

Reporte de Valuación

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



Mayo de 2015

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	27
VI. Estados Financieros Segmentados	35

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 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

Conclusión del ejercicio de valuación

Al 8 de mayo de 2015, el CPO cotizaba en MXN 16.60. 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 28.00 – 31.30

*Favor de referirse a la Sección V para una discusión sobre la metodología aplicada
Tipo de cambio USD/MXN: 15.14 (8/05/2015). 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 y eucalipto en México y el extranjero
- A la fecha, los activos biológicos de Proteak ascienden a más de 8,800 hectáreas plantadas de teca
- La mayor parte de las plantaciones se encuentran en México, aunque también cuentan con hectáreas en Costa Rica y Colombia

Distribución y operación del negocio de Teca



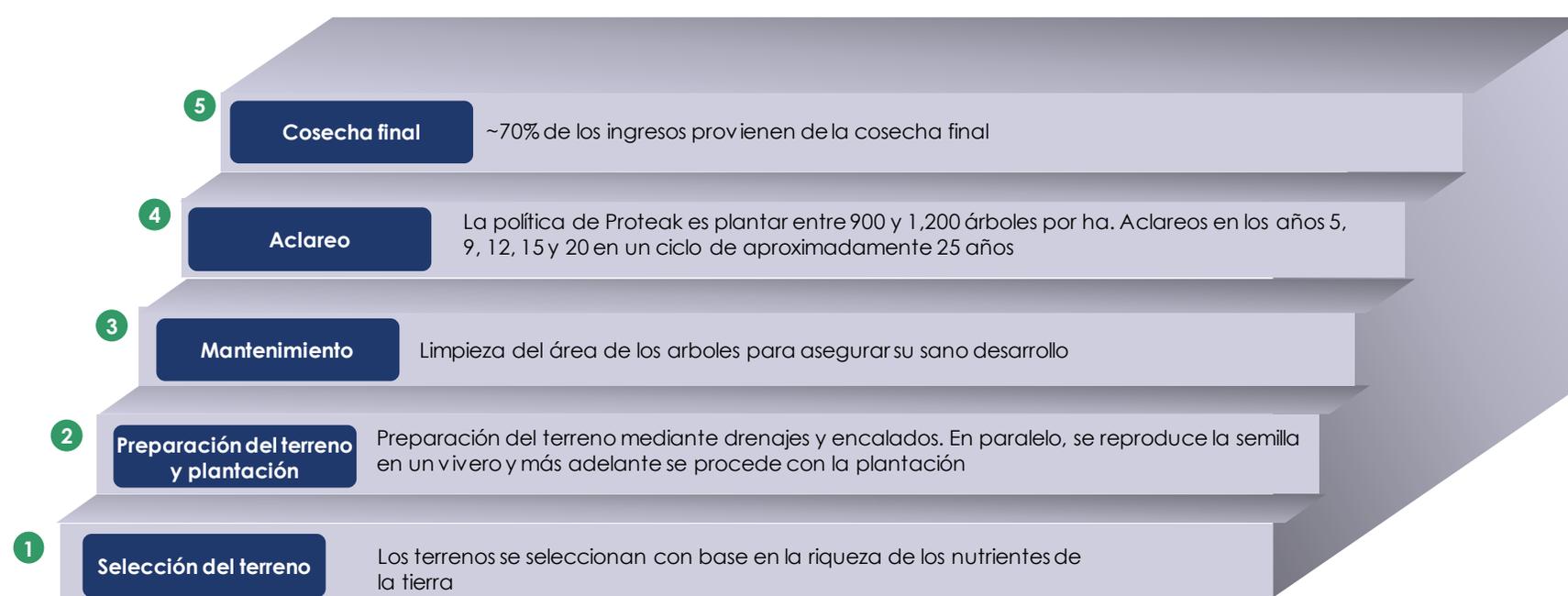
- Recientemente la compañía desarrolló una nueva línea de negocio dedicada a la producción y comercialización de tableros de fibra de densidad media (MDF, por sus siglas en inglés)
 - Para acelerar esta línea de negocio, la compañía adquirió 3,777 hectáreas de Eucalipto (especie de crecimiento acelerado) para comenzar la operación en el 2014
 - Adicionalmente, la compañía renta 4,857 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

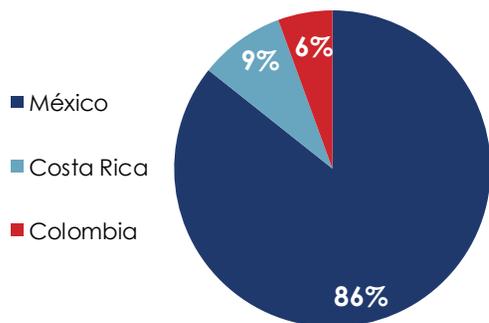
- Este segmento de negocio se dedica a comercializar la madera en rollo (en mayores volúmenes) principalmente en el mercado del sureste asiático
 - Uno de los objetivos de este segmento es lograr un mayor entendimiento del comportamiento del mercado de la teca a nivel global para explotar nuevas oportunidades 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

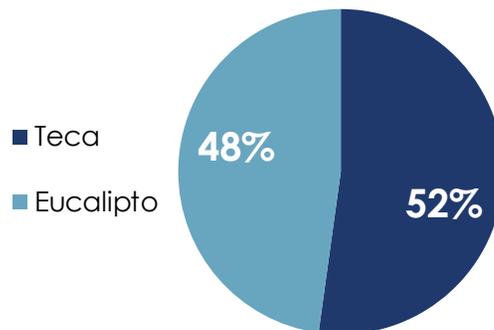
Presencia y hectáreas por zona geográfica



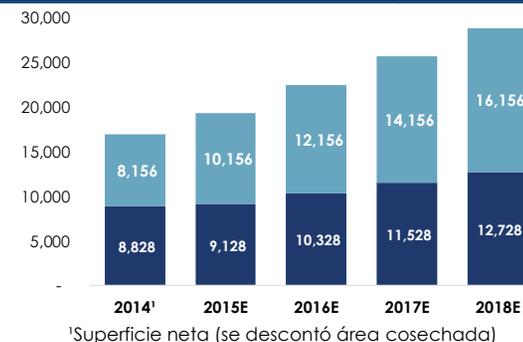
Distribución total de has de teca



Distribución de has



Total de has plantadas 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 melanina 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



Aglomerado



VS

Descripción del Negocio

Negocio de MDF

Proceso de producción para tableros de MDF



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 lámina de melanina que hace que el precio del tablón crezca ~68%
 - 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

