimiento, el número de nudos, el color, la textura y la sanidad del corte de la primera troza
 - En general la teca de los bosques nativos posee muchas de estas cualidades por lo que se vende a precios altos
 - Las dimensiones de los troncos de plantaciones comerciales son típicamente más pequeñas y éstos difícilmente alcanzan las propiedades y los precios de troncos producidos en bosques nativos
- A pesar de que no se ha establecido un sistema internacional para determinar la calidad de la madera de teca proveniente de plantaciones comerciales, existe un sistema de calificación para teca natural que nos ayuda a establecer un parámetro para ubicar la calidad de la teca producida por la compañía

Sistema de calificación de la calidad de teca en Myanmar

AY Teca Almirante (Especial)

- Mínimo 4.88 m de longitud y 60 cm de diámetro. Los troncos presentan cero defectos

Primera Calidad (4 Estrellas)

Segunda Calidad (3 Estrellas)

Tercera Calidad (2 Estrellas)

Cuarta Calidad (1 Estrella)

- Mínimo 2.44 m de longitud y 50 cm de diámetro. La diferencia entre las calificaciones es de carácter cualitativo y varía según el número de defectos en el tronco

Grado de Corte – 1 y 2

- Mínimo 2.44 m de longitud y 49 cm de diámetro

Grado de Corte - 3

- Mínimo 2.44 m de longitud y 39 cm de diámetro

Grado de Corte – 4 a 6

- Mínimo 2.44 m de longitud y 49 cm de diámetro

Grado de Corte – 7 y 8

- Las medidas son variables y los troncos presentan defectos significativos

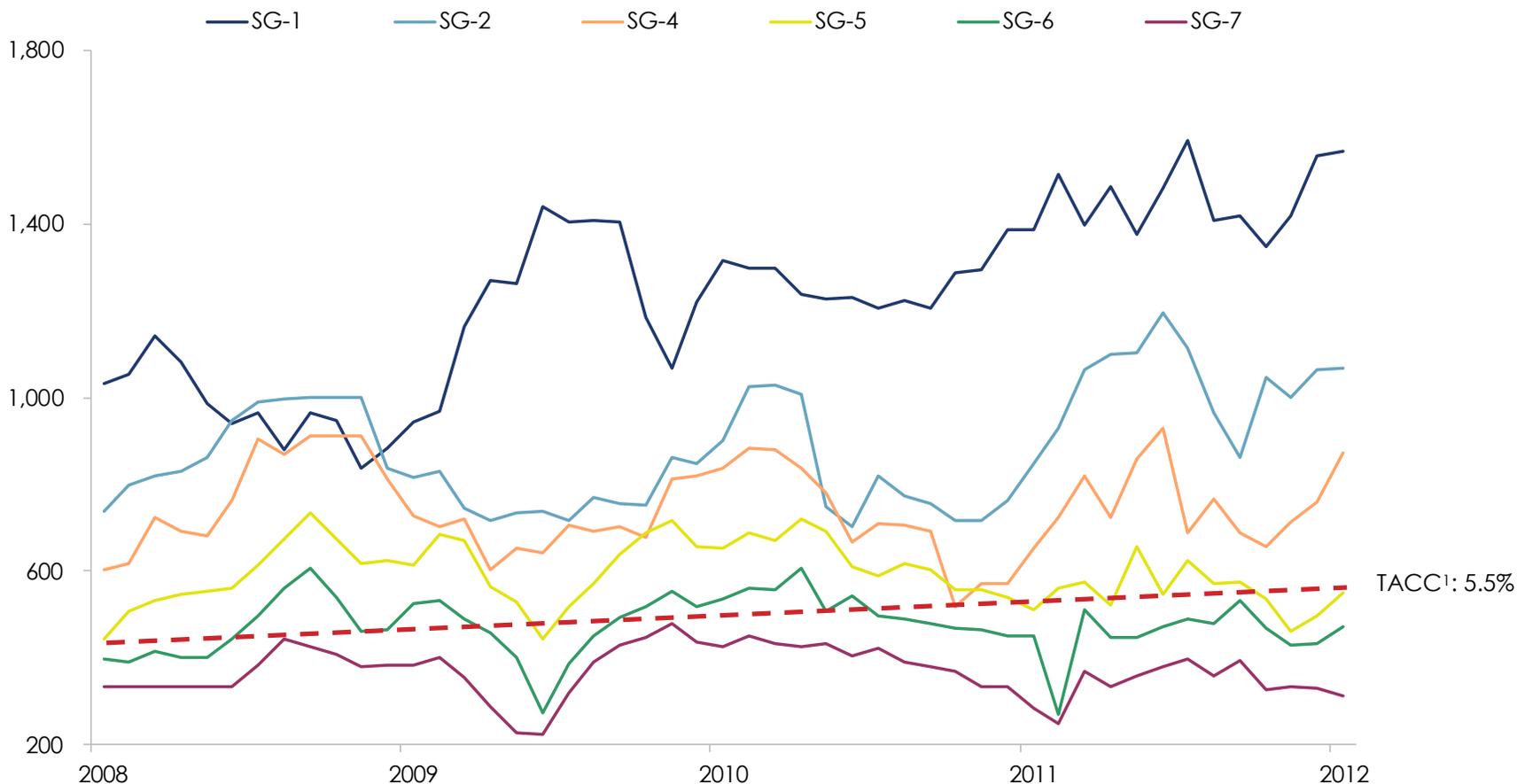
Determinación de los Precios de la Teca

Precios reportados por ITTO

ITTO vuelve a publicar precios de teca

- En marzo de 2013 la Organización Internacional de las Maderas Tropicales (ITTO) publicó de nuevo los precios de teca con base al esquema de calificación de Myanmar
- La información recopilada por ITTO se basa en pocas transacciones y en teca que proviene únicamente de Myanmar. Por lo tanto, únicamente utilizamos dicha información como referencia para la tasa de crecimiento de los precios utilizados en nuestras proyecciones

