

Reporte de Valuación

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



Mayo de 2016

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	20
IV. Determinación de Precios de Teca	26
V. Resumen de Valuación	28
VI. Estados Financieros Segmentados	36

I. Resumen Ejecutivo

Resumen Ejecutivo

Presentación

- 414 Capital se complace en presentar un ejercicio de valuación independiente de los Certificados de Participación Ordinaria (los "CPOs") de Proteak Uno S.A.B. de C.V.
- Proteak es una empresa que presenta una particular dificultad para la valuación por la combinación de una serie de factores que se discutirán más adelante. Entre ellos:
 - Horizonte de realización de valor para el negocio de teca 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 6 de mayo de 2016, el CPO cotizaba en MXN 18.60. 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 31.2 – 34.0

*Favor de referirse a la Sección V para una discusión sobre la metodología aplicada
Tipo de cambio USD/MXN: 17.18 (29/04/2016). 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 8,647 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



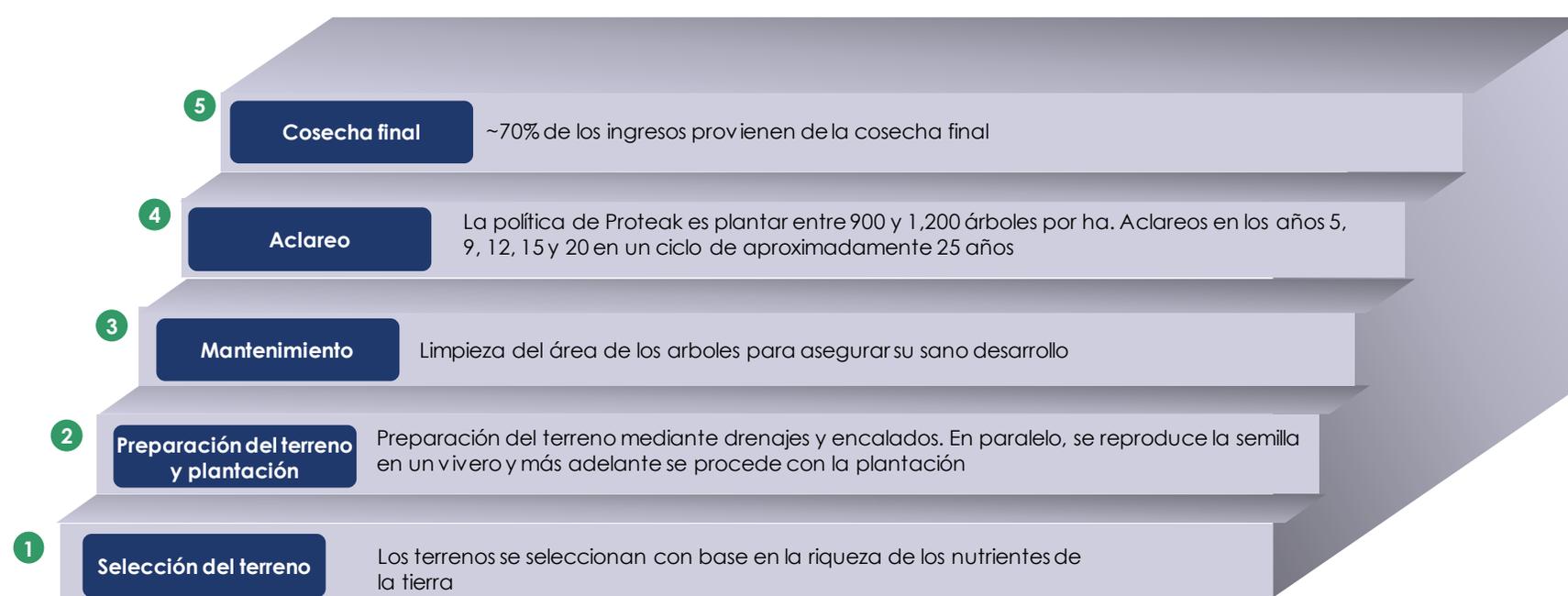
- Recientemente la compañía desarrolló una nueva línea de negocio dedicada a la producción y comercialización de tableros de fibra de densidad media (MDF, por sus siglas en inglés)
 - A la fecha Proteak cuenta con 9,184 hectáreas de Eucalipto (especie de crecimiento acelerado) para proveer con el volumen requerido por la producción de la planta de MDF. La capacidad de la planta es de 280,000 m³ al año

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

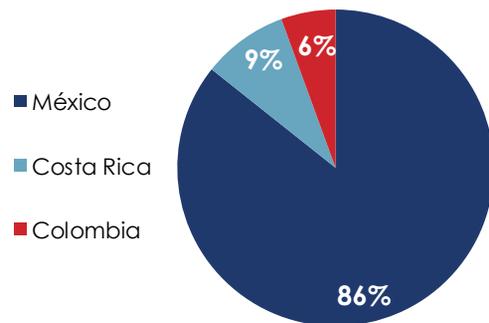
- Este segmento de negocio se dedica a comercializar la madera en rollo (en mayores volúmenes) principalmente en el mercado del sureste asiático
 - Uno de los objetivos de este segmento es lograr un mayor entendimiento del comportamiento del mercado de la teca a nivel global para explotar nuevas oportunidades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

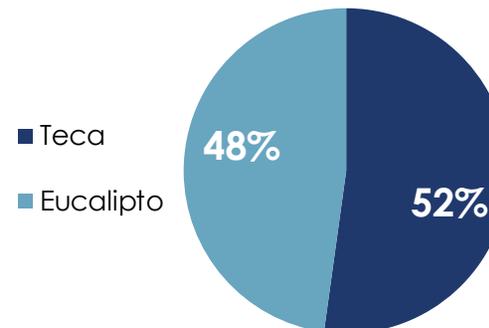
Presencia y hectáreas por zona geográfica