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

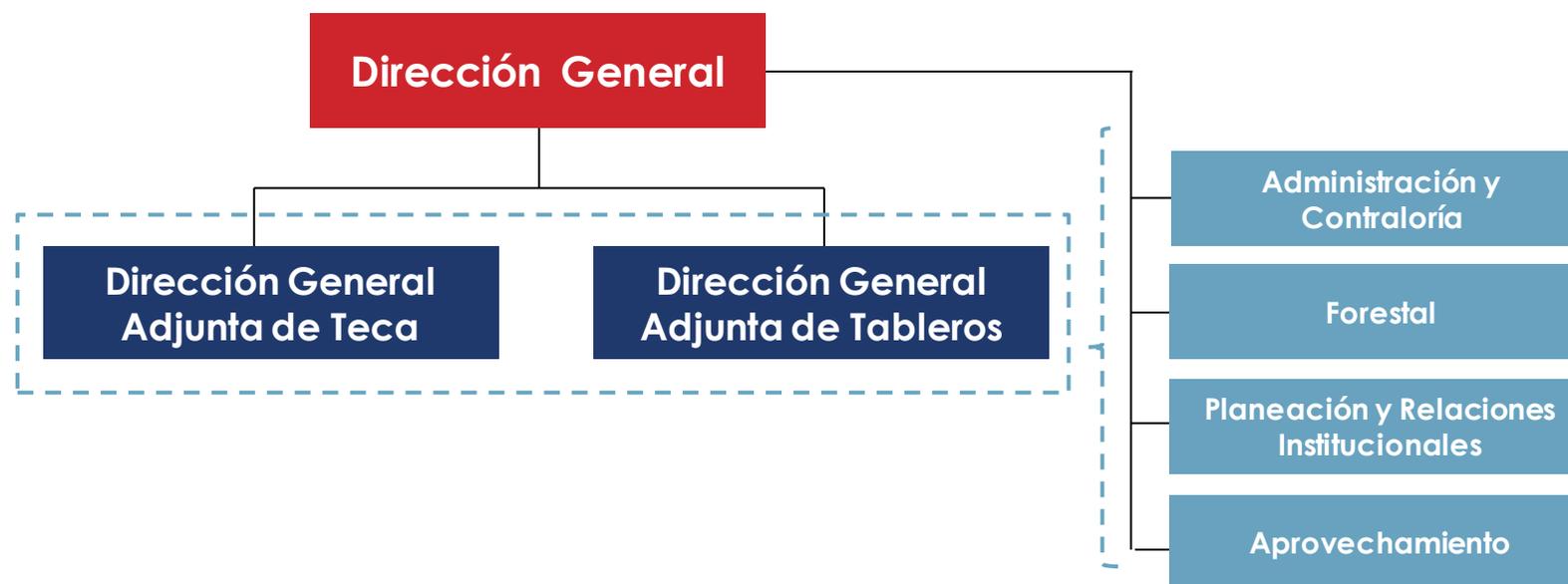
Descripción de la Empresa

Principales funcionarios y estructura corporativa

Principales funcionarios

Nombre	Puesto
Gastón Mauvezin	Director General
Enrique Espinosa	Director General Adjunto de Teca
Omar Nacif	Director General Adjunto de Tableros
Miguel Trenado	Contralor Corporativo
Jurgen Stock	Director Forestal
Ingrid Cerwinka	Directora de Planeación Estratégica y Relaciones Institucionales

Estructura corporativa

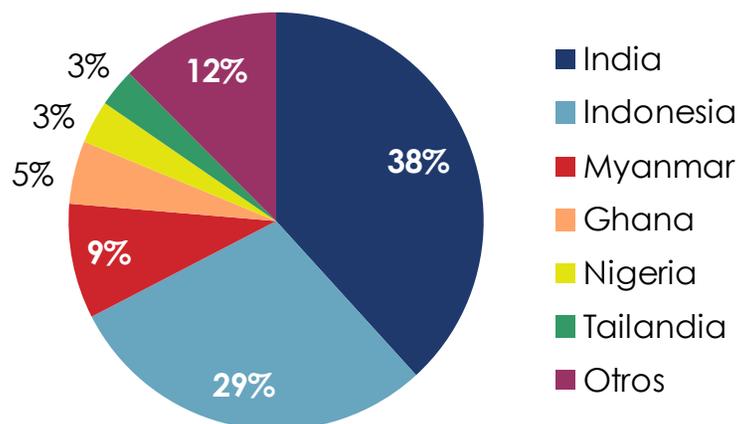


Descripción de la Industria

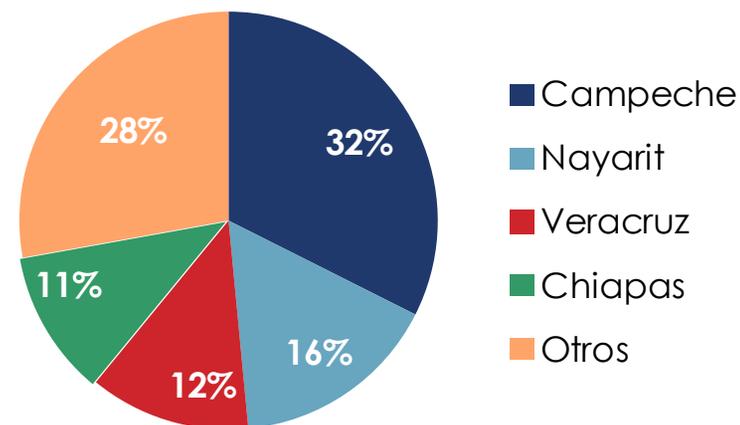
Oferta y demanda de la teca

- 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
- Actualmente, la teca es comúnmente plantada en Asia, África y América Latina, sumando un total de 4,347,000 hectáreas plantadas en 2013. Una gran mayoría de estas plantaciones se encuentran en Asia (Myanmar, 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. Concentran más del 65% del total

