

Reporte de Valuación

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



Enero de 2017

Aviso y Limitación de Responsabilidad

Información privada y confidencial

- La información contenida en este documento es proporcionada por 414 Capital Inc. ("414 Capital") de buena fe. Se considera que la información es precisa y actualizada, cuando aplica.
- 414 Capital no es responsable por errores u omisiones, o por los resultados obtenidos al utilizar esta información. Toda la información de este documento es ofrecida sin garantía de ningún tipo, expresa o tácita, de precisión, completitud, precisión, oportunidad, o de los resultados obtenidos por el uso de esta información, incluyendo casos de negligencia. En ningún evento serán 414 Capital, sus partes relacionadas, directores o empleados responsables hacia el lector o cualquier tercero por cualquier decisión o acción tomada basada en la información contenida en este documento, o por cualquier daño consecuente.
- Las valuaciones proporcionadas pueden basarse en una serie de factores incluyendo, pero no limitadas a, precios actuales, valuaciones estimadas de activos subyacentes, liquidez de mercado, modelos propios y supuestos (sujetos a cambio sin aviso previo), e información públicamente disponible. Todos los supuestos, opiniones y estimados constituyen el juicio de 414 Capital a la fecha y también son sujetos a cambio sin aviso previo.
- No se realizan representaciones con respecto a la razonabilidad de los supuestos o la precisión o completitud de los modelos o la información utilizada. No se realizan representaciones sobre los valores presentados o que dichos valores sean en ninguna forma indicativos de desempeño futuro. Las valuaciones son indicativas y no son una oferta de compra o venta de cualquier instrumento, o de cualquier otra transacción. Estas valuaciones pueden variar significativamente de un valor realizable, particularmente en condiciones de mercado volátiles.
- El hecho de que 414 Capital le presente este documento no constituye una recomendación de participar en una transacción o
- mantener una posición, ni una representación e que una transacción pueda serle adecuada al lector. Las transacciones pueden implicar riesgo considerable y el lector no debe participar en ninguna transacción a menos que entienda completamente dicho riesgo y haya determinado de manera independiente que la transacción es apropiada en su caso particular. 414 Capital no provee asesoría contable, legal o fiscal; estos temas deben ser discutidos con asesores independientes.
- Esta presentación no representa un compromiso de adquirir, colocar o suscribir ningún instrumento, o una oferta de cualquier otro servicio.
- Estos materiales no pueden ser reproducidos o distribuidos a un tercero o publicados sin el consentimiento previo de 414 Capital.

Agenda

I.	Resumen Ejecutivo	3
II.	Descripción General	5
III.	Tesis de Inversión	19
IV.	Resumen de Valuación	25
V.	Estados Financieros Segmentados	33

Información privada y confidencial

I. 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")
- 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 sumamente 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
- El 13 de enero, la compañía anunció la obtención de un crédito otorgado por La Corporación Financiera Internacional (IFC) por un monto de MXN 1,400 mm. Entendemos que el crédito se utilizará para reestructurar la actual deuda. Sin embargo, se incluirá en la valuación una vez que Proteak publique detalle sobre los usos del crédito

Conclusión del ejercicio de valuación

Al 16 de enero de 2017, el CPO cotizaba en MXN 21.0. 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 es:

MXN 30.5 - 33.5

*Favor de referirse a la Sección IV para una discusión sobre la metodología aplicada
Tipo de cambio USD/MXN: 20.6 (31/12/2016). Fuente: Banxico*

II. Descripción General

Descripción de la Compañía

Introducción

- Proteak Uno S.A.B. de C.V. es una de las compañías más importantes del sector forestal en México. Se dedica principalmente a la plantación, explotación y comercialización de árboles de teca y eucalipto en México y el extranjero y a la producción de tableros de MDF
- A la fecha, los activos biológicos del negocio de teca de Proteak ascienden a más de 8,300 hectáreas plantadas
- Gran parte de las plantaciones se encuentran en ubicadas en México, aunque también cuentan con hectáreas en Costa Rica y Colombia
- 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)
- A la fecha, Proteak cuenta con más de 9,600 hectáreas de Eucalipto (especie de crecimiento acelerado) para proveer a la planta de MDF con el volumen requerido por la producción. La capacidad de la planta es de 280,000 m3 al año

Distribución y operación del negocio de Teca

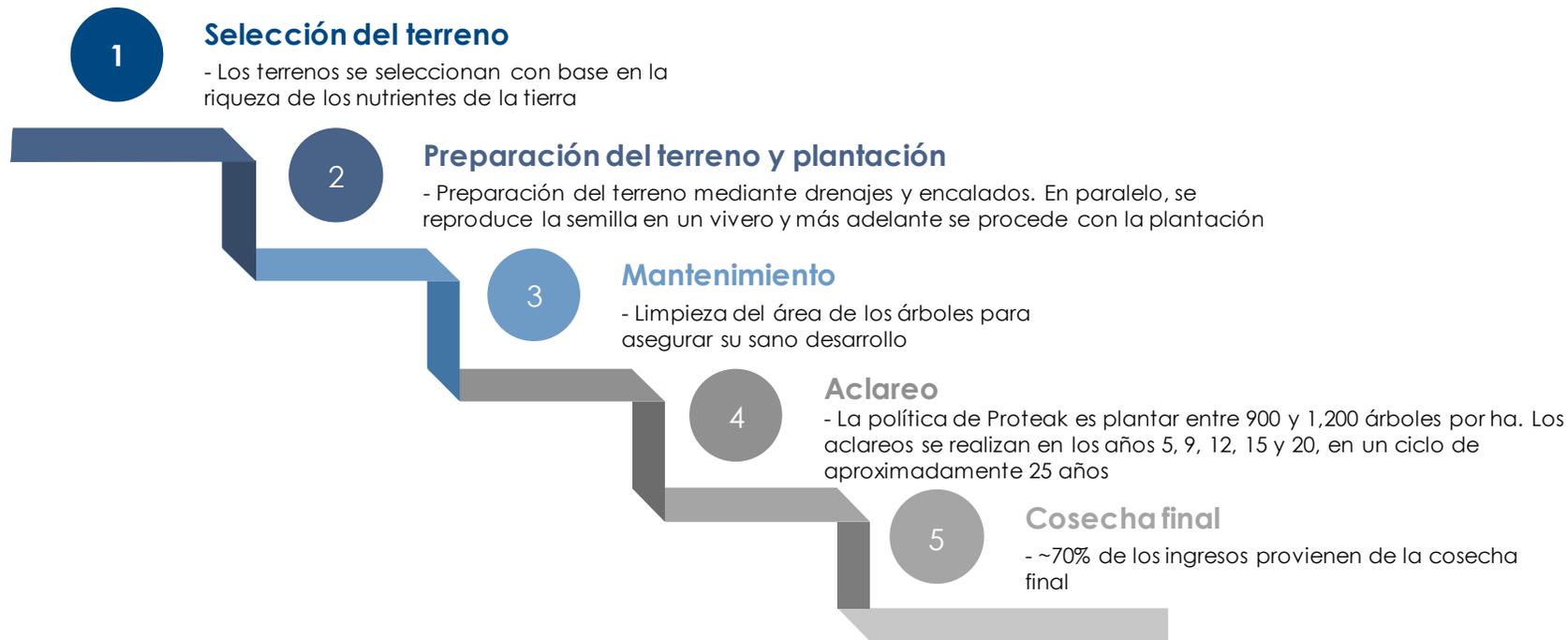


Descripción del Negocio

Negocio de teca

Forestal

- La principal actividad forestal de Proteak es la plantación de *tectona grandis* (teca)
- 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

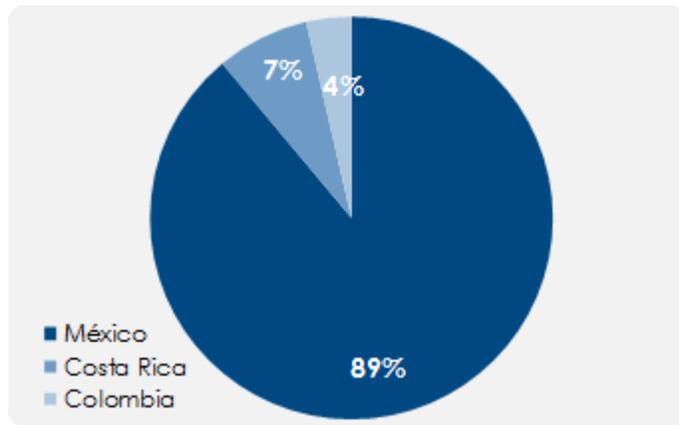
Descripción del Negocio

Presencia y hectáreas por zona geográfica

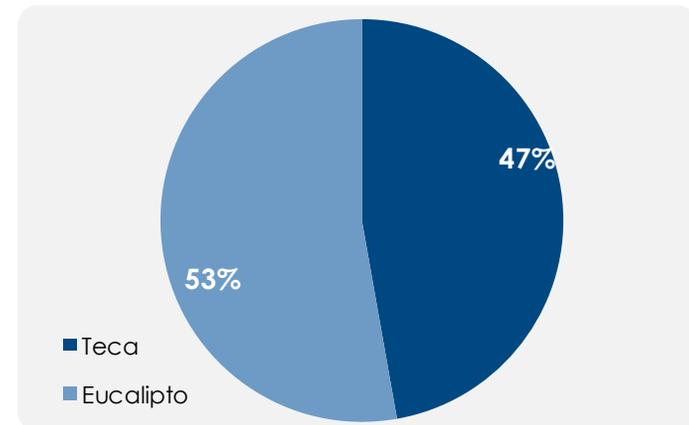
Información privada y confidencial



Distribución total de has de teca



Distribución de has en México



Fuente: Proteak

Descripción del Negocio

Negocio de MDF

¿Qué es MDF?