Distribución total de has de teca



Distribución de has



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
- 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 50% 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

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 iniciaron las pruebas de producción en febrero de 2016

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

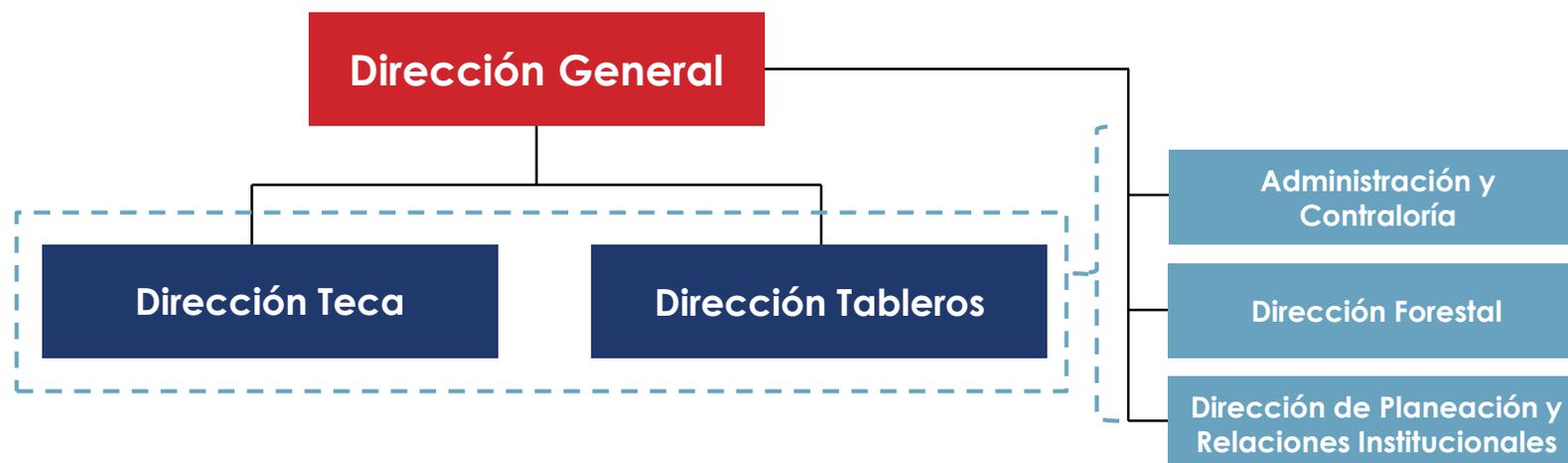
Descripción de la Empresa

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
Raúl Sánchez	Contralor Corporativo
Jurgen Stock	Director Forestal

Estructura corporativa

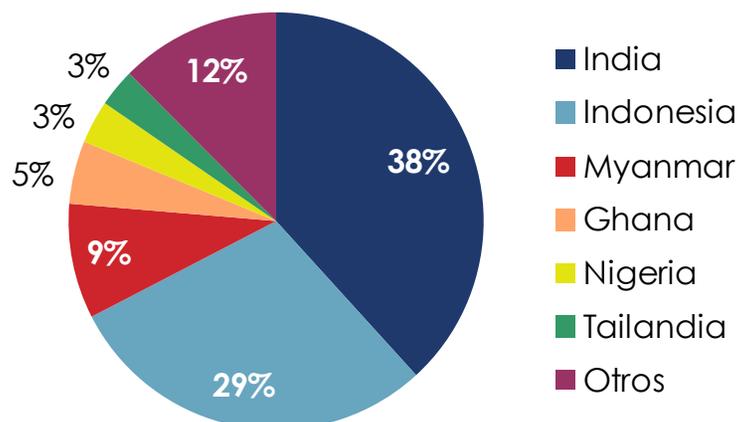


Descripción de la Industria

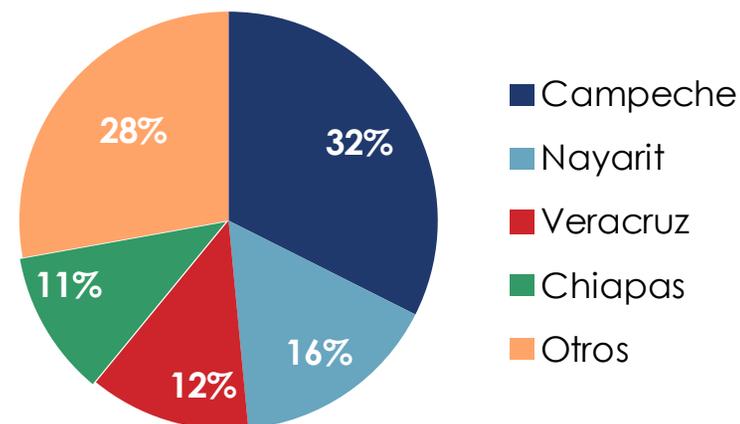
Oferta y demanda de la teca

- 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 más de 5,900,000 hectáreas plantadas en 2015. 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