Porcentaje de áreas plantadas de teca por país



Superficie de teca establecida en México



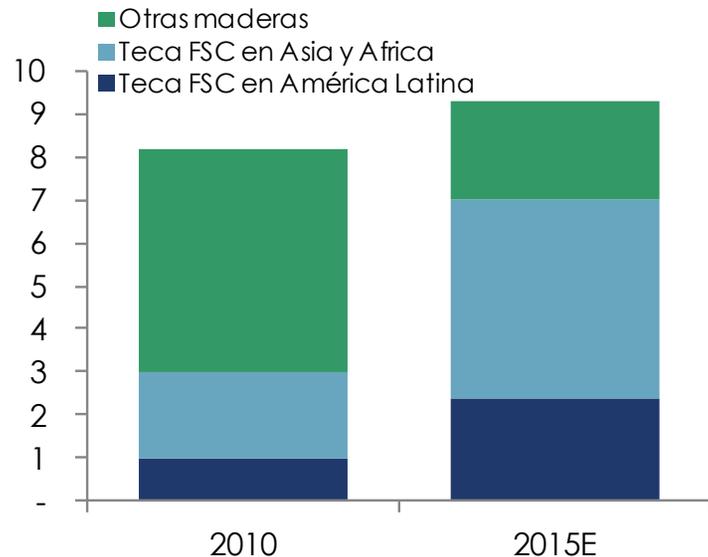
Fuente: FAO, 2012

Descripción de la Industria

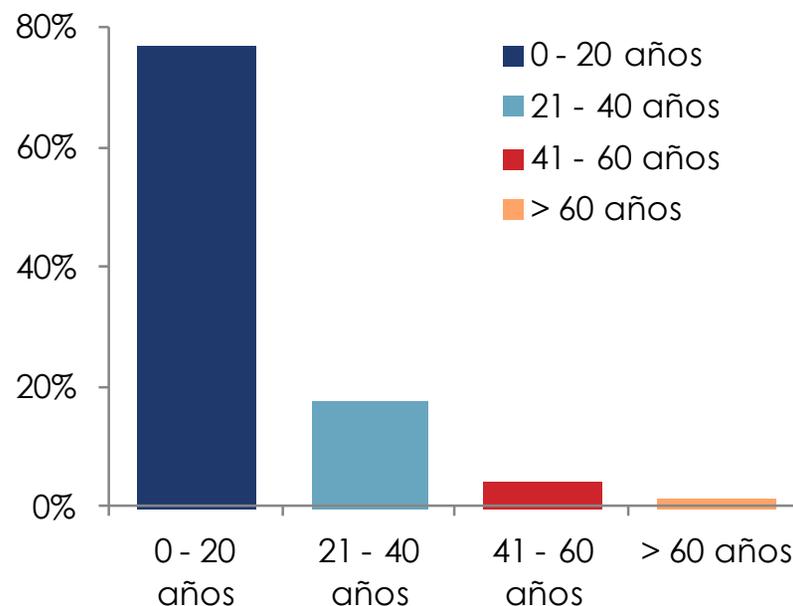
Oferta y demanda de la teca

- La demanda de la teca ha venido creciendo a doble dígito en los últimos años. En el periodo de 2010 a 2012, se registró un incremento en el volumen demandado de 47%. Actualmente, las plantaciones de teca ascienden a 6.8 mm de hectáreas a nivel mundial, esto representa una capacidad para producir 30 mm de m³ de madera anual
- La teca producida en Myanmar establece los estándares internacionales de calidad y éste es 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 reducirá la disponibilidad de teca a nivel mundial

Demanda de maderas duras en China, India y EEUU



Distribución por edad de las plantaciones de teca



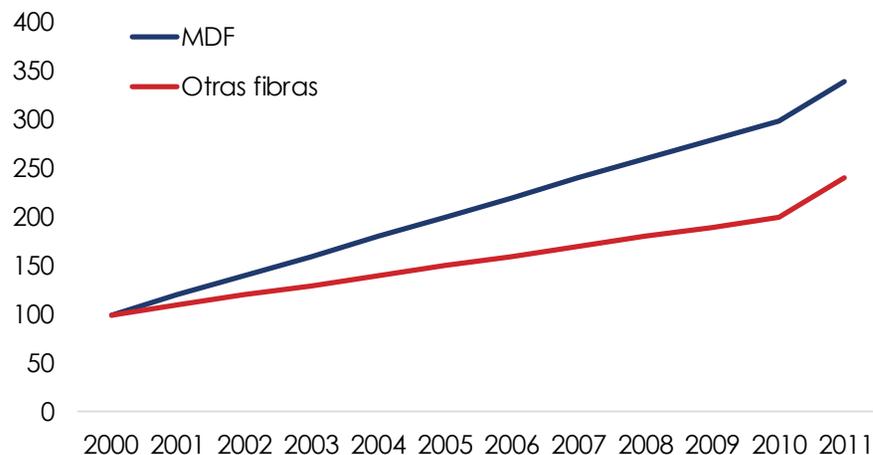
Fuente: FAO, 2012

Descripción de la Industria

Oferta y demanda de MDF

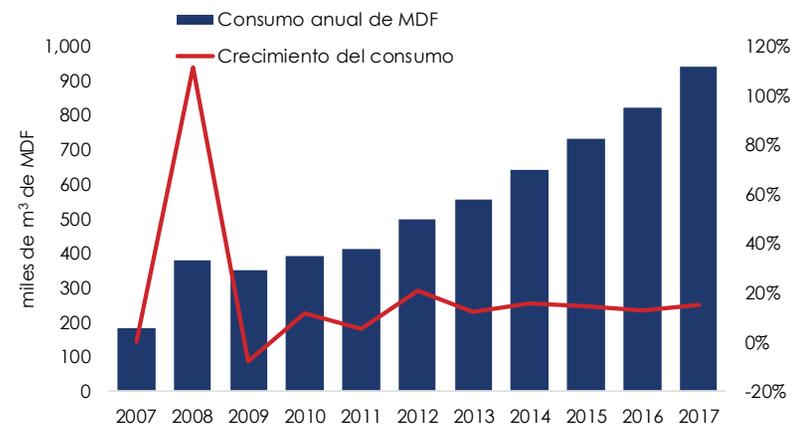
- El sector forestal en México presenta un déficit comercial enorme donde más del 80% de los productos de madera que se consumen son importados
- El tamaño del mercado mexicano de MDF fue de 490,000 m³/año en 2012 y creció a una tasa promedio anual de 12% entre los años 2000 y 2012. Se espera que esta 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

Evolución del mercado de MDF vs otras fibras



Fuente: SIAVI y FAO

Consumo anual de MDF en México

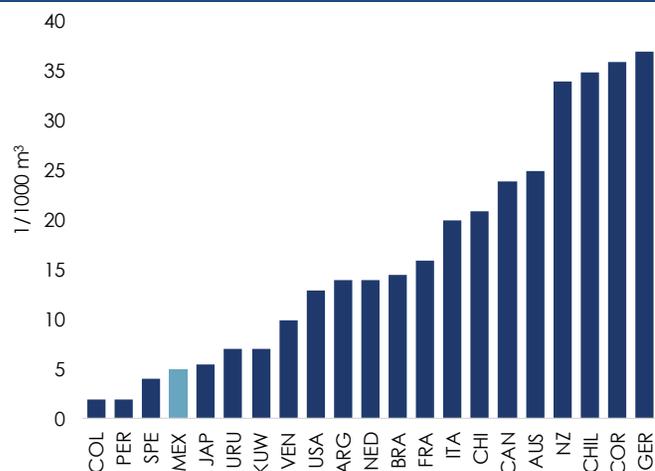


Descripción de la Industria

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 principales 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