Información privada y confidencial



Precios FOB en USD / m³

¹ Promedio de SG-5 y SG-6 de los últimos cuatro años

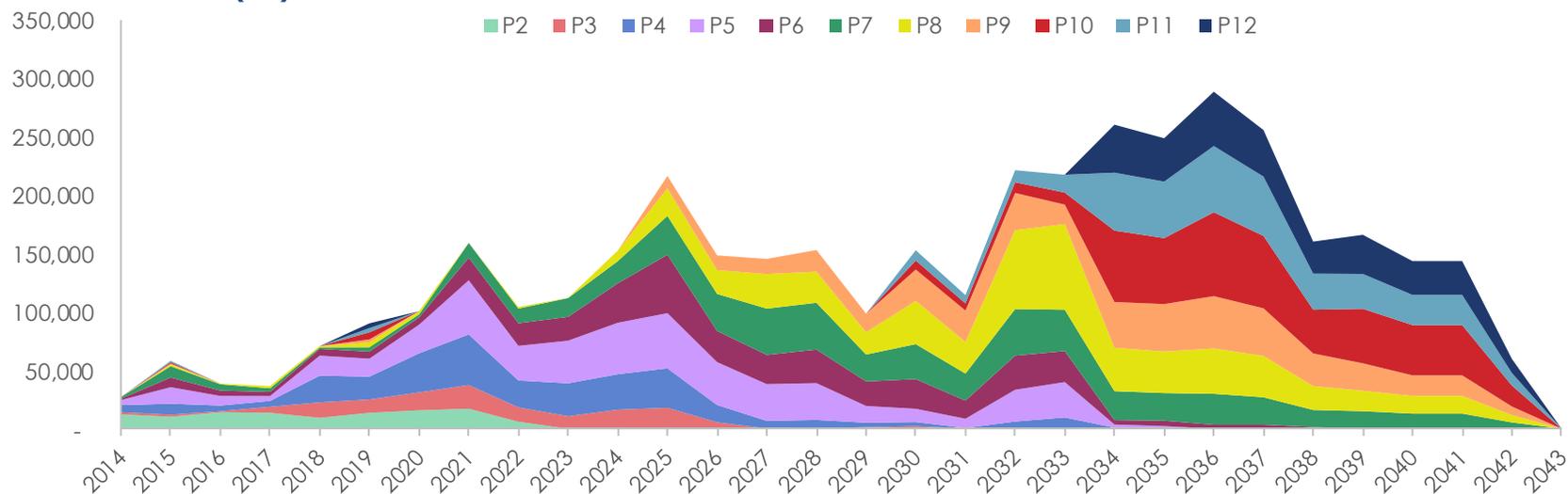
V. Resumen de Valuación

Introducción

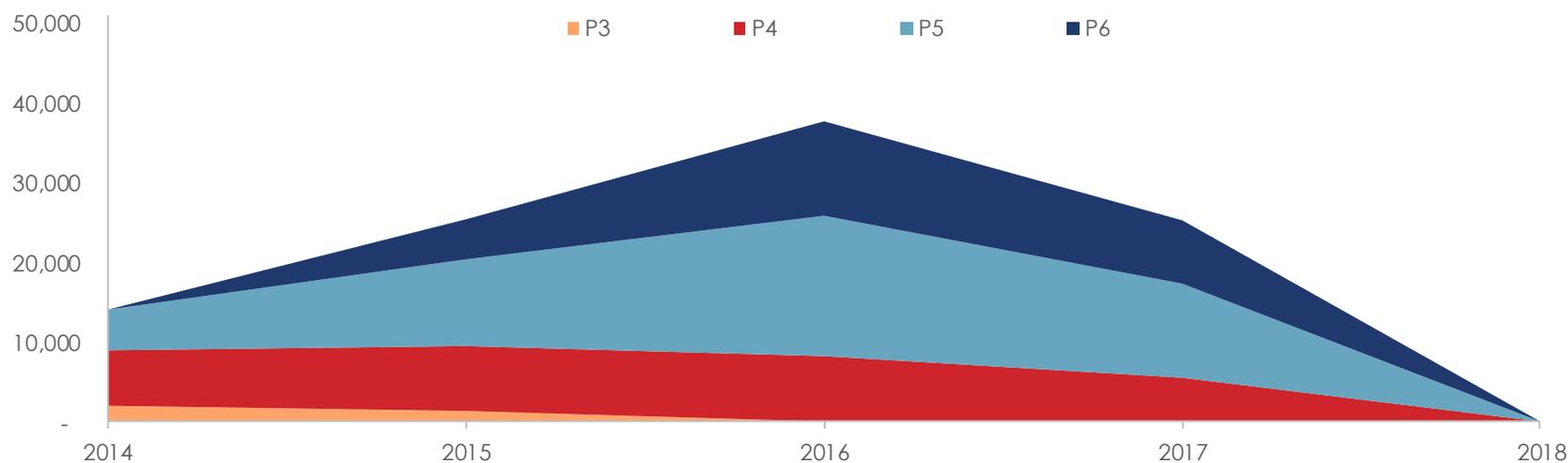
- Hemos realizado el ejercicio de valuación conforme a metodologías estándar y la aplicación de criterio con base en la naturaleza del activo
- Se realizó una valuación de suma de las partes calculando los flujos libres de efectivo apalancados de cada línea de negocio
 - Para fines de este ejercicio tomamos el negocio de Teca como un proyecto finito. A su vez, utilizamos una proyección a 10 años y asumimos un crecimiento a perpetuidad de 3.0% para el negocio de MDF
 - Se aplicó una tasa de descuento diferente para cada línea de negocio tomando en cuenta los riesgos de cada una
- Si bien es probable que el negocio de Teca continúe su actividad más allá del periodo proyectado (2043):
 - No es posible proyectar el plan de crecimiento más allá del que ya es conocido y ha sido publicado por la empresa
 - Tendríamos que ajustar el plan de inversión de los años modelados, sin que exista base o información suficiente para hacerlo
 - Se asignó un valor terminal a las tierras una vez que se realiza la cosecha final de cada una de las plantaciones
- Cabe destacar que se modelaron los flujos proyectados y el costo de capital ponderado de la empresa en USD, la moneda a la que obedece el mercado global de teca
 - Una vez descontados y desapalancados, los flujos son convertidos a MXN
 - Hemos expresado el rango de valuación con base en una sensibilización de +/- 0.3% en las tasas de descuento
- En conclusión vemos potencial de apreciación para la acción que se podría detonar por una mayor actividad bursátil y mayor entendimiento de los detonantes de valor para la empresa
 - Atribuimos – al menos parcialmente – la baja liquidez a que ~80% del valor del negocio de teca (a valor presente) se encuentra cargado en los años 2025 y posteriores

Proyecciones de Volumen de Producción

Volumen de Teca (m³)



Volumen de Acacia (m³)



Nota: Los volúmenes forestales corresponden a estimaciones de la empresa conforme a su metodología de proyección de crecimiento futuro