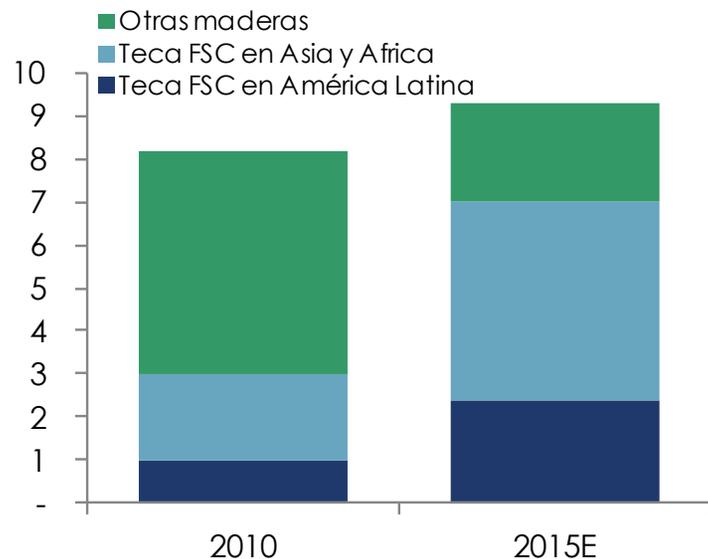
Fuente: FAO 2012

Descripción de la Industria

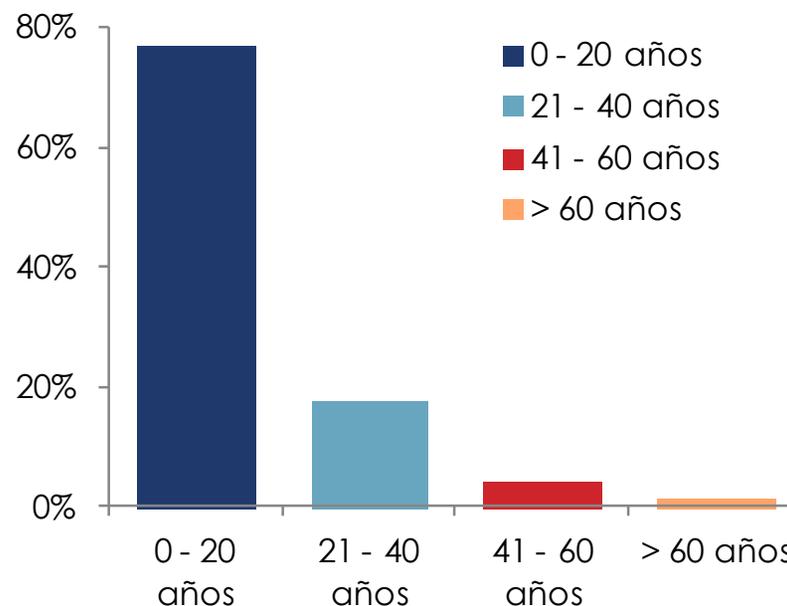
Oferta y demanda de la teca

- 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



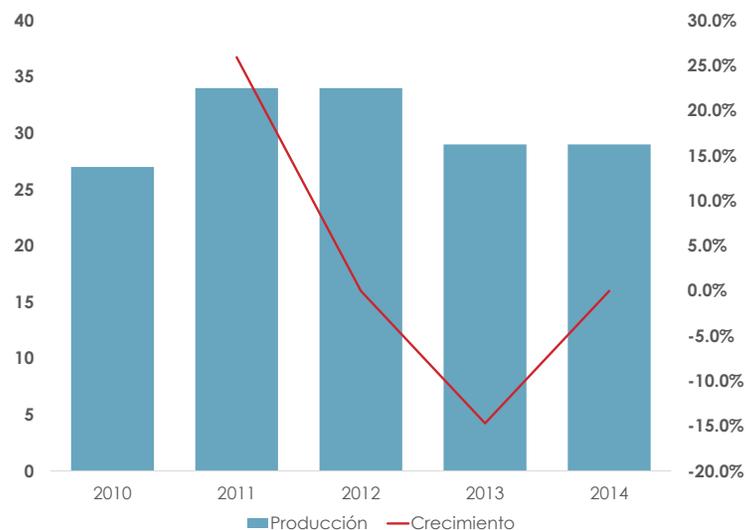
Fuente: FAO, 2012

Descripción de la Industria

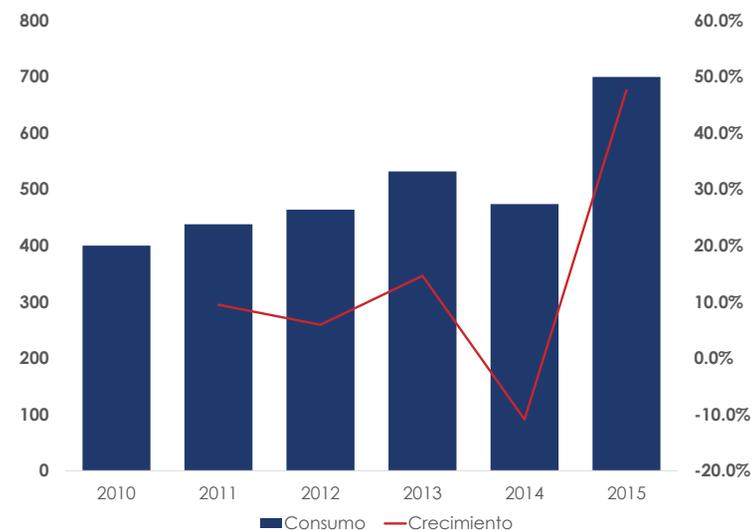
Oferta y demanda de MDF

- 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
- 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