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

El gobernador de Tabasco, Arturo Núñez Jiménez puso en marcha la construcción de la planta procesadora de madera MDF que, con una inversión de 200 millones de dólares del grupo empresarial Proteak, se convertirá en el proyecto forestal industrial más grande de México. Sustituirá hasta el 40% de las importaciones de este material al año

La Jornada, 4 Noviembre 2014

El fabricante Chileno de tableros de madera Masisa invertirá 132 millones de dólares para la construcción de una planta de MDF, ubicada en el estado de Durango. La compañía precisó que el proyecto contará con tecnología de punta y generará empleos de calidad que permitirá el desarrollo regional y forestal de la entidad, al duplicar el consumo de madera residual

El Economista, 27 Noviembre 2014

La compañía forestal-industrial Proteak firmó un acuerdo de cooperación con la empresa española Financiera Maderera (Finsa), con el cual busca fortalecer su proyecto de MDF. Finsa es una firma dedicada a la producción y venta de tableros, resinas, melaninas y chapas, cuenta con más de 80 años de experiencia y tiene 12 fábricas en Europa

El Economista, 26 Enero 2015

La industria mueblera de Jalisco, la segunda más importante del país después de la del Estado de México, proyecta este año un crecimiento de 4% y apostará el cumplimiento de ese objetivo al desarrollo del diseño e innovación

El Economista, 19 Marzo 2015

En Jalisco se creó el clúster de la industria forestal para crecer la producción de madera, celulosa, papel y cartoncillo bajo un manejo sustentable de los bosques. Con este proyecto se busca abatir el déficit de producción que hay en México, explicó el presidente del clúster, Óscar Ramírez, quien señaló que las empresas de esta industria apenas satisfacen el 27% de estas materias primas que se consumen en el país. El 90% de los tableros de MDF, aglomerados, melaninas y triplay tropicales que se comercializan son importados

El Informador, 25 Agosto 2014

Tabasco se ha convertido en el primer estado con más plantaciones forestales comerciales del país, rebasando a estados de gran producción como Veracruz. Tabasco se ha convertido en el centro de las plantaciones comerciales tropicales del país, así lo confirmó Francisco Lastra Bastar, gerente estatal de la Comisión Nacional Forestal (Conafor)

Organización Editorial Mexicana, 28 Diciembre 2014

La madera fue uno de los productos con mejor desempeño en 2014. Sus exportaciones aún no tienen un gran peso en el comercio exterior del país, pero representaron ingresos por USD 185 millones entre enero y octubre de 2014, incremento de 29% con respecto al mismo período del 2013, cifras del Banco Central. El crecimiento del sector está impulsado tanto en las ventas de madera sin procesar como procesada, ejemplo aglomerados y MDF. En el país se exportan 19 variedades de madera, pero la balsa y la teca son las de mayor demanda en el exterior

El Comercio, 25 Diciembre 2014

El gobierno federal implementó la estrategia para incrementar la producción maderable en México a desarrollarse durante el presente sexenio, a través de diversos modelos de producción. Jorge Rescala Pérez, director general de Conafor, resaltó que el Gobierno de Enrique Peña Nieto brinda apoyos a las comunidades, a organizaciones de productores y a la industria maderera y con especial atención en la sustentabilidad, la innovación y la certificación de los bosques

Organización Editorial Mexicana, 8 Septiembre 2014

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 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

Estructura de capital eficiente

- 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

Tesis de Inversión

Méritos y riesgos

<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 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 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

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 21,056) ■ 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 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 ■ 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

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

Fenómenos meteorológicos, plagas e incendios

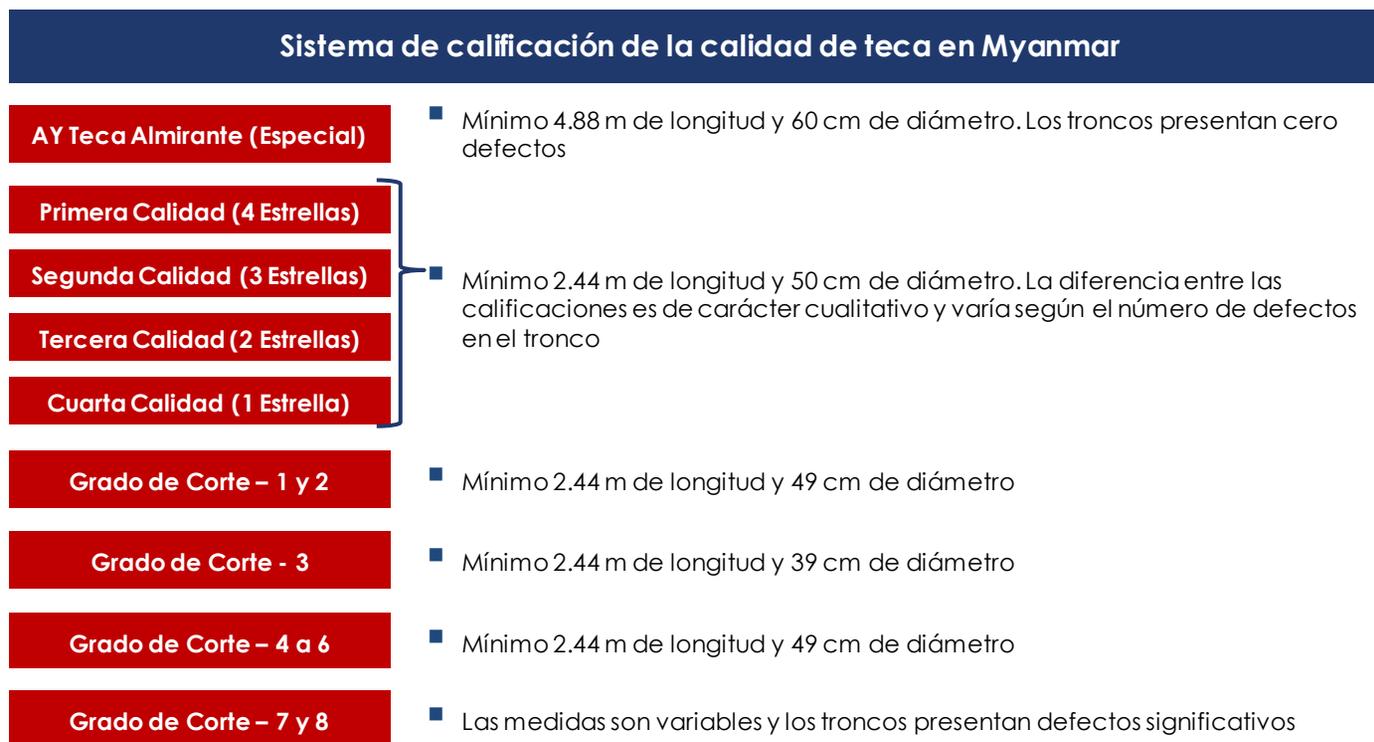
- Como cualquier otro activo forestal, los activos biológicos de Proteak están sujetos a plagas
 - Sin embargo, las plantaciones de Proteak se encuentran en diferentes propiedades y las de mayor tamaño se encuentran intercaladas con vegetación nativa para evitar que se expandan en caso de ser afectadas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