- El MDF es un tablón fabricado a partir de fibra 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 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 mayores
 - 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



VS

Aglomerado

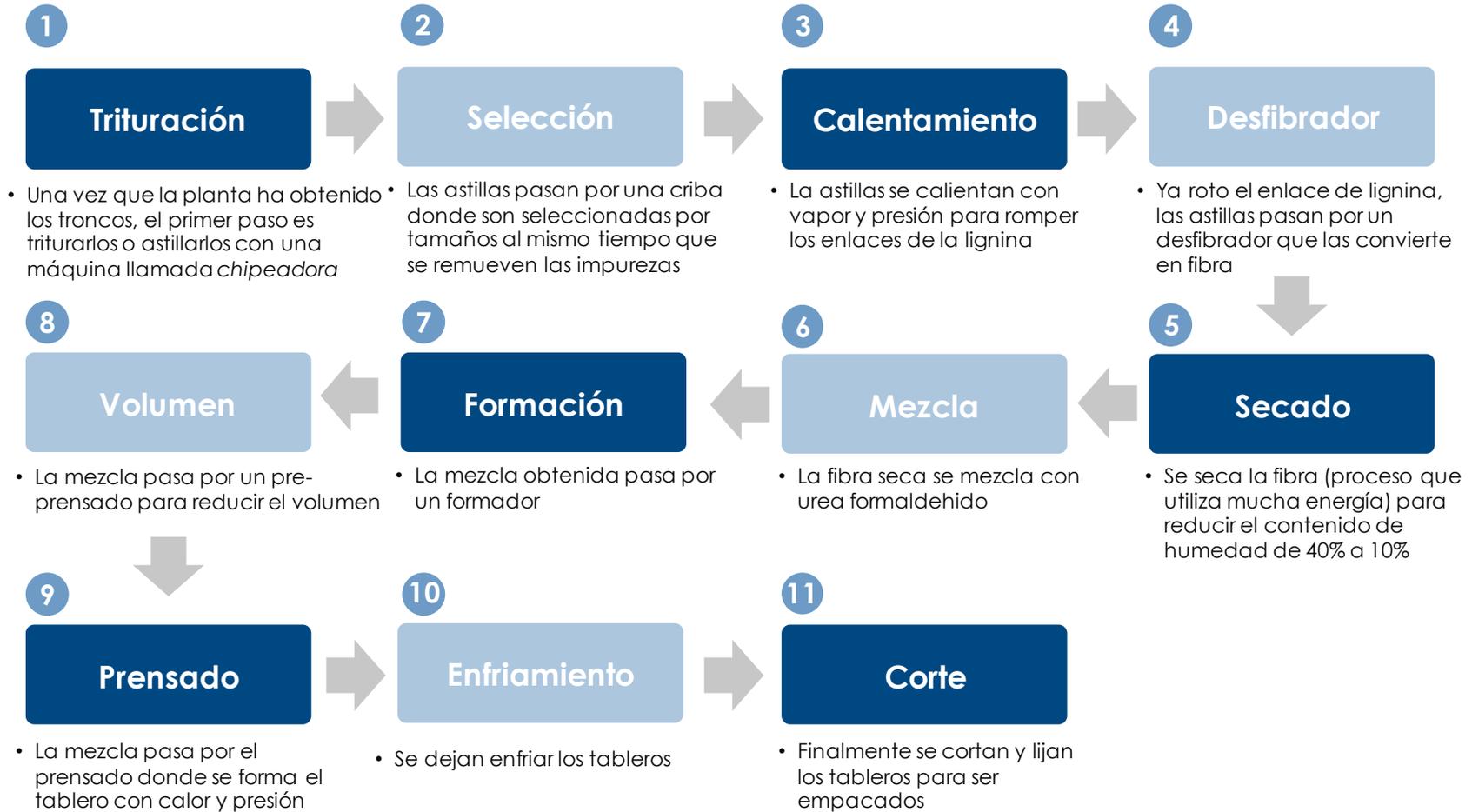


Descripción del Negocio

Negocio de MDF

Proceso de producción para tableros de MDF

Información privada y confidencial



Descripción del Negocio

Negocio de MDF

Información privada y confidencial

¿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 terminando la instalación de una planta para fabricar tableros de MDF con la madera proveniente de estas plantaciones
- 90.5% del MDF que se consume en México es importado, principalmente de Chile y Brasil y como resultado, los costos logísticos representan un porcentaje importante 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, cuando se logre la capacidad total de la planta, el 35% de los tableros que comercializará Proteak contarán con valor agregado que hace que el precio del tablón crezca entre 30% y 70%
 - Solamente el 15% de los tableros de MDF que se comercializan en México cuentan con melanina
- El objetivo de Proteak es cubrir entre 30 - 35% de participación de mercado de MDF mediante la sustitución de importaciones

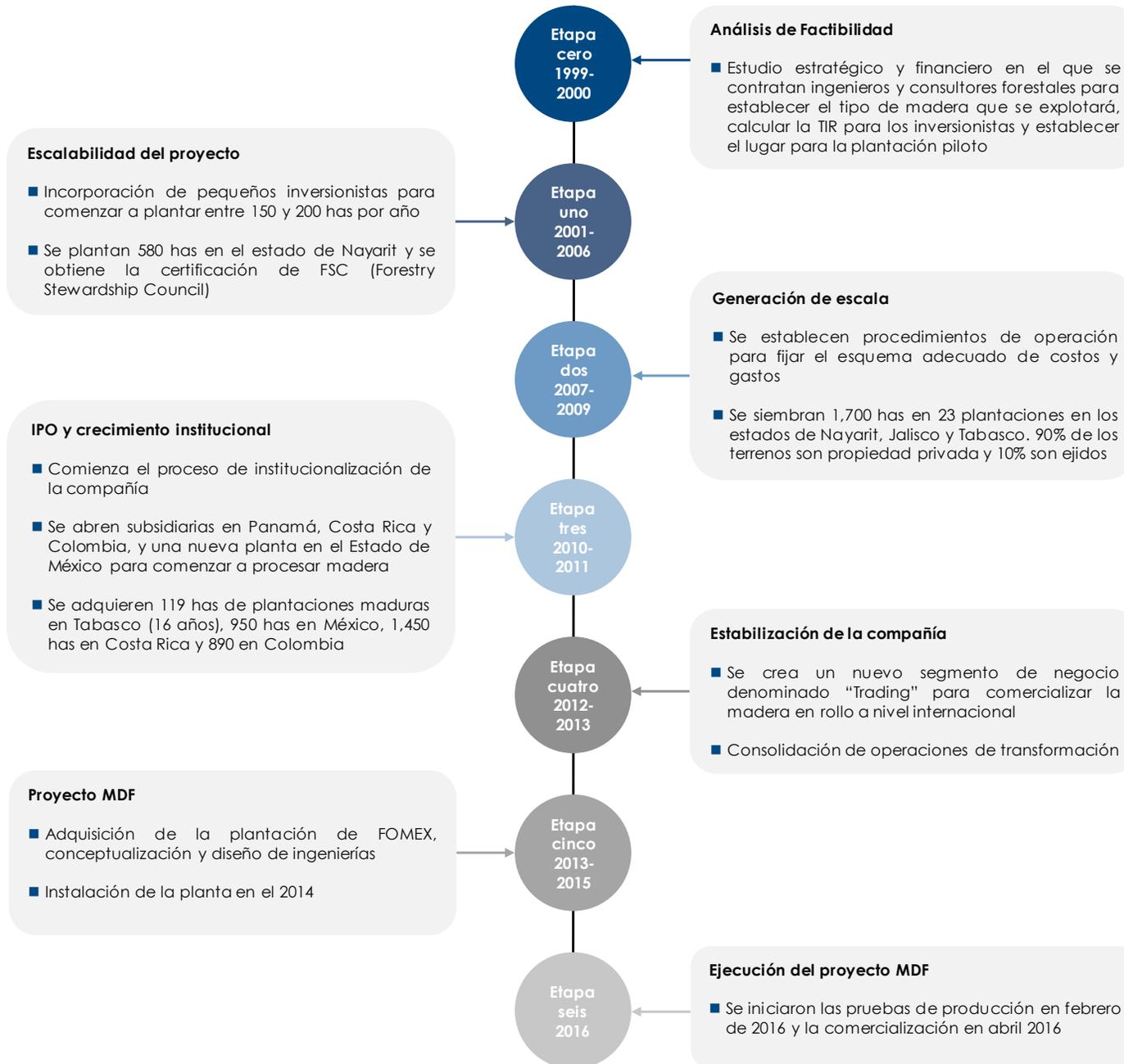
Acuerdo de Colaboración con FINSA

- En enero de 2015, Proteak anunció la formalización de un acuerdo de colaboración con Financiera Maderera S.A. ("Finsa"), la empresa española más grande de la península Ibérica en producción y venta de tableros, resinas, melaninas y chapas, entre otros
- El acuerdo incluye los siguientes puntos:
 - La operación conjunta de la planta de MDF de Proteak
 - La transferencia de tecnología de Finsa a Proteak
 - La comercialización de los productos de Finsa en México