Producción anual de MDF en México



Consumo anual de MDF en México



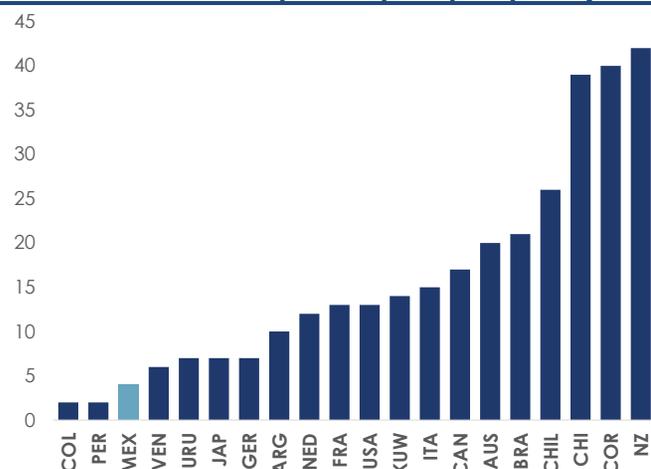
Fuente: SIAVI y FAO

Descripción de la Industria

Oferta y demanda de MDF

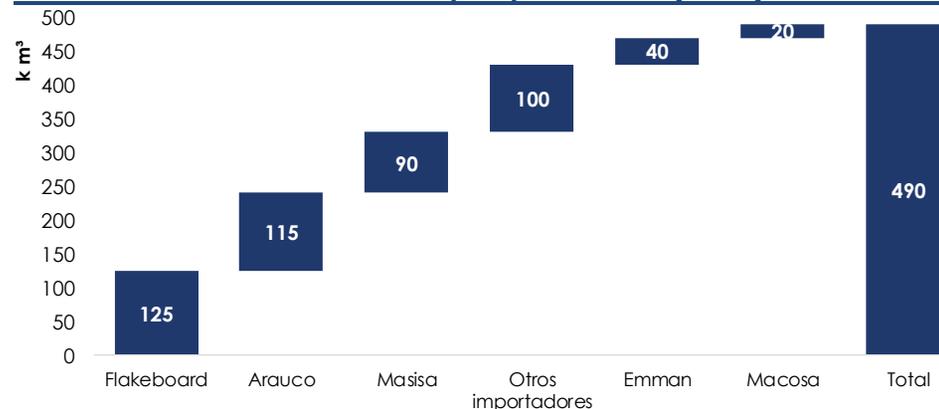
- El mercado de MDF en México es aún joven, por lo que el consumo per cápita es relativamente bajo
 - Si utilizamos a Brasil como caso de estudio, su consumo per cápita en 2002 era de 4 m³ cuando en el 2010 después de haber incrementado su capacidad instalada de 1,000k m³/año a 4,500k m³/año, fue de 14 m³. Actualmente, la capacidad instalada en México es de sólo 60k m³/año
- Existen cinco productores de MDF 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 (2014)



Fuente: FAOy Proteak

Oferta de MDF por productor (2012)

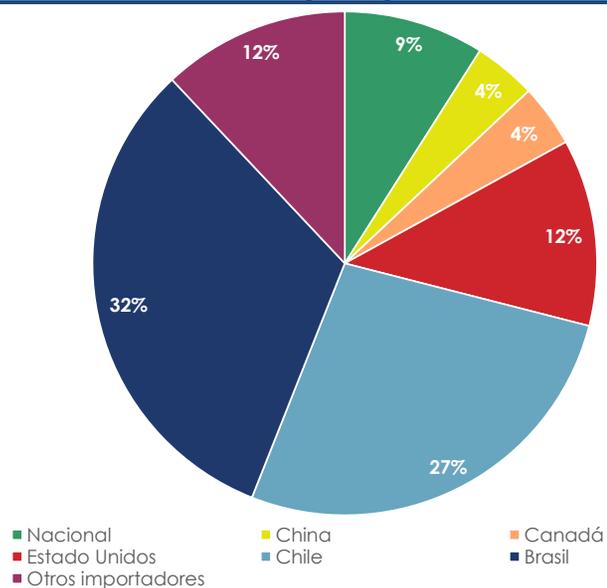


Descripción de la Industria

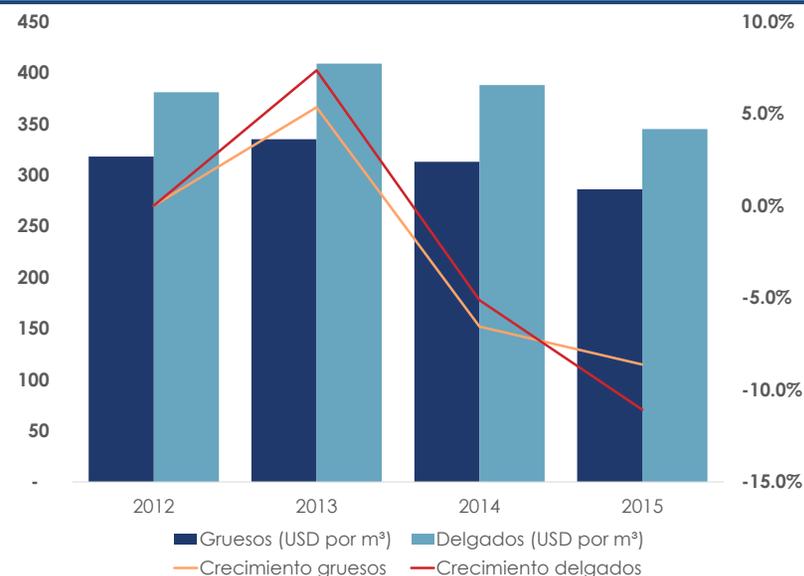
Industria de MDF

- El mercado de MDF en México ha sufrido caídas en el precio por m³
 - Debido a la sobredemanda 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 y consumo nacional (2015)



Precios en importaciones MDF (2015)



Fuente: Proteak

Descripción de la Industria

Noticias relevantes

"Con el lanzamiento de Tecnotabla intentamos alcanzar 40% de este mercado en los próximos tres años. Actualmente, 90% de estos tableros son importados y el dominio del mercado lo tienen los chilenos y brasileños", explicó Mauvezin.

Agregó que el mercado de tableros MDF tiene un valor de 500 millones de dólares, mientras que el mercado de tableros de todo tipo ronda los 2.000 millones de dólares anuales en México.