Consideraciones sobre Tipo de Cambio y Costo de Capital

- En virtud de que el mercado de la teca está dictado por compradores y vendedores internacionales, la moneda base de cotización es el USD
- Estimamos una tasa de descuento distinta para cada línea de negocio considerando los siguientes puntos:
 - Utilizamos la beta desapalancada de comparables públicos globales y la re-apalancamos a la estructura de capital de Proteak
 - El ciclo de negocio de teca es de ~25 años y el MDF de ~5-7 años por lo que el último representa un riesgo menor
 - Realizamos ajustes de prima por iliquidez y riesgo país
 - Ajustamos el valor de capitalización de cada negocio considerando el monto de capital invertido en cada uno

WACC Teca

Capital	
Costo de capital	16.1%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	8.6%
Tasa efectiva de impuestos	23.0%
Costo de la deuda	6.6%
Capitalización de mercado	142
Deuda fondeada total	17
WACC	15.1%

WACC MDF

Capital	
Costo de capital	16.6%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	3.7%
Tasa efectiva de impuestos	27.0%
Costo de la deuda	2.7%
Capitalización de mercado	70
Deuda fondeada total	87
WACC	8.9%

Nota: valor de capitalización expresado en millones de USD

Flujos de Efectivo Descontados (Teca)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Teca													
Utilidad de operación	(3,015)	11,164	2,148	1,632	14,562	32,950	28,149	56,010	40,326	49,253	80,017	138,357	102,774
Impuestos sobre utilidad	-	(2,135)	(105)	(26)	(3,056)	(7,351)	(6,289)	(12,770)	(9,227)	(11,328)	(18,404)	(31,822)	(23,638)
Depreciación y amortización	261	265	270	275	269	256	243	231	219	208	198	188	179
Cambios en capital de trabajo	(3,778)	1,093	2,706	948	(1,467)	(3,208)	717	(4,852)	2,570	(1,590)	(5,347)	(10,040)	6,101
Inversión en activos	(30,899)	(10,277)	(8,982)	(11,328)	(8,256)	(7,811)	(8,114)	943	714	39	55	-	-
EBITDA	(2,754)	11,430	2,418	1,907	14,831	33,206	28,392	56,241	40,545	49,461	80,214	138,545	102,952
Flujos libres de efectivo	(37,430)	110	(3,964)	(8,499)	2,053	14,836	14,705	39,561	34,602	36,582	56,518	96,683	85,415
Flujos descontados	(36,139)	96	(2,992)	(5,575)	1,170	7,348	6,329	14,797	11,246	10,332	13,871	20,620	15,830