Descripción del Negocio

Etapas de la empresa

Información privada y confidencial



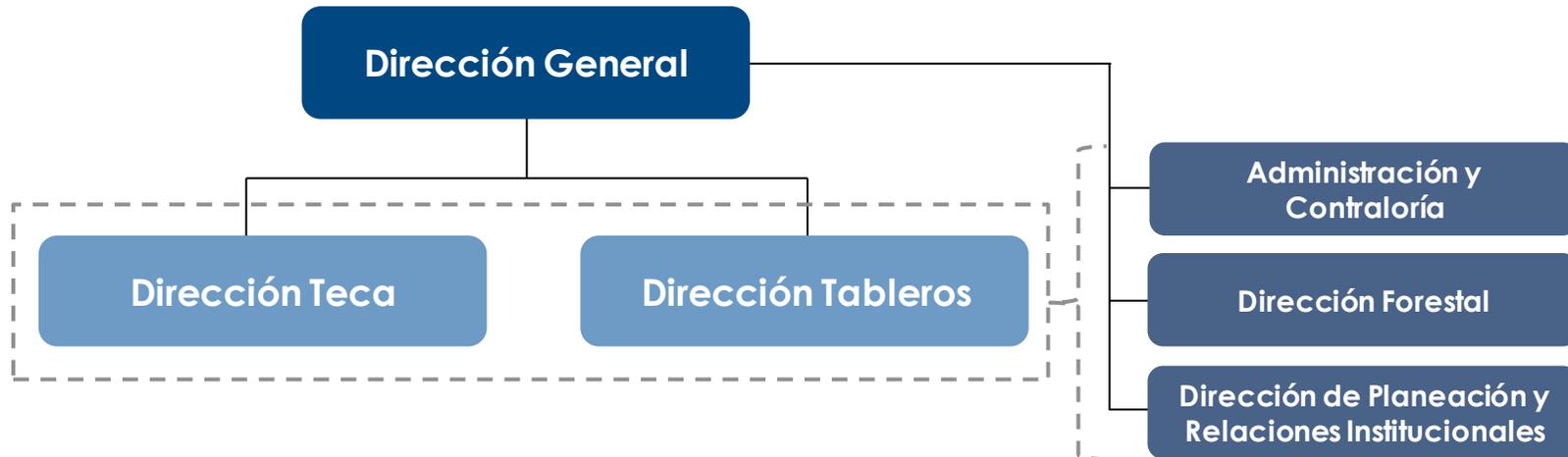
Descripción del Negocio

Principales funcionarios y estructura corporativa

Principales funcionarios

Nombre	Puesto
Gastón Mauvezin	Director General
Enrique Espinosa	Director General Adjunto de Teca
Omar Nacif	Director General Adjunto de Tableros
José García Moreno	Director de Finanzas
Jurgen Stock	Director Forestal

Estructura corporativa



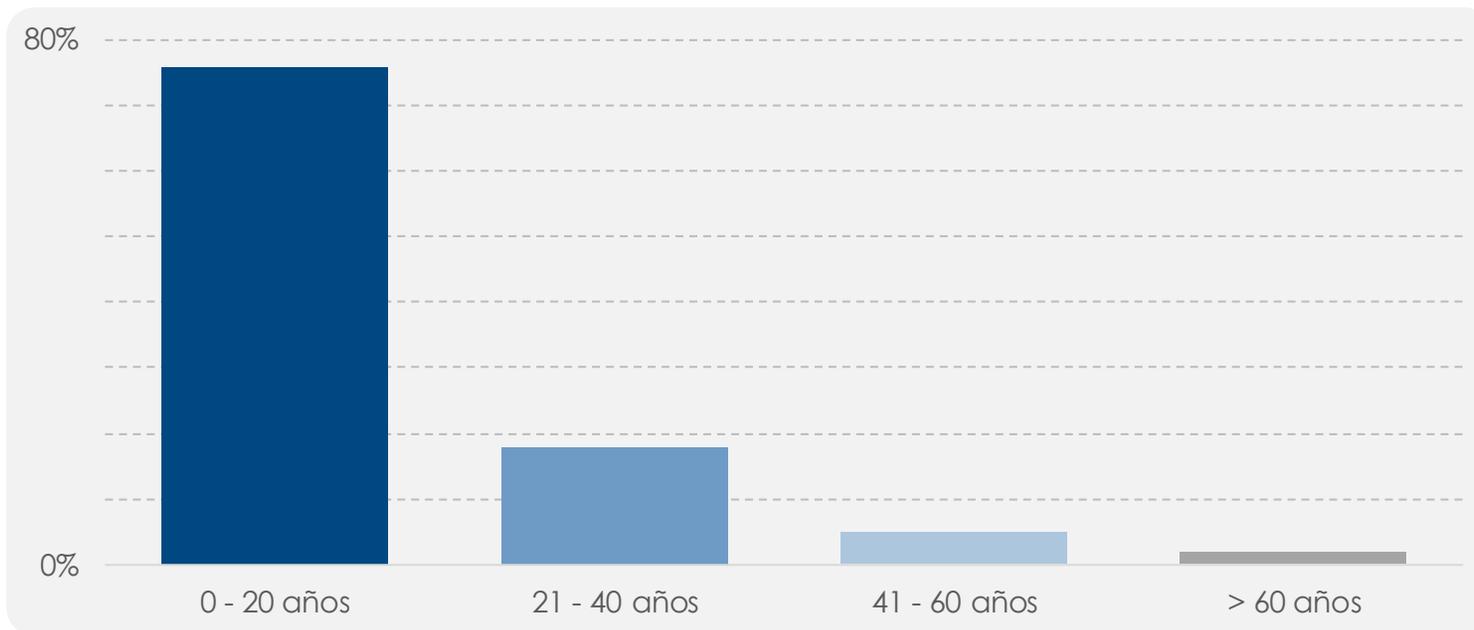
Información privada y confidencial

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
- Actualmente, la teca plantada en Asia, África y América Latina, suma un total de más de 5,900,000 hectáreas plantadas en 2015. Una gran mayoría de estas plantaciones se encuentran en Asia (India, Laos y Tailandia)
- India es el principal consumidor de teca en el mundo seguido por Tailandia, China y Vietnam, siendo estos últimos dos los principales importadores de teca a nivel mundial
- En México, los estados de Veracruz, Tabasco, Campeche, Chiapas, Puebla y Nayarit son líderes en hectáreas plantadas de diferentes especies, incluyendo la teca