El Economista, 22 Febrero 2016

Con una inversión superior a los 131.7 millones de dólares, la empresa del sector industrial forestal Masisa anunció la etapa final de la construcción de su más reciente planta de producción de tableros de madera MDF con la que comenzará la producción interna para el mercado mexicano.

El Sol de México, 07 Abril 2016

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, melaminas 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

Actualmente, la producción maderable del país es de 5.9 millones de metros cúbicos, pero al cierre de 2016 se prevé que ascienda a 7 millones de metros cúbicos, es decir, un aumento de 17 por ciento, indicó el coordinador general de Educación y Desarrollo Tecnológico de la Conafor, José Medina Mora. Además explicó que el 67 por ciento de la madera proviene de Durango, Chihuahua, Michoacán, Oaxaca y Jalisco

La Razón, 22 Abril 2016

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 periodo 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 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 <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 el próximo año 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 Estados Unidos, 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

- 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

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 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 curzar ■ 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

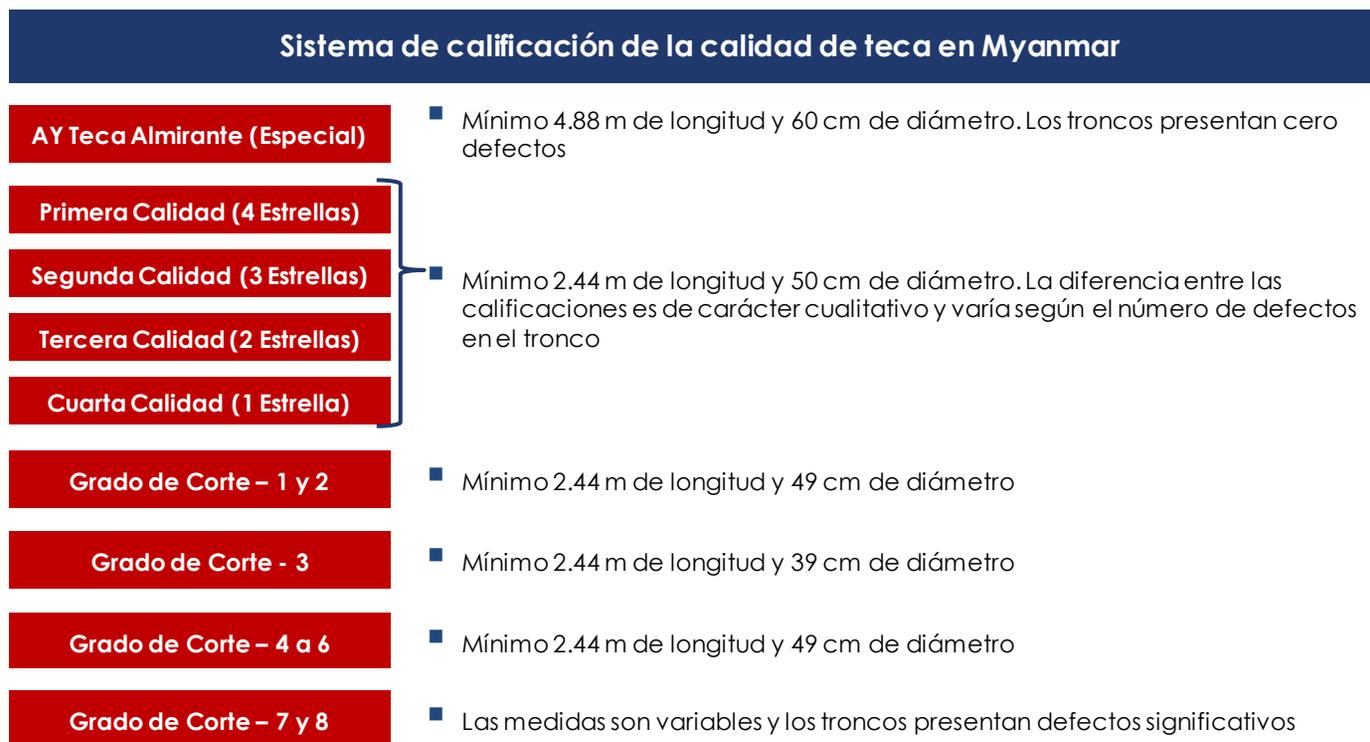
- Como cualquier otro activo forestal, los activos biológicos de Proteak están sujetos a plagas
 - Sin embargo, las plantaciones de Proteak se encuentran en diferentes propiedades y las de mayor tamaño se encuentran intercaladas con vegetación nativa para evitar que se expandan en caso de ser afectadas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