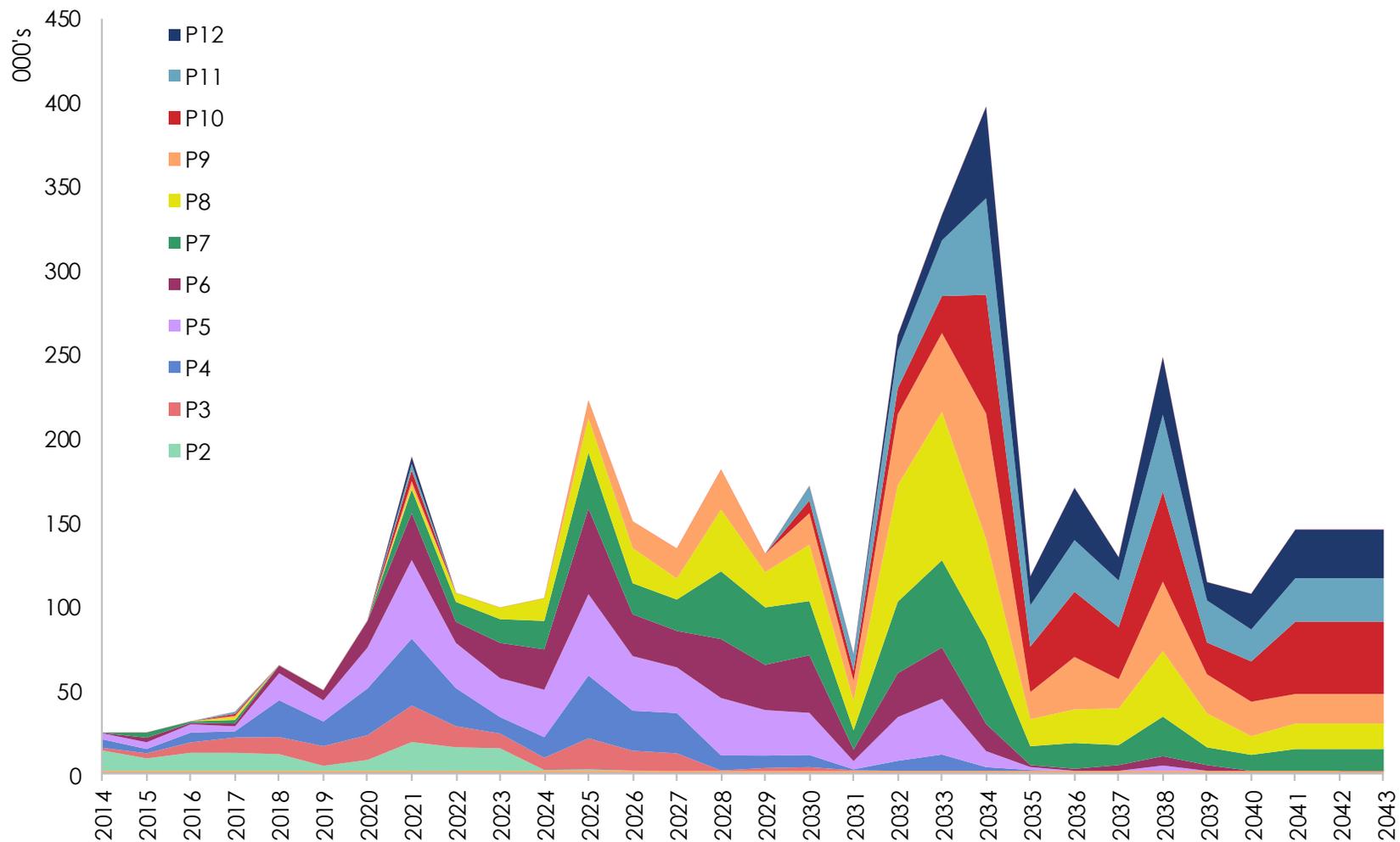
V. Resumen de Valuación

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 y estructura de capital de cada una
- Si bien es probable que el negocio de Teca continúe su actividad más allá del periodo proyectado (2043):
 - 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 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 +/- 0.25% en las tasas de descuento
- 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)



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 ~25 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	16.8%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	7.8%
Tasa efectiva de impuestos	30.0%
Costo de la deuda	5.5%
Capitalización de mercado	175
Deuda fondeada total	18
WACC	15.8%

WACC MDF

Capital	
Costo de capital	16.5%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	4.2%
Tasa efectiva de impuestos	30.0%
Costo de la deuda	2.9%
Capitalización de mercado	92
Deuda fondeada total	91
WACC	9.7%

Nota: valor de capitalización expresado en millones de USD

Flujos de Efectivo Descontados (Teca)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Teca												
Utilidad de operación	(610)	(1,464)	2,622	8,691	7,203	23,322	74,461	36,486	38,488	52,547	128,794	93,859
Impuestos sobre utilidad	-	-	-	-	-	(4,326)	(22,205)	(10,888)	(11,527)	(15,764)	(38,638)	(28,158)
Depreciación y amortización	196	211	226	240	255	229	207	186	167	151	136	122
Cambios en capital de trabajo	5,668	1,176	412	(102)	1,869	(3,756)	(11,142)	8,627	(370)	(2,779)	(15,685)	8,556
Inversión en activos	(8,834)	(8,834)	(11,996)	(9,789)	(4,759)	(4,473)	-	-	382	21	-	-
EBITDA	(413)	(1,254)	2,848	8,932	7,457	23,552	74,667	36,672	38,655	52,698	128,929	93,981
Flujos libres de efectivo	(3,579)	(8,911)	(8,736)	(959)	4,567	10,997	41,320	34,412	27,140	34,176	74,606	74,380
Flujos descontados	(3,416)	(7,534)	(6,381)	(605)	2,490	5,179	16,810	12,094	8,240	8,964	16,905	14,560