Distribución por edad de las plantaciones de teca



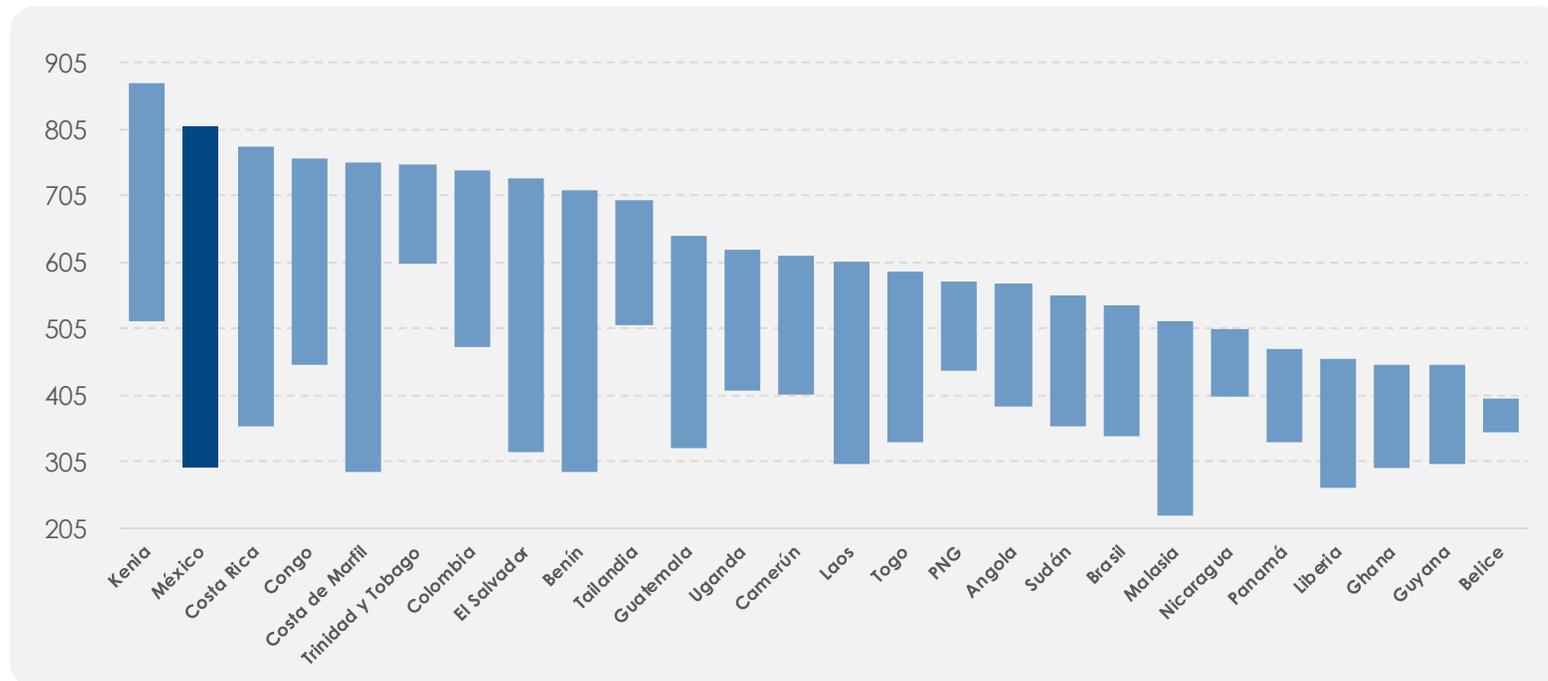
Fuente: FAO 2015

Descripción de la Industria

Oferta y demanda de la teca

- La demanda de la teca ha venido creciendo a doble dígito en los últimos años y actualmente, las plantaciones de teca han ascendido a más de 6.8 mm de hectáreas a nivel mundial, esto representa una capacidad para producir más de 30 mm de m3 de madera anual
- La teca producida en Myanmar establecía los estándares internacionales de calidad y éste era el principal proveedor de troncos de teca a nivel mundial. Durante el periodo de 2010 a 2012 las exportaciones de Myanmar crecieron 50%. Sin embargo, en 2014 se implementaron reformas en la exportación de productos forestales dentro del país que han reducido la disponibilidad de teca a nivel mundial, lo que abrió nuevas oportunidades a distintos jugadores de la industrial

Precios en las exportaciones a India



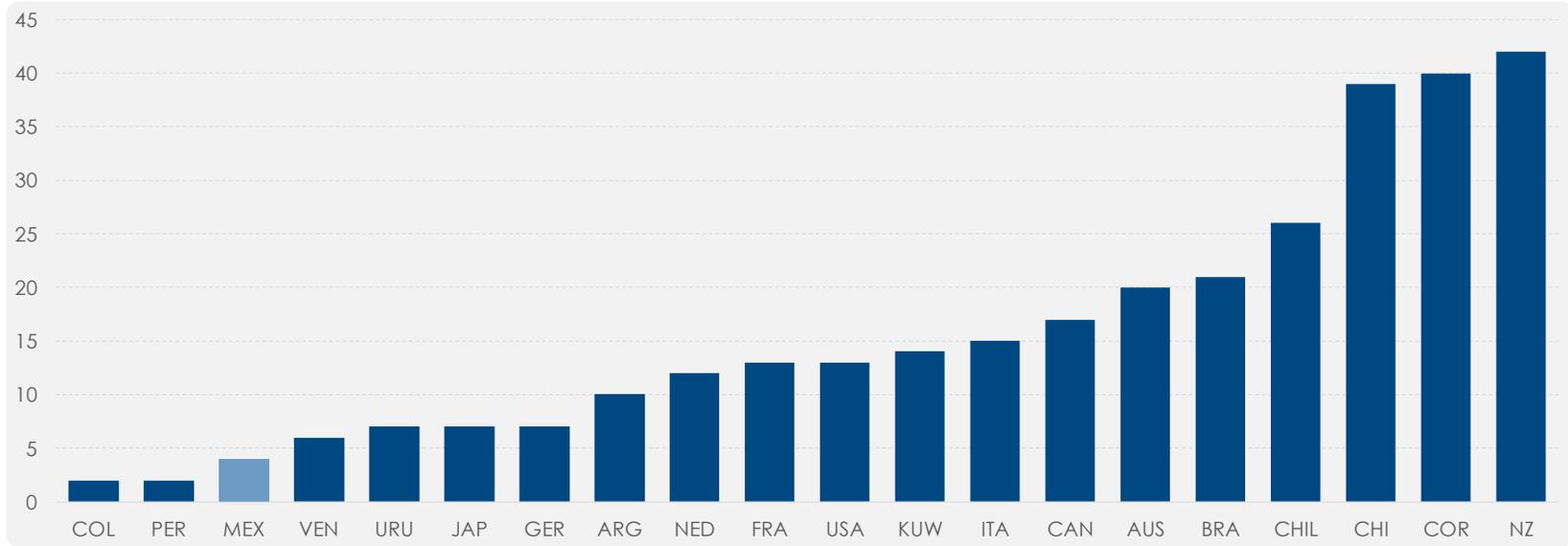
Fuente: ITTO y Proteak, 2016

Descripción de la Industria

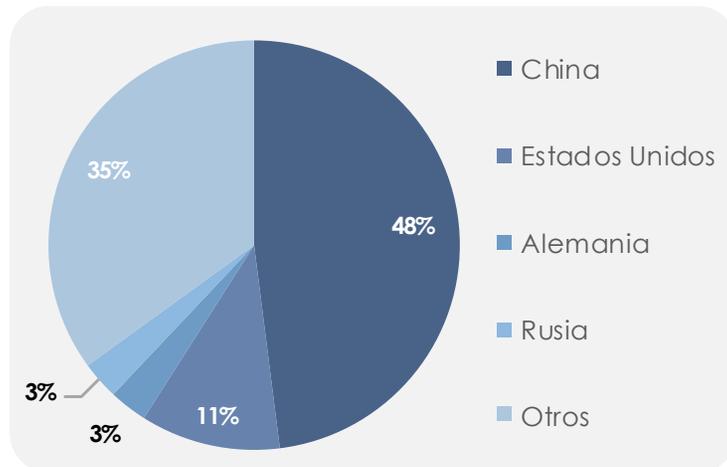
Oferta y demanda de MDF

- El mercado de MDF en México es aún joven, por lo que el consumo y la producción son relativamente bajos