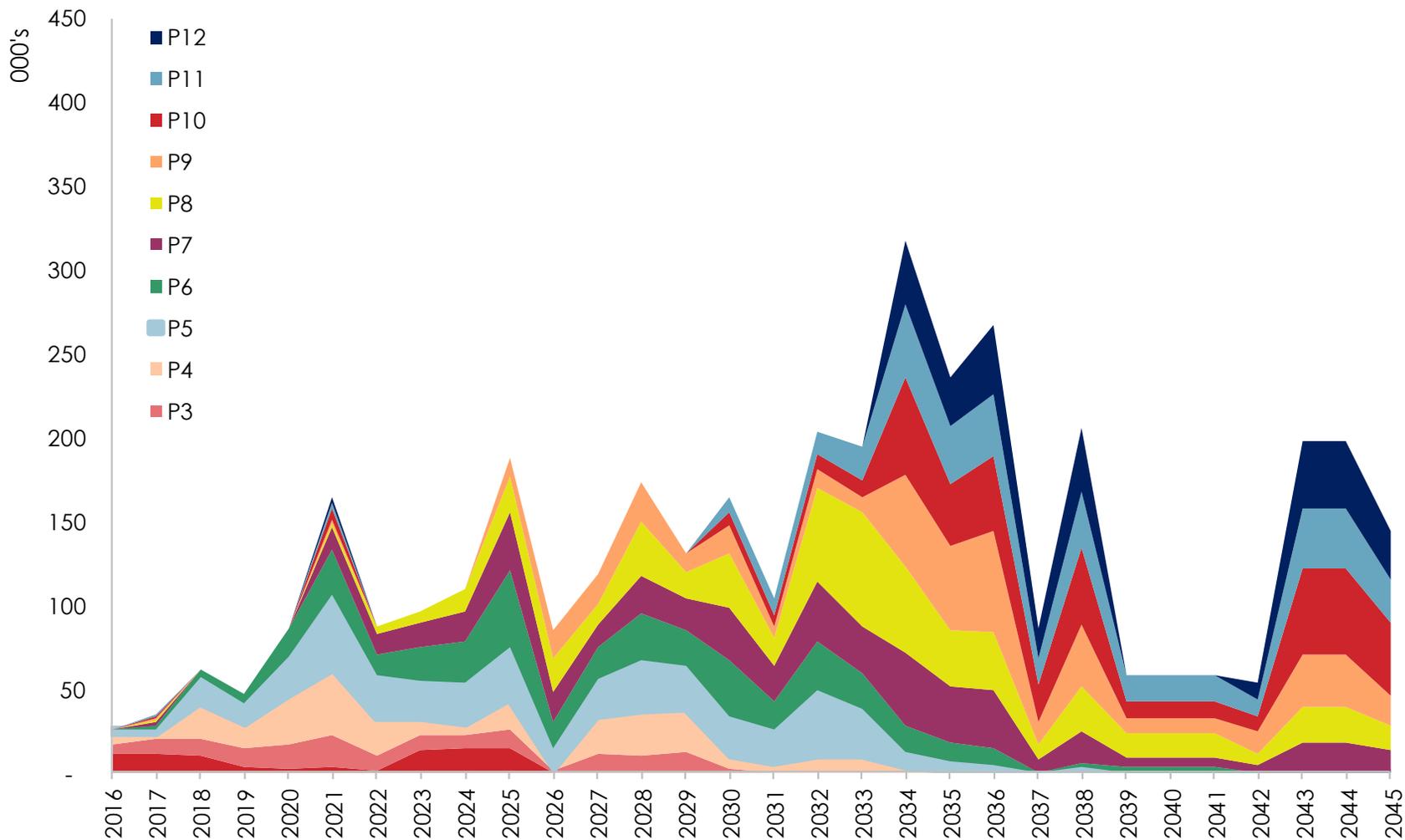
V. Resumen de Valuación

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 (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 las tierras 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
 - Hemos expresado el rango de valuación con base en una sensibilización de +/- 0.30% 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 ~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	16.8%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	7.7%
Tasa efectiva de impuestos	30.0%
Costo de la deuda	5.4%
Capitalización de mercado	196
Deuda fondeada total	19
WACC	15.8%

WACC MDF

Capital	
Costo de capital	16.1%
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	4.1%
Tasa efectiva de impuestos	30.0%
Costo de la deuda	2.9%
Capitalización de mercado	104
Deuda fondeada total	63
WACC	11.1%

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	2029
Teca														
Utilidad de operación	256	2,022	5,921	4,011	22,198	69,595	32,799	38,143	51,860	108,483	61,797	76,793	129,532	91,227
Impuestos sobre utilidad	-	(230)	(1,460)	(953)	(6,484)	(20,774)	(9,781)	(11,443)	(15,558)	(32,545)	(18,539)	(23,038)	(38,860)	(27,368)
Depreciación y amortización	243	218	197	215	233	250	251	226	203	183	165	148	133	120
Cambios en capital de trabajo	1,959	(936)	(2,573)	1,493	(8,531)	(21,795)	17,101	(2,580)	(6,354)	(26,553)	22,273	(7,525)	(25,154)	17,592
Inversión en activos	-	-	(4,360)	(4,466)	(4,574)	(257)	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	498	2,240	6,118	4,225	22,431	69,846	33,050	38,369	52,063	108,666	61,962	76,941	129,665	91,347
Flujos libres de efectivo	2,458	1,074	(2,275)	299	2,842	27,019	40,369	24,346	30,151	49,568	65,695	46,378	65,652	81,571
Flujos descontados¹	2,326	894	(1,633)	185	1,520	12,480	16,368	8,398	8,958	12,713	15,719	8,864	10,832	12,010

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
158,832	103,135	224,463	238,260	529,943	414,718	512,846	178,180	455,482	115,473	122,265	129,664	141,755	593,475	629,940	481,784
(47,649)	(30,941)	(67,339)	(71,478)	(158,983)	(124,415)	(153,854)	(53,454)	(136,644)	(34,642)	(36,680)	(38,899)	(42,526)	(178,043)	(188,982)	(144,535)
108	97	88	79	71	64	57	52	47	42	38	34	31	27	25	22
(30,946)	25,693	(56,348)	(6,262)	(132,791)	52,743	(44,703)	153,074	(126,792)	154,872	(3,237)	(3,415)	(5,475)	(205,778)	(15,222)	67,299
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
158,940	103,233	224,551	238,339	530,014	414,781	512,903	178,232	455,528	115,515	122,303	129,698	141,785	593,503	629,964	481,807
80,344	97,985	100,864	160,598	238,240	343,109	314,346	277,851	192,092	235,745	82,386	87,383	93,784	209,682	425,760	404,570
9,961	10,487	9,423	13,820	17,339	21,987	17,713	14,661	10,560	9,663	3,762	2,131	1,975	3,811	8,003	5,480