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
87,918	148,598	107,090	168,011	79,565	335,648	464,096	694,004	223,516	353,035	274,638	532,104	244,611	268,405	388,713	419,298	512,159
(26,375)	(44,579)	(32,127)	(50,403)	(23,870)	(100,694)	(139,229)	(208,201)	(67,055)	(105,911)	(82,391)	(159,631)	(73,383)	(80,521)	(116,614)	(125,789)	(153,648)
110	99	89	80	72	65	58	52	47	43	38	34	897	808	727	654	589
843	(12,003)	8,345	(12,236)	17,528	(50,509)	(24,750)	(45,123)	93,208	(25,481)	16,162	(53,127)	56,492	(3,858)	(24,847)	(4,643)	(18,823)
1,390	-	-	572	121	327	466	1,805	1,722	2,886	2,865	4,174	(2,992)	3,325	2,578	916	2,564
88,028	148,697	107,179	168,091	79,637	335,712	464,155	694,056	223,564	353,078	274,676	532,139	245,509	269,213	389,440	419,952	512,748
63,886	92,114	83,397	106,024	73,417	184,836	300,642	442,536	251,439	224,572	211,312	323,555	225,625	188,158	250,557	290,436	342,842
10,804	13,457	10,525	11,560	6,915	15,040	21,133	26,874	13,191	10,178	8,273	10,944	6,593	4,750	5,464	5,471	5,580

Flujos de Efectivo Descontados (MDF)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MDF										
Utilidad de operación	(11,002)	4,792	20,595	32,053	43,386	43,571	51,342	55,515	58,478	58,971
Impuestos sobre utilidad	-	(252)	(5,068)	(8,597)	(12,089)	(12,254)	(14,734)	(16,181)	(17,265)	(17,599)
Depreciación y amortización	1,133	10,185	9,298	8,500	7,652	6,988	6,291	5,780	5,204	4,685
Cambios en capital de trabajo	(1,107)	(8,968)	(5,523)	(2,740)	(2,602)	(800)	(541)	(696)	(606)	(602)
Inversión en activos	(91,654)	(1,318)	(1,318)	(16)	(1,016)	(16)	(1,186)	(16)	(16)	(1,016)
EBITDA	(9,869)	14,977	29,893	40,553	51,038	50,559	57,633	61,296	63,682	63,656
Flujos libres de efectivo	(102,631)	4,438	17,984	29,200	35,331	37,488	41,172	44,403	45,795	44,439
Flujos descontados	(99,637)	3,991	14,739	21,812	24,056	23,266	23,290	22,894	21,522	19,036
Valor terminal - crecimiento a perpetuidad										292,158

Flujos de Efectivo Descontados

USD 000s

Valor empresa	621,184
Deuda	109,467
Efectivo	8,222
Interés minoritario a valor de mercado	44,055
Deuda neta	145,299
Valor del capital	475,884

	USD	MXN
Precio implícito del CPO	1.96	29.61

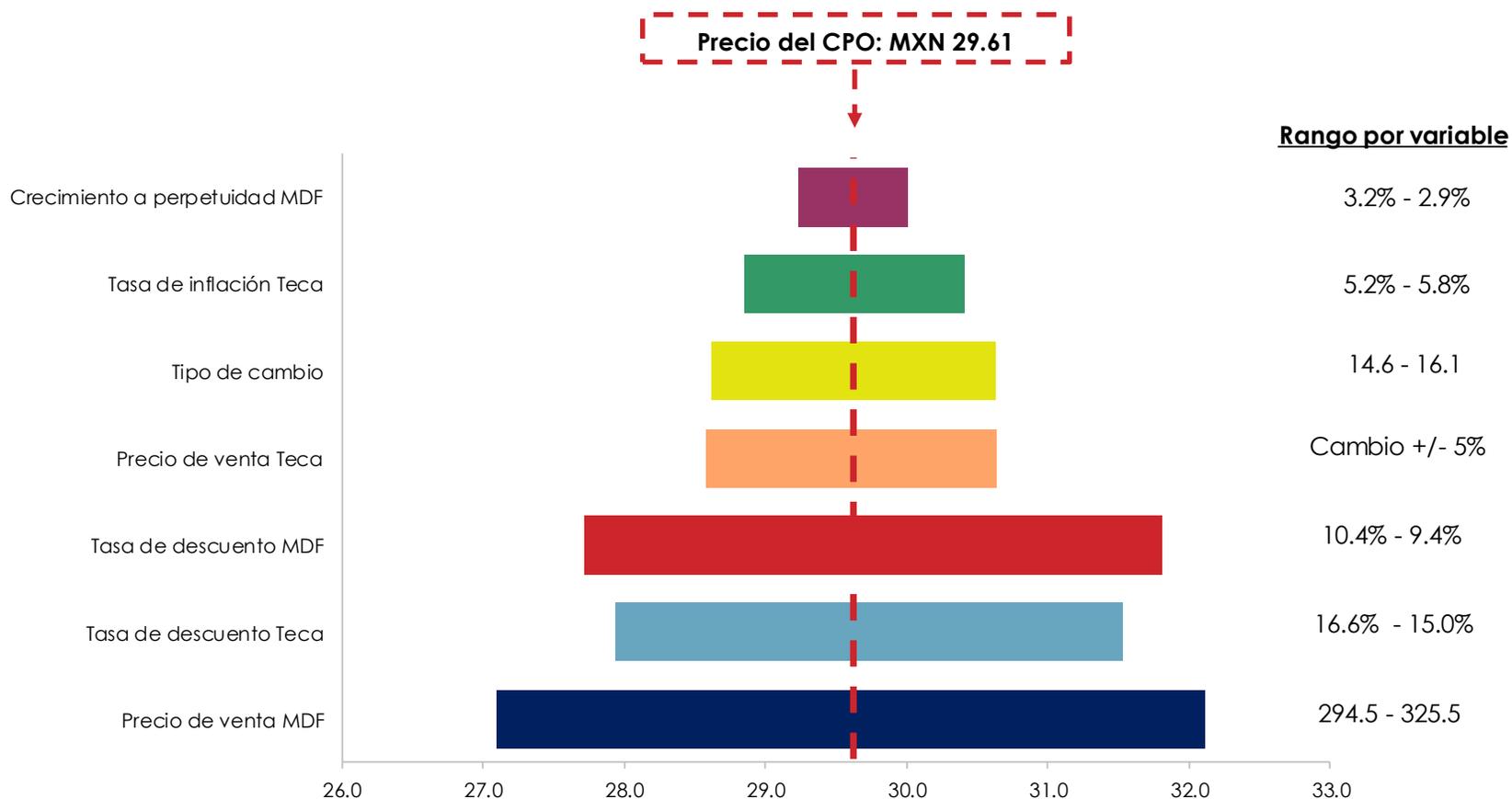
Tabla de sensibilidad

		Tasa de descuento (MDF)						
		9.0%	9.2%	9.5%	9.7%	10.0%	10.2%	10.5%
Tasa de descuento (teca)	15.0%	34.97	33.70	32.52	31.43	30.42	29.48	28.61
	15.3%	34.34	33.07	31.89	30.80	29.79	28.85	27.98
	15.5%	33.74	32.46	31.28	30.19	29.19	28.25	27.37
	15.8%	33.16	31.88	30.70	29.61	28.60	27.67	26.79
	16.0%	32.60	31.32	30.15	29.06	28.05	27.11	26.23
	16.3%	32.07	30.79	29.61	28.52	27.51	26.57	25.70
	16.5%	31.55	30.28	29.10	28.01	27.00	26.06	25.19