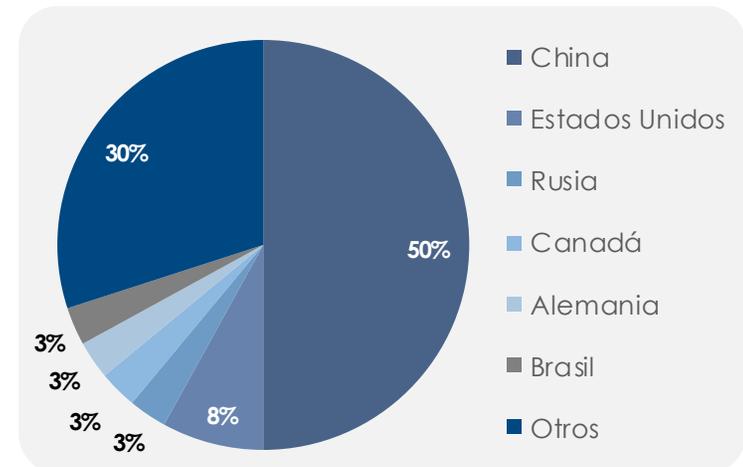
Consumo de MDF per cápita



Consumo por país



Producción por país



Fuente: SIAVI y FAO

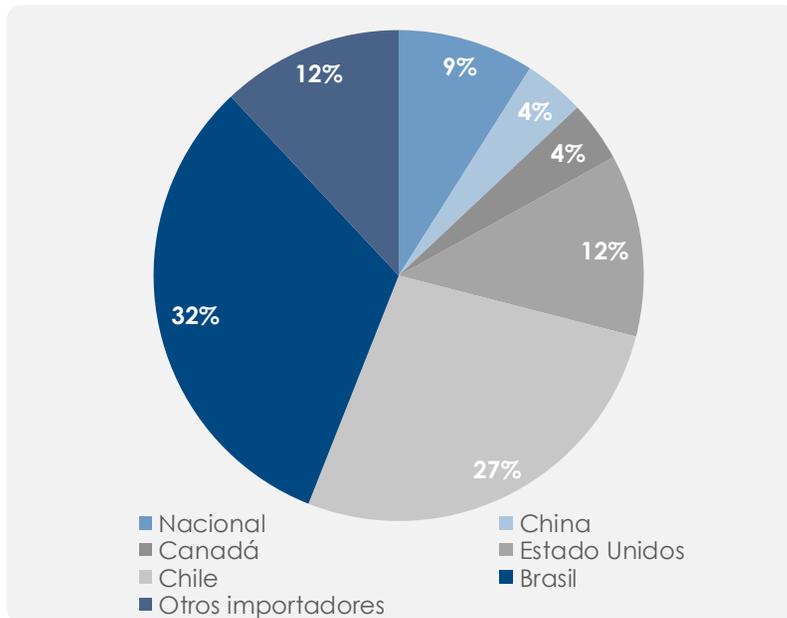
Información privada y confidencial

Descripción de la Industria

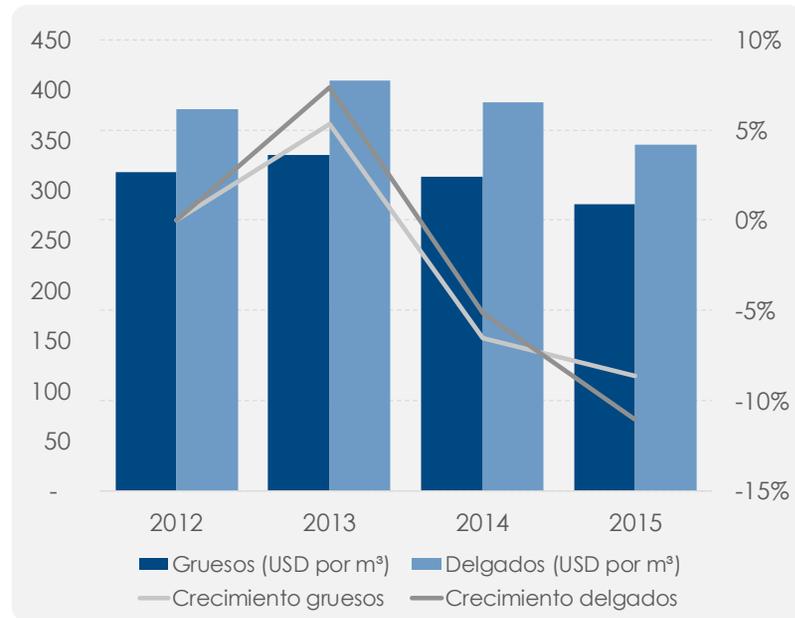
Oferta y demanda de MDF

- El mercado de MDF en México ha sufrido caídas en el precio por m³
 - Debido a la sobreoferta de MDF en el mercado brasileño, las exportaciones a México incrementaron y como consecuencia el precio por m³ de MDF ha disminuido hasta 11.1% de 2014 a 2015
 - Brasil cuenta con una capacidad instalada de ~8 mm de m³ y el MDF que exportan representa el 32% del MDF comercializado en México
 - Se espera menor presión de Brasil, ya que como Proteak, algunos productores mexicanos comenzarán a producir MDF en el país
 - Únicamente el 9% del MDF consumido en México es producido en el país

Importaciones a México (2015)



Precios en importaciones MDF (2015)



Fuente: ITO

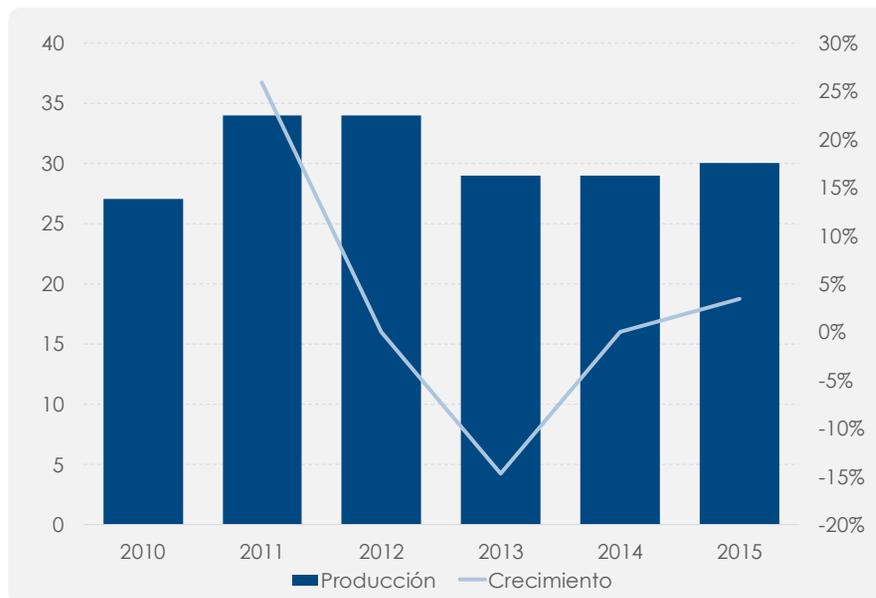
Descripción de la Industria

Oferta y demanda de MDF

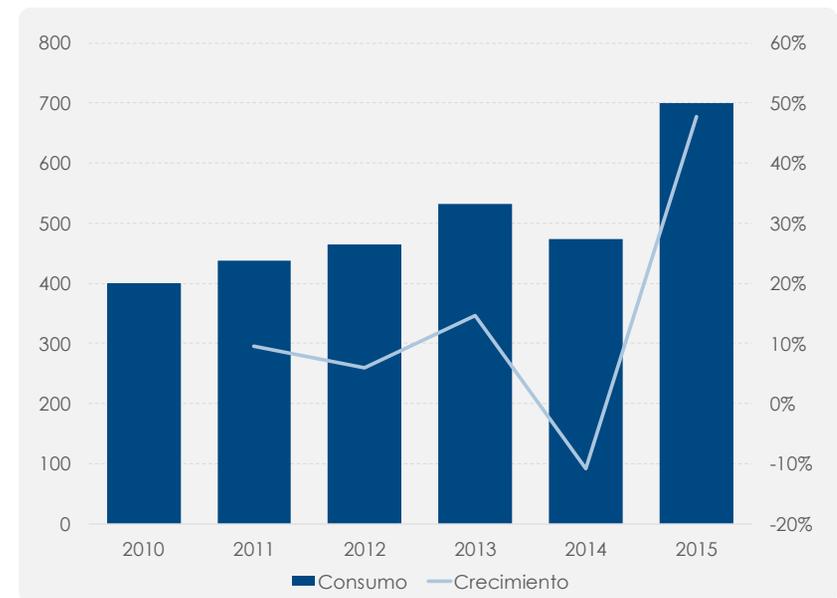
- El sector forestal en México presenta un déficit comercial enorme donde más del 80% de los productos de madera que se consumen son importados
- En 2015 el consumo de MDF en México fue de 700,000 m³/año y se espera que esta tendencia continúe durante los próximos años
- La demanda global de MDF se ha 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

Información privada y confidencial

Producción anual de MDF en México



Consumo anual de MDF en México



Fuente: SIAVI y FAO

III. Tesis de Inversión

Méritos

Diversificación de fuentes de ingreso

- A lo largo 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

Estructura de capital eficiente

- Recientemente Proteak tomó la decisión de abrir una línea de negocio que producirá tableros de MDF
 - Con esta estrategia la compañía diversificará sus ingresos aún 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. Al día de hoy la planta se encuentra operando
- Proteak ha logrado obtener un apalancamiento sano de la compañía a través de créditos con condiciones favorables
 - A la fecha los créditos obtenidos son con International Finance Corporation (IFC), Financiera Rural y Commerzbank AG

Adquisición de activos biológicos maduros

- 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
 - 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 890 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
 - 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

Competencia limitada

- 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 se representan competencia significativa entre sí
- Debido a que no hay suficiente suministro de madera disponible actualmente en México, la compañía podría ser el único productor nacional durante el próximo año con fuentes de madera locales, obteniendo los menores costos y así, los mayores márgenes

Operación

- La curva de aprendizaje en cuanto a plantaciones forestales ha incrementado significativamente en los últimos años
 - 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

Presencia Geográfica

- 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 Estados Unidos, China, India y Colombia para atender a diferentes mercados donde se encuentra la demanda de teca

Consejo de
administración y
directores

Certificaciones

- Nueve de los trece 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

Riesgos	
Iliquidez 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 17,176)■ 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
MDF como nuevo negocio	<ul style="list-style-type: none">■ La tesis del negocio está por demostrarse. Podría haber un periodo de aprendizaje por cursar■ Aunque hay una clara demanda por MDF nacional para sustituir importaciones, el precio local podría diferir a las expectativas

Incertidumbre de precios

Fenómenos meteorológicos, plagas e incendios

- 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 (en términos relativos) a plagas e incendios