2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E
119,550	131,856	89,142	171,763	138,565	280,236	288,299	500,935	503,505	629,482	585,781	384,673	430,513	391,927	414,278	172,887	(16,591)
(27,496)	(30,327)	(20,503)	(39,506)	(31,870)	(64,454)	(66,309)	(115,215)	(115,806)	(144,781)	(134,730)	(88,475)	(99,018)	(90,143)	(95,284)	(39,764)	-
170	161	153	145	138	131	125	118	113	107	102	96	92	87	83	79	75
(2,910)	(2,172)	7,267	(14,125)	5,612	(24,309)	(1,461)	(35,856)	(522)	(21,426)	7,359	34,099	(7,829)	6,487	(3,851)	40,900	32,100
2,510	-	998	584	378	996	1,177	5,818	6,169	10,192	8,098	12,522	18,957	16,721	20,900	21,945	13,008
119,720	132,017	89,295	171,908	138,703	280,367	288,424	501,054	503,617	629,589	585,882	384,769	430,605	392,014	414,360	172,966	(16,516)
91,823	99,518	77,057	118,862	112,823	192,600	221,832	355,801	393,458	473,574	466,610	342,915	342,715	325,079	336,125	196,046	28,592
14,788	13,927	9,371	12,561	10,361	15,370	15,383	21,440	20,603	21,549	18,450	11,783	10,233	8,435	7,579	3,841	487

Información privada y confidencial

Flujos de Efectivo Descontados (MDF)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
MDF										
Utilidad de operación	(14,527)	(26,874)	38,865	39,125	40,087	43,272	42,872	44,198	45,601	47,091
Impuestos sobre utilidad	-	-	(9,539)	(9,716)	(10,081)	(11,047)	(11,045)	(11,509)	(11,994)	(12,503)
Depreciación y amortización	1,852	8,794	12,215	12,051	11,810	11,574	11,343	11,199	10,975	10,755
Cambios en capital de trabajo	640	(593)	(13,458)	(390)	(396)	(523)	(46)	(462)	(474)	(495)
Inversión en activos	(66,898)	(43,008)	(10,575)	(9,641)	(9,448)	(9,259)	(9,902)	(8,959)	(8,780)	(8,604)
EBITDA	(12,676)	(18,080)	51,080	51,177	51,897	54,846	54,215	55,397	56,576	57,846
Flujos libres de efectivo	(78,934)	(61,681)	17,507	31,430	31,972	34,017	33,221	34,467	35,328	36,245
Flujos descontados	(77,270)	(56,630)	14,761	24,335	22,733	22,212	19,921	18,980	17,865	16,832
Valor terminal - crecimiento a perpetuidad										294,204

Flujos de Efectivo Descontados

USD 000s

Valor empresa	591,040
Deuda	103,712
Efectivo	21,084
Deuda neta	82,629
Valor del capital	508,412