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%**



VI. Estados Financieros Segmentados

Estado de Resultados Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de resultados	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos totales	7,201	7,706	12,776	20,219	17,373	34,494	88,707	48,421	50,493	65,207	146,191	108,795
Costo de venta	3,058	4,244	5,047	6,236	4,688	5,531	8,439	5,952	5,839	6,299	10,835	8,162
Utilidad bruta	4,143	3,462	7,729	13,983	12,686	28,963	80,268	42,469	44,655	58,907	135,356	100,633
Gastos totales	4,752	4,926	5,106	5,292	5,483	5,641	5,807	5,982	6,167	6,360	6,562	6,774
Utilidad de operación	(610)	(1,464)	2,622	8,691	7,203	23,322	74,461	36,486	38,488	52,547	128,794	93,859
EBITDA	(413)	(1,254)	2,848	8,932	7,457	23,552	74,667	36,672	38,655	52,698	128,929	93,981
Margen EBITDA	NA	NA	22%	44%	43%	68%	84%	76%	77%	81%	88%	86%
Utilidad neta	(2,134)	(2,960)	1,273	7,552	6,314	18,268	51,811	25,404	26,895	36,783	90,156	65,701

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
103,010	165,901	122,862	185,998	93,722	359,012	491,607	725,317	241,595	374,434	294,356	593,291	284,301	295,678	418,974	448,184	548,133
8,098	10,079	8,309	10,274	6,185	15,123	18,990	22,502	8,966	11,973	9,969	51,101	28,389	15,698	18,389	16,698	23,447
94,912	155,822	114,554	175,724	87,537	343,889	472,617	702,815	232,629	362,460	284,387	542,190	255,912	279,979	400,584	431,486	524,686
6,994	7,224	7,464	7,713	7,972	8,241	8,521	8,811	9,113	9,425	9,749	10,085	11,300	11,575	11,871	12,188	12,526
87,918	148,598	107,090	168,011	79,565	335,648	464,096	694,004	223,516	353,035	274,638	532,104	244,611	268,405	388,713	419,298	512,159
88,028	148,697	107,179	168,091	79,637	335,712	464,155	694,056	223,564	353,078	274,676	532,139	245,509	269,213	389,440	419,952	512,748
85%	90%	87%	90%	85%	94%	94%	96%	93%	94%	93%	90%	86%	91%	93%	94%	94%
61,543	104,019	74,963	117,608	55,696	234,953	324,867	485,803	156,461	247,125	192,246	372,473	171,228	187,883	272,099	293,509	358,511

Balance General Proyectado (Teca)

USD 000s

Balance general	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Efectivo y equivalentes	4,428	-	-	-	5,404	24,631	61,609	92,685	117,343	150,442	225,048	300,817
Cuentas por cobrar	6,677	5,502	5,083	5,244	3,340	7,090	18,234	9,576	10,092	13,041	29,238	20,677
Inventarios	714	990	1,178	1,386	1,042	1,229	1,875	1,323	1,135	1,050	1,505	907
Activos no circulantes	140,131	148,679	151,769	149,813	147,558	140,855	140,648	140,081	139,892	139,742	139,606	138,094
Activo total	151,949	155,172	158,029	156,443	157,343	173,805	222,367	243,664	268,463	304,275	395,397	460,496
Proveedores	748	1,027	1,207	1,474	1,095	1,277	1,924	1,341	1,299	1,384	2,350	1,748
Créditos LP	19,650	19,385	17,839	15,393	12,519	10,532	6,635	3,111	1,056	-	-	-
Otros pasivos	17,809	23,978	26,928	19,969	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809
Pasivo total	38,207	44,389	45,975	36,836	31,423	29,617	26,368	22,260	20,163	19,193	20,159	19,556
Capital total	113,743	110,782	112,055	119,607	125,920	144,188	196,000	221,404	248,299	285,082	375,238	440,939
Pasivo y capital total	151,949	155,172	158,029	156,443	157,343	173,805	222,367	243,664	268,463	304,275	395,397	460,496

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
363,313	455,428	539,397	644,970	718,593	903,568	1,205,549	1,648,002	1,900,605	2,125,156	2,337,778	2,654,166	2,886,109	3,073,519	3,322,414	3,614,499	3,957,340
20,030	32,259	23,669	36,117	18,082	69,594	94,732	140,184	45,481	71,247	54,851	111,959	53,174	55,787	80,831	85,277	104,618
675	840	692	856	515	1,260	1,583	1,875	747	998	831	4,258	2,366	1,308	1,532	1,392	1,954
137,985	137,886	137,225	137,023	136,624	136,094	134,231	132,457	129,523	126,616	122,403	125,361	121,138	117,753	116,110	112,891	109,738
522,002	626,412	700,983	818,966	873,815	1,110,516	1,436,094	1,922,518	2,076,357	2,324,017	2,515,862	2,895,744	3,062,787	3,248,368	3,520,887	3,814,058	4,173,650
1,712	2,102	1,710	2,086	1,238	2,986	3,697	4,318	1,696	2,231	1,830	9,239	5,054	2,751	3,172	2,834	3,914
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809	17,809
19,520	19,911	19,519	19,895	19,047	20,795	21,506	22,127	19,504	20,040	19,639	27,048	22,862	20,560	20,980	20,642	21,722
502,482	606,501	681,464	799,072	854,768	1,089,721	1,414,588	1,900,391	2,056,852	2,303,977	2,496,223	2,868,696	3,039,924	3,227,808	3,499,907	3,793,416	4,151,927
522,002	626,412	700,983	818,966	873,815	1,110,516	1,436,094	1,922,518	2,076,357	2,324,017	2,515,862	2,895,744	3,062,787	3,248,368	3,520,887	3,814,058	4,173,650