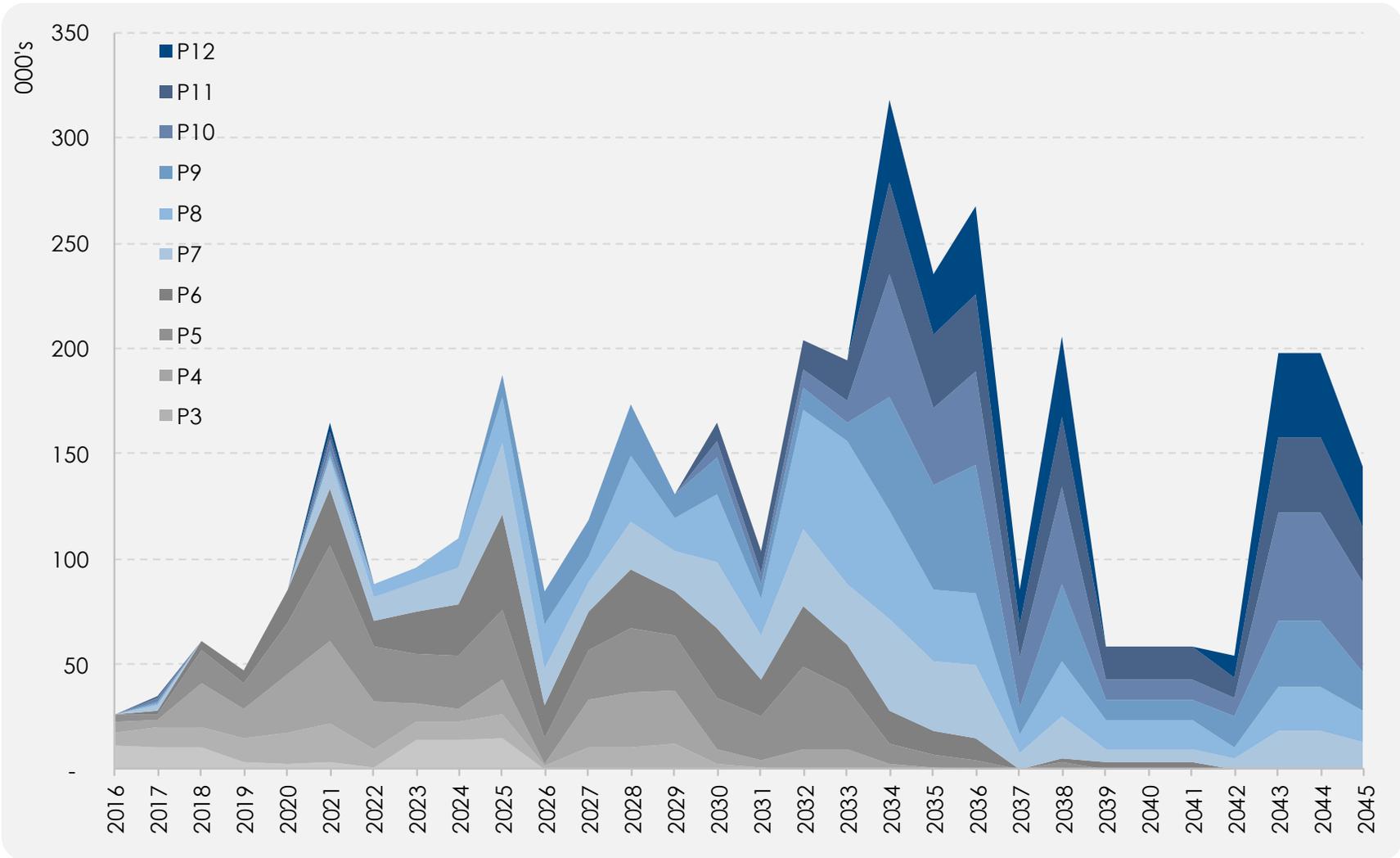
IV. Resumen de Valuación

- 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 y estructura de capital de cada una
- Si bien es probable que el negocio de Teca continúe su actividad más allá del periodo proyectado (2045):
 - Sería especulativo 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 la tierra una vez que se realiza la cosecha final de cada una de las plantaciones. Las cuales se descuentan a una tasa de 7% a diferencia de los flujos de la operación
- 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
- En conclusión, vemos potencial de apreciación para el CPO 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
 - Otro detonante es el inicio de la generación de flujos positivos en el negocio de MDF

Proyecciones de Volumen de Producción

Volumen de Teca (m3)

Información privada y confidencial



Nota: El volumen forestal corresponde 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 ~23 años y el MDF de ~6-8 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	17.3%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	8.3%
Tasa efectiva de impuestos	30.0%
Costo de la deuda	5.8%
Capitalización de mercado	122
Deuda fondeada total	20
WACC	15.7%

WACC MDF

Capital	
Costo de capital	17.7%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	4.2%
Tasa efectiva de impuestos	30.0%
Costo de la deuda	2.9%
Capitalización de mercado	149
Deuda fondeada total	86
WACC	12.3%

Nota: valor de capitalización expresado en millones de USD

Flujos de Efectivo Descontados (Teca)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Teca													
% de año	25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Utilidad de operación	(5,765)	(2,051)	(1,241)	(4,059)	9,169	49,816	17,658	19,614	30,102	90,303	50,813	54,024	106,129
Impuestos sobre utilidad	-	-	-	-	-	(11,182)	(5,359)	(6,045)	(9,275)	(27,383)	(15,553)	(16,533)	(32,166)
Depreciación y amortización	3,767	3,390	3,051	2,782	2,540	2,323	2,119	1,907	1,717	1,545	1,391	1,251	1,170
Cambios en capital de trabajo	895	341	(1,070)	691	(3,850)	(9,987)	9,197	(387)	(2,674)	(15,790)	11,108	(1,142)	(13,380)
Inversión en activos	-	-	(3,839)	(3,927)	(4,016)	(288)	-	-	-	-	-	(432)	-
EBITDA	(1,999)	1,339	1,810	(1,278)	11,709	52,139	19,778	21,521	31,819	91,848	52,204	55,276	107,298
Flujos libres de efectivo	(1,104)	1,680	(3,100)	(4,513)	3,842	30,682	23,616	15,090	19,869	48,675	47,759	37,169	61,752
Factor de descuento	0.1	0.8	1.8	2.8	3.8	4.8	5.8	6.8	7.8	8.8	9.8	10.8	11.8
Flujos descontados¹	(271)	1,505	(2,400)	(3,021)	2,223	15,341	10,420	5,653	6,414	13,580	12,590	7,746	11,123

2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
73,265	135,139	84,486	192,463	224,778	490,078	385,185	476,589	169,409	428,125	111,750	118,300	125,427	136,891	558,265	590,778	452,987
(21,980)	(40,542)	(25,346)	(57,739)	(67,433)	(147,023)	(115,556)	(142,977)	(50,823)	(128,437)	(33,525)	(35,490)	(37,628)	(41,067)	(167,480)	(177,233)	(135,896)
1,053	947	853	767	691	679	611	550	495	445	401	437	393	354	319	287	258
8,365	(15,091)	12,925	(27,170)	(7,759)	(63,055)	25,796	(21,517)	74,533	(62,072)	75,718	(1,499)	(1,492)	(2,406)	(99,744)	(6,382)	32,755
-	-	-	-	(574)	-	-	-	-	-	(762)	-	-	-	-	-	-
74,318	136,087	85,338	193,230	225,469	490,757	385,796	477,139	169,903	428,570	112,151	118,737	125,821	137,245	558,584	591,064	453,245
60,703	80,453	72,918	108,321	149,702	280,678	296,037	312,645	193,614	238,060	153,583	81,748	86,700	93,771	291,360	407,449	350,104
12.8	13.8	14.8	15.8	16.8	17.8	18.8	19.8	20.8	21.8	22.8	23.8	24.8	25.8	26.8	27.8	28.8
9,740	10,887	8,543	11,044	13,866	21,830	20,444	18,725	11,072	12,201	6,931	3,515	2,345	2,192	5,887	7,964	5,284

¹Incluyen los flujos provenientes de la venta de las tierras (valor terminal) mencionadas en la página 29

Flujos de Efectivo Descontados (MDF)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MDF									
% de año	25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Utilidad de operación	(8,926)	2,799	21,362	42,795	44,187	46,855	48,191	49,244	50,034
Impuestos sobre utilidad	-	(329)	(6,101)	(12,623)	(13,024)	(11,752)	(14,213)	(14,696)	(14,667)
Depreciación y amortización	6,894	10,566	9,801	9,039	8,371	7,739	7,120	6,554	5,992
Cambios en capital de trabajo	11,277	(3,068)	(5,156)	(5,114)	(2,976)	(3,176)	(3,015)	(3,013)	(3,018)
Inversión en activos	(48,297)	(3,631)	(2,944)	(3,245)	(3,009)	(2,580)	(2,587)	(2,135)	(2,226)
EBITDA	(2,032)	13,365	31,163	51,834	52,558	54,594	55,311	55,798	56,026
Flujos libres de efectivo	(39,052)	6,336	16,962	30,852	33,550	37,086	35,496	35,954	36,116
Factor de descuento	0.1	0.8	1.8	2.8	3.8	4.8	5.8	6.8	7.8
Flujos descontados	(9,622)	5,805	13,834	22,399	21,684	21,338	18,180	16,393	14,659
Valor terminal - crecimiento a perpetuidad									161,770