	USD	MXN
Precio implícito del CPO	2.10	27.25

Tabla de sensibilidad

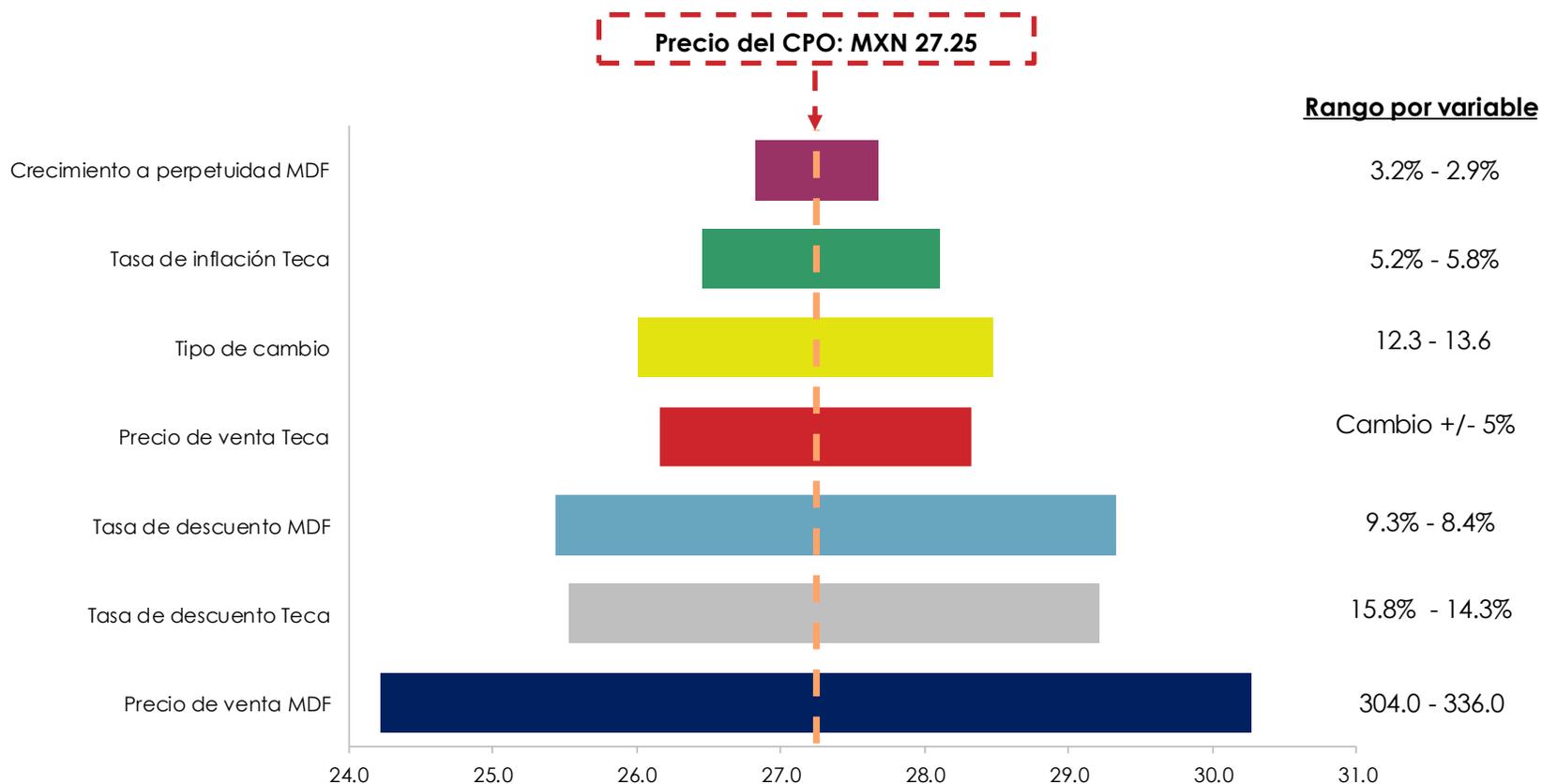
		Tasa de descuento (MDF)						
		8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%
Tasa de descuento (teca)	14.2%	34.25	32.53	30.99	29.61	28.37	27.24	26.21
	14.5%	33.42	31.70	30.16	28.78	27.54	26.41	25.38
	14.8%	32.63	30.91	29.37	27.99	26.75	25.62	24.59
	15.1%	31.89	30.16	28.63	27.25	26.00	24.87	23.85
	15.4%	31.18	29.45	27.92	26.54	25.29	24.17	23.14
	15.7%	30.50	28.78	27.24	25.86	24.62	23.49	22.47
	16.0%	29.86	28.14	26.60	25.22	23.98	22.85	21.83

Sensibilidad a Variables Clave

MXN

- Con el fin de detectar qué variables impactan de manera más significativa la valuación, sensibilizamos las principales variables en **5.0%**

Información privada y confidencial



VI. Estados Financieros Segmentados

Estado de Resultados Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos forestales	6,765	22,436	13,570	12,265	24,959	44,259	40,087	69,994	53,730	63,390	96,094	157,266	119,497
Otros ingresos	760	1,027	1,051	1,075	1,145	703	719	735	-	-	-	-	-
Costo de extracción teca	915	2,007	1,708	1,463	2,093	2,709	3,225	5,094	3,506	3,886	5,565	8,124	5,569
Costos forestales teca	4,648	5,146	5,443	4,742	3,768	3,445	3,392	3,394	3,470	3,616	3,663	3,712	3,850
Utilidad bruta	1,962	16,310	7,469	7,135	20,242	38,807	34,188	62,240	46,754	55,888	86,866	145,430	110,078
Gastos de administración y ventas	4,976	5,146	5,321	5,503	5,680	5,856	6,039	6,230	6,428	6,635	6,849	7,072	7,304
Utilidad de operación	(3,015)	11,164	2,148	1,632	14,562	32,950	28,149	56,010	40,326	49,253	80,017	138,357	102,774
EBITDA	(2,754)	11,430	2,418	1,907	14,831	33,206	28,392	56,241	40,545	49,461	80,214	138,545	102,952
Resultado integral de financiamiento	(1,797)	(1,880)	(1,690)	(1,519)	(1,277)	(989)	(805)	(488)	(210)	(0)	(0)	(0)	(0)
Utilidad antes de impuestos	(4,812)	9,284	458	113	13,285	31,962	27,343	55,522	40,116	49,253	80,017	138,357	102,774
Impuestos a la utilidad	-	(2,135)	(105)	(26)	(3,056)	(7,351)	(6,289)	(12,770)	(9,227)	(11,328)	(18,404)	(31,822)	(23,638)
Utilidad neta	(4,812)	7,149	352	87	10,229	24,610	21,054	42,752	30,889	37,925	61,613	106,535	79,136