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 neta	(2,134)	(2,960)	1,273	7,552	6,314	18,268	51,811	25,404	26,895	36,783	90,156	65,701
Depreciación y amortización	196	211	226	240	255	229	207	186	167	151	136	122
Otros activos	3,237	3,237	6,474	6,474	6,474	6,474	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambios en capital de trabajo	5,668	1,176	412	(102)	1,869	(3,756)	(11,142)	8,627	(370)	(2,779)	(15,685)	8,556
Flujos de operación	6,968	1,664	8,384	14,164	14,911	21,215	40,875	34,217	26,692	34,155	74,606	74,380
Inversión en activos fijos	(3,133)	(5,386)	(5,513)	(385)	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversión en activos biológicos	(5,701)	(6,610)	(4,276)	(4,373)	(4,473)	-	-	-	-	-	-	-
Venta de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	382	21	-	-	1,390
Flujos de inversión	(8,834)	(11,996)	(9,789)	(4,759)	(4,473)	-	-	382	21	-	-	1,390
Aumentos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos LP	(2,225)	(265)	(1,545)	(2,446)	(2,874)	(1,987)	(3,897)	(3,523)	(2,055)	(1,056)	-	-
Flujos de financiamiento	(2,225)	(265)	(1,545)	(2,446)	(2,874)	(1,987)	(3,897)	(3,523)	(2,055)	(1,056)	-	-
Efectivo generado o utilizado	(3,795)	(10,597)	(2,950)	6,959	7,564	19,227	36,978	31,075	24,658	33,099	74,606	75,770
Efectivo neto inicial	8,222	4,428	(6,169)	(9,119)	(2,160)	5,404	24,631	61,609	92,685	117,343	150,442	225,048
Efectivo neto final	4,428	(6,169)	(9,119)	(2,160)	5,404	24,631	61,609	92,685	117,343	150,442	225,048	300,817

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
61,543	104,019	74,963	117,608	55,696	234,953	324,867	485,803	156,461	247,125	192,246	372,473	171,228	187,883	272,099	293,509	358,511
110	99	89	80	72	65	58	52	47	43	38	34	897	808	727	654	589
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
843	(12,003)	8,345	(12,236)	17,528	(50,509)	(24,750)	(45,123)	93,208	(25,481)	16,162	(53,127)	56,492	(3,858)	(24,847)	(4,643)	(18,823)
62,496	92,114	83,397	105,451	73,296	184,509	300,176	440,732	249,717	221,686	208,447	319,381	228,617	184,833	247,979	289,520	340,277
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(8,665)	-	-	-	-	-
-	-	572	121	327	466	1,805	1,722	2,886	2,865	4,174	5,672	3,325	2,578	916	2,564	2,564
-	-	572	121	327	466	1,805	1,722	2,886	2,865	4,174	(2,992)	3,325	2,578	916	2,564	2,564
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
62,496	92,114	83,969	105,573	73,623	184,975	301,981	442,453	252,603	224,551	212,621	316,388	231,943	187,411	248,895	292,084	342,842
300,817	363,313	455,428	539,397	644,970	718,593	903,568	1,205,549	1,648,002	1,900,605	2,125,156	2,337,778	2,654,166	2,886,109	3,073,519	3,322,414	3,614,499
363,313	455,428	539,397	644,970	718,593	903,568	1,205,549	1,648,002	1,900,605	2,125,156	2,337,778	2,654,166	2,886,109	3,073,519	3,322,414	3,614,499	3,957,340

Estado de Resultados Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de resultados	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos totales	3,741	51,429	80,496	95,378	109,421	113,225	117,162	121,235	124,574	127,440
Costos de venta	8,705	27,070	39,273	43,956	48,672	51,657	49,579	49,889	50,786	53,017
Utilidad bruta	(4,965)	24,358	41,223	51,422	60,750	61,568	67,582	71,346	73,788	74,423
Gastos totales	6,037	19,566	20,628	19,369	17,363	17,997	16,240	15,831	15,310	15,452
Utilidad de operación	(11,002)	4,792	20,595	32,053	43,386	43,571	51,342	55,515	58,478	58,971
EBITDA	(9,869)	14,977	29,893	40,553	51,038	50,559	57,633	61,296	63,682	63,656
Margen EBITDA	-263.8%	29.1%	37.1%	42.5%	46.6%	44.7%	49.2%	50.6%	51.1%	49.9%
Utilidad neta	(14,814)	588	11,825	20,059	28,207	28,593	34,379	37,756	40,285	41,065

Balance General Proyectado (MDF)

USD 000s

Balance general	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Efectivo y equivalentes	-	-	-	5,505	29,418	55,196	83,832	114,697	147,606	180,079
Cuentas por cobrar	623	8,571	13,416	15,896	18,237	18,871	19,527	20,206	20,762	21,240
Inventarios	1,935	6,016	8,727	9,768	10,816	11,479	11,018	11,086	11,286	11,782
Activos no circulantes	127,907	119,040	111,061	102,577	95,941	88,969	83,864	78,100	72,912	69,243
Activo total	130,465	133,627	133,204	133,746	154,412	174,516	198,240	224,089	252,565	282,343
Línea de crédito revolvente	15,368	18,519	11,972	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	1,451	4,512	6,546	7,326	8,112	8,610	8,263	8,315	8,464	8,836
Créditos LP	91,224	87,586	79,851	71,525	63,198	54,212	43,904	31,945	19,986	8,327
Pasivo total	108,042	110,616	98,369	78,851	71,310	62,821	52,167	40,260	28,451	17,163
Capital total	22,423	23,011	34,835	54,895	83,101	111,694	146,073	183,829	224,115	265,180
Pasivo y capital total	130,465	133,627	133,204	133,746	154,412	174,516	198,240	224,089	252,565	282,343

Flujo de Efectivo Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad neta	(14,814)	588	11,825	20,059	28,207	28,593	34,379	37,756	40,285	41,065
Depreciación y amortización	1,133	10,185	9,298	8,500	7,652	6,988	6,291	5,780	5,204	4,685
Cambios en capital de trabajo	(1,107)	(8,968)	(5,523)	(2,740)	(2,602)	(800)	(541)	(696)	(606)	(602)
Flujos de operación	(14,788)	1,805	15,600	25,819	33,256	34,782	40,129	42,840	44,883	45,149
Inversión en activos fijos	(91,654)	(1,318)	(1,318)	(16)	(1,016)	(16)	(1,186)	(16)	(16)	(1,016)
Inversión en activos biológicos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad en venta de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos de inversión	(91,654)	(1,318)	(1,318)	(16)	(1,016)	(16)	(1,186)	(16)	(16)	(1,016)
Aumentos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos LP	91,224	(3,638)	(7,734)	(8,327)	(8,327)	(8,987)	(10,308)	(11,959)	(11,959)	(11,660)
Flujos de financiamiento	91,224	(3,638)	(7,734)	(8,327)	(8,327)	(8,987)	(10,308)	(11,959)	(11,959)	(11,660)
Efectivo generado o utilizado	(15,219)	(3,151)	6,548	17,476	23,913	25,779	28,635	30,865	32,908	32,473
Efectivo neto inicial	-	(15,219)	(18,370)	(11,823)	5,654	29,567	55,345	83,981	114,846	147,754
Efectivo neto final	(15,219)	(18,370)	(11,823)	5,654	29,567	55,345	83,981	114,846	147,754	180,228