¹Incluyen los flujos provenientes de la venta de las tierras (valor terminal) mencioandas 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									
Utilidad de operación	(3,774)	7,306	16,590	43,706	44,838	47,873	49,924	51,374	52,325
Impuestos sobre utilidad	-	(1,631)	(4,624)	(12,856)	(13,309)	(14,367)	(15,172)	(15,567)	(15,613)
Depreciación y amortización	8,272	9,915	9,209	8,428	7,721	7,081	6,501	5,977	5,503
Cambios en capital de trabajo	(2,194)	(2,086)	2,008	25	(70)	(454)	(275)	(169)	(82)
Inversión en activos	(25,572)	(2,483)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)
EBITDA	4,498	17,222	25,799	52,134	52,558	54,953	56,425	57,352	57,828
Flujos libres de efectivo	(23,268)	11,021	22,201	38,321	38,196	39,149	39,996	40,632	41,149
Flujos descontados	(22,368)	9,660	17,516	27,215	24,417	22,528	20,716	18,944	17,269
Valor terminal - crecimiento a perpetuidad									219,744

Flujos de Efectivo Descontados

USD 000s

Valor empresa	626,054
Deuda	85,113
Efectivo	9,960
Interés minoritario a valor de mercado	42,677
Deuda neta	117,830
Valor del capital	508,224

	USD	MXN
Precio implícito del CPO	1.89	32.5

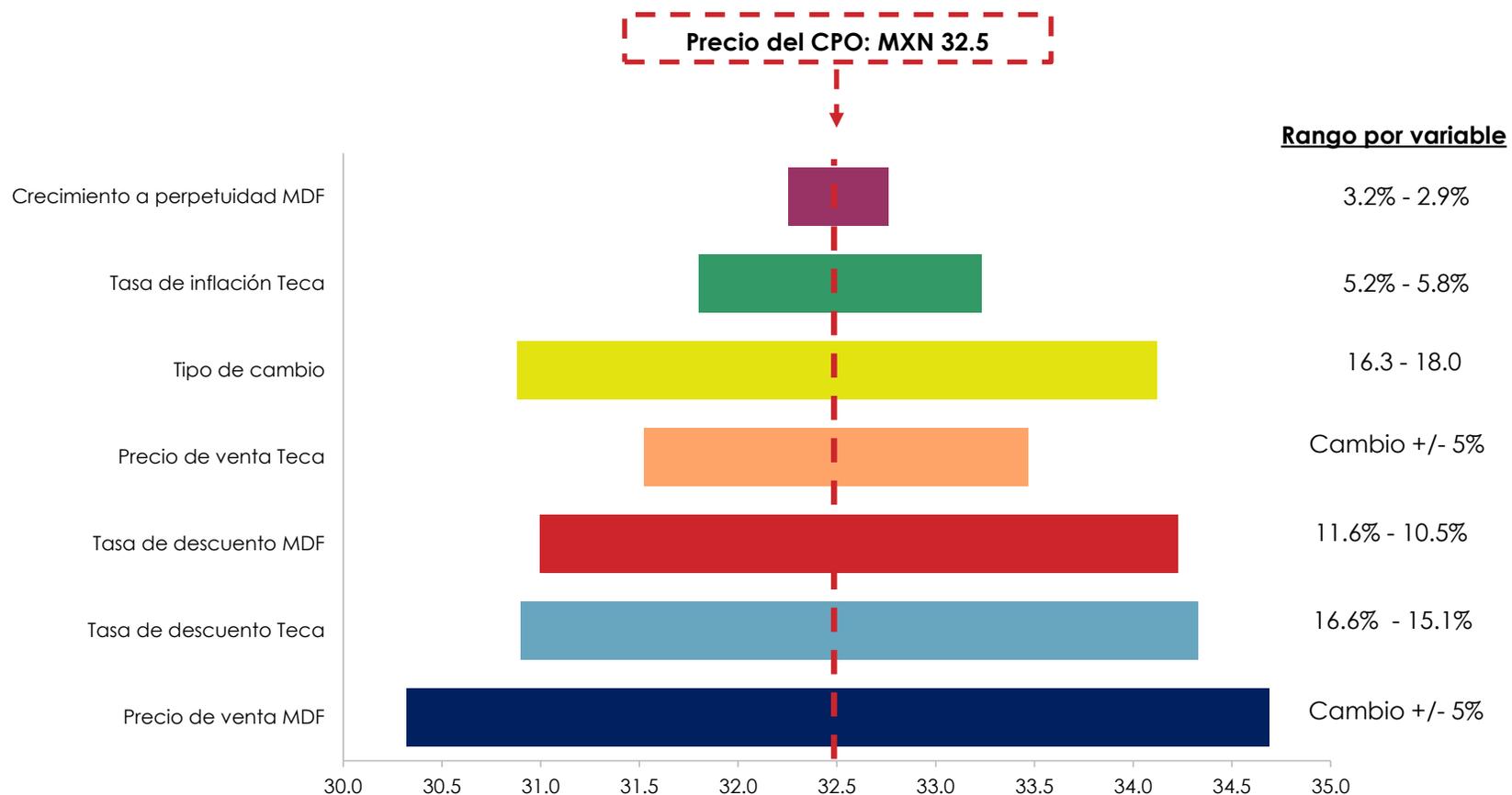
Tabla de sensibilidad

		Tasa de descuento (MDF)						
		10.2%	10.5%	10.8%	11.1%	11.4%	11.7%	12.0%
Tasa de descuento (teca)	15.1%	37.1	36.1	35.1	34.2	33.4	32.6	31.9
	15.3%	36.5	35.5	34.5	33.6	32.8	32.1	31.3
	15.6%	35.9	34.9	34.0	33.1	32.3	31.5	30.8
	15.8%	35.4	34.4	33.4	32.5	31.7	30.9	30.2
	16.1%	34.9	33.8	32.9	32.0	31.2	30.4	29.7
	16.3%	34.4	33.3	32.4	31.5	30.7	29.9	29.2
	16.6%	33.9	32.9	31.9	31.0	30.2	29.4	28.7