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
	136,978	150,023	105,543	191,013	156,730	304,019	312,599	528,184	531,003	659,855	615,049	409,112	455,976	416,627	439,542	193,215	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,878	6,271	4,201	6,746	5,235	10,514	10,698	13,196	13,068	15,659	14,364	9,314	9,989	8,936	9,249	3,989	-
	4,005	4,103	4,148	4,182	4,330	4,379	4,411	4,551	4,607	4,556	4,399	4,262	4,238	4,143	3,995	3,906	3,729
	127,094	139,649	97,195	180,085	147,166	289,126	297,489	510,437	513,328	639,640	596,285	395,536	441,749	403,548	426,298	185,321	(3,729)
	7,544	7,794	8,053	8,322	8,601	8,890	9,190	9,501	9,824	10,158	10,504	10,863	11,235	11,621	12,020	12,434	12,862
	119,550	131,856	89,142	171,763	138,565	280,236	288,299	500,935	503,505	629,482	585,781	384,673	430,513	391,927	414,278	172,887	(16,591)
	119,720	132,017	89,295	171,908	138,703	280,367	288,424	501,054	503,617	629,589	585,882	384,769	430,605	392,014	414,360	172,966	(16,516)
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
	119,550	131,856	89,142	171,763	138,565	280,236	288,299	500,935	503,505	629,482	585,781	384,673	430,513	391,927	414,278	172,887	(16,591)
	(27,496)	(30,327)	(20,503)	(39,506)	(31,870)	(64,454)	(66,309)	(115,215)	(115,806)	(144,781)	(134,730)	(88,475)	(99,018)	(90,143)	(95,284)	(39,764)	-
	92,053	101,529	68,639	132,258	106,695	215,782	221,990	385,720	387,699	484,701	451,051	296,198	331,495	301,784	318,994	133,123	(16,591)

Información privada y confidencial

Balance General Proyectado (Teca)

USD 000s

Balance general	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Activo													
Efectivo	-	-	-	-	-	-	-	33,407	63,420	96,906	153,370	250,053	337,978
Cuentas por cobrar	6,991	6,045	3,519	2,673	4,160	7,376	6,681	11,666	8,955	10,565	16,016	26,211	19,916
Inventarios	2,285	1,072	873	585	488	513	551	707	581	625	769	986	785
Activos biológicos	61,616	67,317	73,927	78,203	82,576	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049
Activo fijo neto	57,663	60,679	65,127	68,832	72,001	75,386	74,201	73,256	72,998	72,735	72,537	72,350	69,661
Otros activos	7,308	5,481	3,654	1,827	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo total	135,863	140,594	147,100	152,120	159,225	170,325	168,482	206,085	233,003	267,881	329,741	436,649	515,389
Pasivo													
Línea de crédito revolvente	19,792	17,497	25,726	32,649	32,346	22,045	1,297	-	-	-	-	-	-
Proveedores	2,357	1,291	1,270	1,085	1,009	1,042	1,102	1,390	1,123	1,187	1,434	1,807	1,412
Otros pasivos	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396
Créditos LP	22,069	23,012	20,957	19,152	16,408	13,165	10,956	6,815	3,111	0	0	0	0
Pasivo total	53,614	51,196	57,350	62,282	59,159	45,648	22,751	17,601	13,630	10,583	10,830	11,203	10,808
Capital													
Capital social	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771
Primas en acciones	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710
Resultado acumulado	1,768	8,917	9,269	9,356	19,585	44,196	65,250	108,002	138,892	176,816	238,429	344,964	424,100
Capital total	82,249	89,398	89,750	89,837	100,067	124,677	145,732	188,484	219,373	257,298	318,911	425,446	504,581
Pasivo y capital total	135,863	140,594	147,100	152,120	159,225	170,325	168,482	206,085	233,003	267,881	329,741	436,649	515,389