Información privada y confidencial

Flujos de Efectivo Descontados

USD 000s

Valor empresa	539,814
Deuda	86,836
Efectivo	4,810
Interés minoritario a valor de mercado	34,373
Deuda neta	116,399
Valor del capital	423,415

	USD	MXN
Precio implícito del CPO	1.56	32.1

Tabla de sensibilidad

		Tasa de descuento (MDF)						
		11.4%	11.7%	12.0%	12.3%	12.6%	12.9%	13.2%
Tasa de descuento (teca)	15.0%	36.3	35.5	34.7	34.0	33.4	32.8	32.2
	15.2%	35.6	34.8	34.1	33.4	32.7	32.1	31.5
	15.5%	35.0	34.2	33.4	32.7	32.1	31.4	30.9
	15.7%	34.3	33.5	32.8	32.1	31.4	30.8	30.2
	16.0%	33.7	32.9	32.2	31.5	30.8	30.2	29.6
	16.2%	33.2	32.4	31.6	30.9	30.2	29.6	29.1
	16.5%	32.6	31.8	31.0	30.3	29.7	29.1	28.5

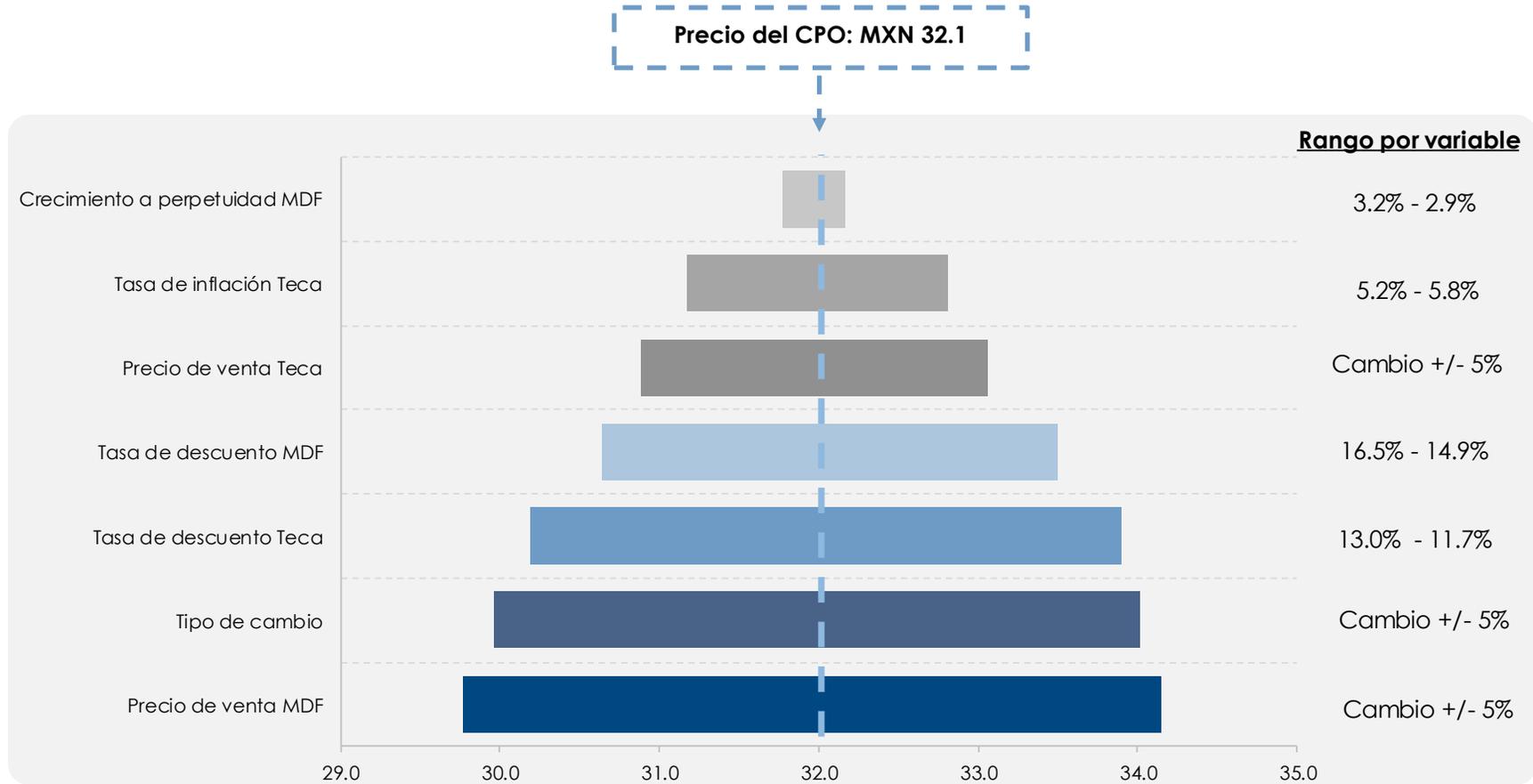
Información privada y confidencial

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



V. Estados Financieros Segmentados

Estado de Resultados Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de resultados	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos totales	4,622	8,207	10,148	7,507	21,852	63,501	29,029	30,887	41,728	104,591	62,524	66,230	120,398	86,402
Costo de venta	2,843	2,995	4,368	4,716	5,973	7,088	4,870	4,874	5,306	8,025	5,484	5,998	8,018	6,876
Utilidad bruta	1,779	5,212	5,779	2,791	15,879	56,413	24,159	26,013	36,422	96,567	57,040	60,233	112,380	79,526
Gastos totales	7,545	7,263	7,021	6,850	6,710	6,598	6,501	6,399	6,320	6,263	6,227	6,209	6,251	6,261
Utilidad de operación	(5,765)	(2,051)	(1,241)	(4,059)	9,169	49,816	17,658	19,614	30,102	90,303	50,813	54,024	106,129	73,265
EBITDA	(1,999)	1,339	1,810	(1,278)	11,709	52,139	19,778	21,521	31,819	91,848	52,204	55,276	107,298	74,318
Margen EBITDA	-43%	16%	18%	-17%	54%	82%	68%	70%	76%	88%	83%	83%	89%	86%
Utilidad neta¹	12,383	1,908	(711)	533	14,484	44,514	17,721	19,582	27,394	69,933	42,631	45,234	82,045	58,626

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
149,818	97,383	208,956	242,000	511,982	404,436	497,287	183,279	447,197	124,962	131,761	138,931	150,391	578,689	610,435	470,453
8,393	6,573	10,117	10,782	15,332	12,600	13,956	7,030	12,122	6,144	6,190	6,106	5,966	12,746	11,827	9,477
141,425	90,810	198,839	231,218	496,649	391,836	483,330	176,249	435,075	118,818	125,571	132,825	144,424	565,943	598,607	460,977
6,286	6,325	6,376	6,440	6,572	6,651	6,741	6,841	6,950	7,068	7,271	7,398	7,534	7,678	7,830	7,990
135,139	84,486	192,463	224,778	490,078	385,185	476,589	169,409	428,125	111,750	118,300	125,427	136,891	558,265	590,778	452,987
136,087	85,338	193,230	225,469	490,757	385,796	477,139	169,903	428,570	112,151	118,737	125,821	137,245	558,584	591,064	453,245
91%	88%	92%	93%	96%	95%	96%	93%	96%	90%	90%	91%	91%	97%	97%	96%
102,305	67,233	143,222	166,267	352,423	279,467	343,942	129,431	311,075	90,182	95,365	100,982	109,665	405,319	428,805	333,114

¹Incluye partidas que no generan efectivo

Información privada y confidencial

Balance General Proyectado (Teca)

USD 000s

Balance general	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Efectivo y equivalentes	11,126	12,537	1,383	-	-	26,082	47,458	59,972	80,657	130,306	179,094	217,347	280,191	340,894
Cuentas por cobrar	2,685	2,257	2,410	1,500	4,513	13,759	6,090	6,494	8,894	22,854	13,496	14,310	26,337	18,772
Inventarios	1,707	1,825	3,061	3,356	4,484	5,481	3,422	3,400	3,769	6,234	3,877	4,319	6,142	5,065
Activos no circulantes	121,515	121,542	125,952	130,934	136,472	139,405	142,502	146,073	150,107	154,601	159,552	165,391	171,212	177,500
Activo total	137,033	138,161	132,806	135,789	145,468	184,726	199,473	215,938	243,427	313,996	356,019	401,367	483,881	542,230
Proveedores	440	470	788	864	1,155	1,412	882	876	971	1,606	999	1,112	1,582	1,305
Créditos	19,562	18,753	13,790	11,275	8,793	5,556	3,111	0	0	0	0	0	0	0
Pasivo total	25,216	24,437	19,793	22,242	17,437	12,182	9,207	6,090	6,185	6,820	6,213	6,327	6,796	6,519
Capital total	111,816	113,724	113,013	113,547	128,031	172,545	190,266	209,848	237,242	307,175	349,806	395,040	477,085	535,711
Pasivo y capital total	137,033	138,161	132,806	135,789	145,468	184,726	199,473	215,938	243,427	313,996	356,019	401,367	483,881	542,230