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
	427,291	527,807	604,450	723,106	836,547	1,029,328	1,255,801	1,611,952	2,009,432	2,480,913	2,951,947	3,301,297	3,641,776	3,971,034	4,308,204	4,495,313	4,516,588
	22,830	25,004	17,591	31,835	26,122	50,670	52,100	88,031	88,501	109,976	102,508	68,185	75,996	69,438	73,257	32,203	-
	824	864	696	911	797	1,241	1,259	1,479	1,473	1,685	1,564	1,131	1,186	1,090	1,104	658	311
	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049	87,049
	69,491	68,332	67,595	67,072	65,938	64,629	58,686	52,399	42,095	33,890	21,267	2,213	(14,599)	(35,587)	(57,615)	(70,701)	(76,466)
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	607,485	709,057	777,381	909,973	1,016,452	1,232,917	1,454,895	1,840,910	2,228,550	2,713,512	3,164,334	3,459,876	3,791,407	4,093,024	4,412,000	4,544,522	4,527,481
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	1,454	1,497	1,181	1,516	1,300	1,984	1,970	2,265	2,207	2,468	2,238	1,582	1,618	1,451	1,433	832	383
	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396	9,396
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	10,850	10,893	10,578	10,912	10,697	11,380	11,367	11,661	11,603	11,864	11,635	10,978	11,015	10,848	10,829	10,228	9,779
	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771	35,771
	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710	44,710
	516,154	617,682	686,322	818,579	925,274	1,141,056	1,363,047	1,748,767	2,136,466	2,621,167	3,072,218	3,368,416	3,699,912	4,001,695	4,320,689	4,453,812	4,437,221
	596,635	698,164	766,803	899,061	1,005,756	1,221,537	1,443,528	1,829,248	2,216,947	2,701,648	3,152,699	3,448,897	3,780,393	4,082,177	4,401,170	4,534,293	4,517,702
	607,485	709,057	777,381	909,973	1,016,452	1,232,917	1,454,895	1,840,910	2,228,550	2,713,512	3,164,334	3,459,876	3,791,407	4,093,024	4,412,000	4,544,522	4,527,481

Información privada y confidencial

Flujo de Efectivo Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad operativa	11,164	2,148	1,632	14,562	32,950	28,149	56,010	40,326	49,253	80,017	138,357	102,774
Resultado integral de financiamiento	(1,880)	(1,690)	(1,519)	(1,277)	(989)	(805)	(488)	(210)	(0)	(0)	(0)	(0)
Impuestos pagados	(2,135)	(105)	(26)	(3,056)	(7,351)	(6,289)	(12,770)	(9,227)	(11,328)	(18,404)	(31,822)	(23,638)
Depreciación y amortización	265	270	275	269	256	243	231	219	208	198	188	179
Otros activos	1,827	1,827	1,827	1,827	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambios en capital de trabajo	1,093	2,706	948	(1,467)	(3,208)	717	(4,852)	2,570	(1,590)	(5,347)	(10,040)	6,101
Flujos de operación	10,334	5,155	3,137	10,859	21,658	22,014	38,130	33,678	36,543	56,464	96,683	85,415
Inversión en activos fijos	(5,686)	(6,410)	(3,980)	(3,820)	(3,820)	-	-	-	-	-	-	-
Inversión en activos biológicos	(5,701)	(6,610)	(4,276)	(4,373)	(4,473)	-	-	-	-	-	-	-
Venta de activo fijo	2,405	1,692	-	382	179	943	714	39	55	-	-	2,510
Flujos de inversión	(8,982)	(11,328)	(8,256)	(7,811)	(8,114)	943	714	39	55	-	-	2,510
Aumentos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos LP	943	(2,056)	(1,804)	(2,745)	(3,243)	(2,209)	(4,141)	(3,704)	(3,111)	-	-	-
Flujos de financiamiento	943	(2,056)	(1,804)	(2,745)	(3,243)	(2,209)	(4,141)	(3,704)	(3,111)	-	-	-
Efectivo generado o utilizado	2,295	(8,229)	(6,922)	303	10,301	20,748	34,704	30,013	33,487	56,464	96,683	87,926

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
119,550	131,856	89,142	171,763	138,565	280,236	288,299	500,935	503,505	629,482	585,781	384,673	430,513	391,927	414,278	172,887	(16,591)
(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
(27,496)	(30,327)	(20,503)	(39,506)	(31,870)	(64,454)	(66,309)	(115,215)	(115,806)	(144,781)	(134,730)	(88,475)	(99,018)	(90,143)	(95,284)	(39,764)	-
170	161	153	145	138	131	125	118	113	107	102	96	92	87	83	79	75
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(2,910)	(2,172)	7,267	(14,125)	5,612	(24,309)	(1,461)	(35,856)	(522)	(21,426)	7,359	34,099	(7,829)	6,487	(3,851)	40,900	32,100
89,313	99,518	76,059	118,278	112,445	191,604	220,654	349,983	387,289	463,382	458,512	330,393	323,758	308,358	315,225	174,101	15,584
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	998	584	378	996	1,177	5,818	6,169	10,192	8,098	12,522	18,957	16,721	20,900	21,945	13,008	5,691
-	998	584	378	996	1,177	5,818	6,169	10,192	8,098	12,522	18,957	16,721	20,900	21,945	13,008	5,691
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
89,313	100,516	76,643	118,656	113,441	192,781	226,472	356,151	397,480	471,481	471,034	349,350	340,479	329,258	337,170	187,109	21,275

Información privada y confidencial

Estado de Resultados Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos MDF	-	9,434	97,647	101,065	104,602	108,263	112,052	115,974	120,033	124,234
Otros ingresos	-	2,045	5,900	6,076	6,258	6,446	3,957	4,095	4,239	4,387
Ingresos totales	-	11,480	103,547	107,141	110,860	114,709	116,009	120,069	124,272	128,621
Costos forestales MDF	6,060	14,118	15,607	17,099	18,738	19,078	20,009	21,425	22,934	24,447
Costos de producción MDF	-	7,786	28,936	29,948	30,996	32,081	33,204	34,366	35,569	36,814
Costos de venta	6,060	21,903	44,543	47,048	49,734	51,160	53,213	55,791	58,503	61,261
Utilidad bruta	(6,060)	(10,424)	59,004	60,093	61,126	63,549	62,796	64,278	65,768	67,361
Gastos de administración y ventas	8,468	16,450	20,139	20,968	21,039	20,278	19,924	20,080	20,167	20,269
Utilidad de operación	(14,527)	(26,874)	38,865	39,125	40,087	43,272	42,872	44,198	45,601	47,091
EBITDA	(12,676)	(18,080)	51,080	51,177	51,897	54,846	54,215	55,397	56,576	57,846
Resultado integral de financiamiento	(3,171)	(3,926)	(3,534)	(3,141)	(2,748)	(2,356)	(1,963)	(1,571)	(1,178)	(785)
Otros ingresos (egresos)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	(17,698)	(30,800)	35,331	35,984	37,339	40,916	40,909	42,628	44,424	46,306
Impuestos a la utilidad	-	-	(9,539)	(9,716)	(10,081)	(11,047)	(11,045)	(11,509)	(11,994)	(12,503)
Utilidad neta	(17,698)	(30,800)	25,791	26,268	27,257	29,869	29,864	31,118	32,429	33,803

Balance General Proyectado (MDF)

USD 000s

Balance general	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Activo										
Efectivo e inversiones temporales	12,355	-	-	-	8,637	31,374	53,709	77,681	102,907	129,443
Cuentas por cobrar	-	1,913	17,258	17,857	18,477	19,118	19,335	20,012	20,712	21,437
Inventarios	505	1,825	3,712	3,921	4,145	4,263	4,434	4,649	4,875	5,105
Activos biológicos	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900
Activo fijo neto	83,565	117,779	116,139	113,728	111,366	109,051	107,611	105,372	103,177	101,026
Activo total	115,325	140,417	156,008	154,406	161,525	182,707	203,989	226,614	250,571	275,910
Pasivo										
Línea de crédito revolvente	-	36,077	31,027	11,662	-	-	-	-	-	-
Proveedores	1,010	3,651	7,424	7,841	8,289	8,527	8,869	9,298	9,751	10,210
Créditos LP	72,062	89,236	80,313	71,389	62,466	53,542	44,618	35,695	26,771	17,847
Pasivo total	73,072	128,964	118,764	90,893	70,755	62,068	53,487	44,993	36,521	28,057
Capital										
Capital social	14,783	14,783	14,783	14,783	14,783	14,783	14,783	14,783	14,783	14,783
Primas en acciones	46,784	46,784	46,784	46,784	46,784	46,784	46,784	46,784	46,784	46,784
Resultado acumulado	(19,314)	(50,114)	(24,322)	1,946	29,203	59,072	88,936	120,054	152,483	186,286
Capital total	42,253	11,453	37,244	63,513	90,770	120,639	150,502	181,620	214,050	247,853
Pasivo y capital total	115,325	140,417	156,008	154,406	161,525	182,707	203,989	226,614	250,571	275,910

Flujo de Efectivo Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad operativa	(14,527)	(26,874)	38,865	39,125	40,087	43,272	42,872	44,198	45,601	47,091
Resultado integral de financiamiento	(3,171)	(3,926)	(3,534)	(3,141)	(2,748)	(2,356)	(1,963)	(1,571)	(1,178)	(785)
Impuestos pagados	-	-	(9,539)	(9,716)	(10,081)	(11,047)	(11,045)	(11,509)	(11,994)	(12,503)
Depreciación y amortización	1,852	8,794	12,215	12,051	11,810	11,574	11,343	11,199	10,975	10,755
Cambios en capital de trabajo	640	(593)	(13,458)	(390)	(396)	(523)	(46)	(462)	(474)	(495)
Flujos de operación	(15,207)	(22,599)	24,549	37,929	38,671	40,920	41,161	41,855	42,929	44,063
Inversión en activos fijos	(71,272)	(43,008)	(10,575)	(9,641)	(9,448)	(9,259)	(9,902)	(8,959)	(8,780)	(8,604)
Inversión en activos biológicos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad en venta de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Venta de activo fijo	4,375	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos de inversión	(66,898)	(43,008)	(10,575)	(9,641)	(9,448)	(9,259)	(9,902)	(8,959)	(8,780)	(8,604)
Aumentos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos LP	72,062	17,174	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)
Flujos de financiamiento	72,062	17,174	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)
Efectivo generado o utilizado	(10,042)	(48,433)	5,050	19,365	20,300	22,737	22,335	23,972	25,226	26,536