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
421,347	494,265	602,586	752,289	1,032,967	1,329,004	1,641,649	1,835,263	2,073,324	2,226,906	2,308,654	2,395,354	2,489,126	2,780,485	3,187,934	3,538,038
32,853	21,190	45,973	53,304	113,288	89,377	109,998	40,206	98,841	27,220	28,717	30,297	32,829	127,991	135,031	103,909
6,425	4,724	7,940	8,517	12,653	10,114	11,321	4,936	9,565	4,047	4,049	3,932	3,762	9,934	9,048	6,849
184,260	191,501	199,231	208,037	216,726	225,953	235,732	246,082	257,024	269,342	281,460	294,249	307,737	321,952	336,926	352,692
644,886	711,681	855,731	1,022,147	1,375,635	1,654,448	1,998,700	2,126,487	2,438,755	2,527,515	2,622,881	2,723,832	2,833,454	3,240,363	3,668,940	4,001,488
1,655	1,217	2,045	2,194	3,259	2,605	2,916	1,271	2,464	1,042	1,043	1,013	969	2,559	2,331	1,764
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6,869	6,431	7,260	7,408	8,474	7,820	8,130	6,486	7,678	6,257	6,257	6,227	6,183	7,773	7,545	6,979
638,016	705,249	848,471	1,014,738	1,367,162	1,646,628	1,990,570	2,120,001	2,431,076	2,521,258	2,616,623	2,717,605	2,827,270	3,232,590	3,661,395	3,994,509
644,886	711,681	855,731	1,022,147	1,375,635	1,654,448	1,998,700	2,126,487	2,438,755	2,527,515	2,622,881	2,723,832	2,833,454	3,240,363	3,668,940	4,001,488

Información privada y confidencial

Flujo de Efectivo Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Utilidad neta	1,908	(711)	533	14,484	44,514	17,721	19,582	27,394	69,933	42,631	45,234	82,045	58,626
Depreciación y amortización	3,390	3,051	2,782	2,540	2,323	2,119	1,907	1,717	1,545	1,391	1,251	1,170	1,053
Cambios en capital de trabajo	341	(1,070)	691	(3,850)	(9,987)	9,197	(387)	(2,674)	(15,790)	11,108	(1,142)	(13,380)	8,365
Flujos de operación	5,638	1,270	4,006	13,174	36,850	29,038	21,103	26,436	55,688	55,129	45,344	69,835	68,043
Inversión en activos fijos	-	(3,839)	(3,927)	(4,016)	(288)	-	-	-	-	-	(432)	-	-
Venta de activo fijo	670	670	670	670	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos de inversión	(3,418)	(7,461)	(7,763)	(8,078)	(5,256)	(5,217)	(5,478)	(5,752)	(6,039)	(6,341)	(7,090)	(6,991)	(7,341)
Créditos	(809)	(4,963)	(2,515)	(2,482)	(3,237)	(2,444)	(3,111)	-	-	-	-	-	-
Flujos de financiamiento	(809)	(4,963)	(2,515)	(2,482)	(3,237)	(2,444)	(3,111)	-	-	-	-	-	-
Efectivo generado o utilizado	1,411	(11,154)	(6,272)	2,613	28,357	21,377	12,514	20,685	49,649	48,788	38,253	62,844	60,703
Efectivo neto inicial	11,126	12,537	1,383	(4,889)	(2,275)	26,082	47,458	59,972	80,657	130,306	179,094	217,347	280,191
Efectivo neto final	12,537	1,383	(4,889)	(2,275)	26,082	47,458	59,972	80,657	130,306	179,094	217,347	280,191	340,894

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
102,305	67,233	143,222	166,267	352,423	279,467	343,942	129,431	311,075	90,182	95,365	100,982	109,665	405,319	428,805	333,114
947	853	767	691	679	611	550	495	445	401	437	393	354	319	287	258
(15,091)	12,925	(27,170)	(7,759)	(63,055)	25,796	(21,517)	74,533	(62,072)	75,718	(1,499)	(1,492)	(2,406)	(99,744)	(6,382)	32,755
88,161	81,011	116,819	159,198	290,047	305,874	322,974	204,459	249,448	166,301	94,303	99,883	107,613	305,894	422,709	366,128
-	-	-	(574)	-	-	-	-	-	(762)	-	-	-	-	-	-
(7,708)	(8,093)	(8,498)	(9,496)	(9,369)	(9,837)	(10,329)	(10,845)	(11,388)	(12,719)	(12,555)	(13,183)	(13,842)	(14,534)	(15,261)	(16,024)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80,453	72,918	108,321	149,702	280,678	296,037	312,645	193,614	238,060	153,583	81,748	86,700	93,771	291,360	407,449	350,104
340,894	421,347	494,265	602,586	752,289	1,032,967	1,329,004	1,641,649	1,835,263	2,073,324	2,226,906	2,308,654	2,395,354	2,489,126	2,780,485	3,187,934
421,347	494,265	602,586	752,289	1,032,967	1,329,004	1,641,649	1,835,263	2,073,324	2,226,906	2,308,654	2,395,354	2,489,126	2,780,485	3,187,934	3,538,038

Información privada y confidencial

Estado de Resultados Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de resultados	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos totales	22,211	52,181	78,314	103,461	105,820	108,233	110,701	113,225	115,806
Costos de venta	21,371	35,147	42,830	46,602	47,897	47,819	48,963	50,187	51,442
Utilidad bruta	839	17,034	35,484	56,859	57,923	60,414	61,737	63,037	64,364
Gastos totales	9,765	14,236	14,122	14,064	13,736	13,559	13,547	13,793	14,330
Utilidad de operación	(8,926)	2,799	21,362	42,795	44,187	46,855	48,191	49,244	50,034
EBITDA	(2,032)	13,365	31,163	51,834	52,558	54,594	55,311	55,798	56,026
<i>Margen EBITDA</i>	<i>-9%</i>	<i>26%</i>	<i>40%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>49%</i>	<i>48%</i>
Utilidad neta	(6,181)	1,886	15,409	30,685	31,682	28,780	34,590	35,788	35,794

Información privada y confidencial

Balance General Proyectado (MDF)

USD 000s

Balance general	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activo									
Efectivo y equivalentes	22,093	23,455	34,310	59,527	86,984	103,032	129,080	156,215	182,919
Cuentas por cobrar	3,702	8,407	12,617	16,669	17,049	17,438	17,835	18,242	18,658
Inventarios	6,233	4,881	4,759	3,884	3,991	3,985	4,080	4,182	4,287
Otras cuentas por cobrar	13,925	13,925	13,925	13,925	13,925	13,925	13,925	13,925	13,925
Activos no circulantes	133,573	126,638	119,781	113,987	108,625	103,466	98,934	94,515	90,749
Activo total	179,527	177,306	185,392	207,992	230,575	241,846	263,855	287,080	310,537
Línea de crédito revolvente	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	4,749	7,810	9,518	10,356	10,644	10,627	10,881	11,153	11,432
Créditos	85,568	81,177	74,922	68,775	62,164	47,449	37,391	27,332	17,493
Pasivo total	115,302	111,196	103,872	95,788	86,689	69,180	56,599	44,037	31,700
Capital total	64,225	66,111	81,519	112,204	143,886	172,666	207,255	243,043	278,837
Pasivo y capital total	179,527	177,306	185,392	207,992	230,575	241,846	263,855	287,080	310,537

Información privada y confidencial

Flujo de Efectivo Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad neta	1,886	15,409	30,685	31,682	28,780	34,590	35,788	35,794
Depreciación y amortización	10,566	9,801	9,039	8,371	7,739	7,120	6,554	5,992
Cambios en capital de trabajo	(3,068)	(5,156)	(5,114)	(2,976)	(3,176)	(3,015)	(3,013)	(3,018)
Flujos de operación	9,384	20,054	34,609	37,077	33,343	38,695	39,329	38,768
Inversión en activos fijos	(2,514)	(1,771)	(2,013)	(1,715)	(1,222)	(1,161)	(637)	(653)
Utilidad en venta de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos de inversión	(3,631)	(2,944)	(3,245)	(3,009)	(2,580)	(2,587)	(2,135)	(2,226)
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos	(4,391)	(6,255)	(6,147)	(6,611)	(14,715)	(10,059)	(10,059)	(9,839)
Flujos de financiamiento	(4,391)	(6,255)	(6,147)	(6,611)	(14,715)	(10,059)	(10,059)	(9,839)
Efectivo generado o utilizado	1,361	10,855	25,217	27,457	16,047	26,049	27,135	26,703
Efectivo neto inicial	22,093	23,455	34,310	59,527	86,984	103,032	129,080	156,215
Efectivo neto final	23,455	34,310	59,527	86,984	103,032	129,080	156,215	182,919

Información privada y confidencial