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	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos totales	8,454	10,645	16,817	15,632	35,772	85,017	45,692	51,627	66,164	126,048	76,077	93,107	148,707	109,225
Costo de venta	3,218	3,477	5,575	6,077	7,798	9,407	6,647	7,023	7,617	10,638	7,102	8,872	11,456	9,988
Utilidad bruta	5,237	7,168	11,243	9,555	27,974	75,610	39,045	44,604	58,548	115,410	68,975	84,236	137,251	99,237
Gastos totales	4,981	5,146	5,321	5,545	5,776	6,015	6,246	6,461	6,688	6,927	7,178	7,442	7,719	8,010
Utilidad de operación	256	2,022	5,921	4,011	22,198	69,595	32,799	38,143	51,860	108,483	61,797	76,793	129,532	91,227
EBITDA	498	2,240	6,118	4,225	22,431	69,846	33,050	38,369	52,063	108,666	61,962	76,941	129,665	91,347
Margen EBITDA	6%	21%	36%	27%	63%	82%	72%	74%	79%	86%	81%	83%	87%	84%
Utilidad neta	(1,113)	536	3,407	2,224	15,129	48,473	22,823	26,700	36,302	75,938	43,258	53,755	90,672	63,859

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
178,956	121,255	248,148	262,354	561,254	442,707	543,419	199,138	484,560	136,244	143,680	151,523	164,008	627,179	661,607	510,370
11,812	9,489	14,723	14,786	21,641	17,943	20,134	10,109	17,803	9,051	9,232	9,194	9,086	20,014	17,434	13,787
167,145	111,766	233,425	247,568	539,613	424,764	523,285	189,029	466,757	127,193	134,448	142,329	154,922	607,165	644,173	496,583
8,313	8,630	8,962	9,308	9,670	10,047	10,439	10,849	11,276	11,720	12,183	12,665	13,167	13,690	14,233	14,799
158,832	103,135	224,463	238,260	529,943	414,718	512,846	178,180	455,482	115,473	122,265	129,664	141,755	593,475	629,940	481,784
158,940	103,233	224,551	238,339	530,014	414,781	512,903	178,232	455,528	115,515	122,303	129,698	141,785	593,503	629,964	481,807
89%	85%	90%	91%	94%	94%	94%	90%	94%	85%	85%	86%	86%	95%	95%	94%
111,182	72,195	157,124	166,782	370,960	290,302	358,992	124,726	318,837	80,831	85,586	90,765	99,228	415,433	440,958	337,249

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	8,971	8,253	3,215	766	846	24,123	61,852	83,088	113,238	162,806	228,502	274,880	340,532	422,102
Cuentas por cobrar	3,857	4,794	7,367	5,874	14,405	36,200	19,100	21,679	28,034	54,587	32,314	39,839	64,993	47,401
Inventarios	615	666	1,127	1,235	1,612	1,965	1,347	1,425	1,552	2,217	1,426	1,813	2,381	2,048
Activos no circulantes	88,305	87,416	90,910	94,491	98,162	98,169	97,918	97,692	97,489	97,306	97,141	96,993	96,860	96,740
Activo total	101,748	101,128	102,619	102,365	115,026	160,457	180,217	203,884	240,312	316,916	359,382	413,525	504,765	568,291
Línea de crédito revolvente	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	615	666	1,127	1,235	1,612	1,965	1,347	1,425	1,552	2,217	1,426	1,813	2,381	2,048
Créditos	17,965	16,760	14,381	11,796	8,951	5,556	3,111	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos LP	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719	12,719
Pasivo total	31,299	30,144	28,227	25,749	23,282	20,239	17,177	14,144	14,270	14,936	14,144	14,531	15,099	14,767
Capital total	70,449	70,985	74,391	76,616	91,744	140,218	163,040	189,741	226,042	301,980	345,238	398,993	489,666	553,525
Pasivo y capital total	101,748	101,128	102,619	102,365	115,026	160,457	180,217	203,884	240,312	316,916	359,382	413,525	504,765	568,291

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
502,447	600,431	701,295	861,894	1,100,134	1,443,243	1,757,590	2,035,441	2,227,533	2,463,278	2,545,664	2,633,047	2,726,831	2,936,513	3,362,273	3,766,843
78,347	52,654	109,002	115,264	248,055	195,312	240,015	86,941	213,733	58,861	62,098	65,513	70,989	276,767	291,989	224,690
2,446	1,923	3,079	3,085	4,600	3,770	4,248	2,012	3,712	1,757	1,788	1,769	1,734	4,151	3,565	2,743
96,632	96,534	96,447	96,368	96,297	96,233	96,176	96,124	96,078	96,036	95,998	95,964	95,934	95,906	95,882	95,859
679,872	751,543	909,823	1,076,611	1,449,087	1,738,559	2,098,029	2,220,518	2,541,056	2,619,932	2,705,548	2,796,294	2,895,487	3,313,337	3,753,709	4,090,136
2,446	1,923	3,079	3,085	4,600	3,770	4,248	2,012	3,712	1,757	1,788	1,769	1,734	4,151	3,565	2,743
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15,165	14,642	15,797	15,804	17,319	16,489	16,967	14,730	16,431	14,476	14,506	14,487	14,452	16,869	16,284	15,461
664,707	736,902	894,026	1,060,808	1,431,768	1,722,070	2,081,062	2,205,788	2,524,625	2,605,456	2,691,042	2,781,807	2,881,035	3,296,468	3,737,425	4,074,674
679,872	751,543	909,823	1,076,611	1,449,087	1,738,559	2,098,029	2,220,518	2,541,056	2,619,932	2,705,548	2,796,294	2,895,487	3,313,337	3,753,709	4,090,136

Flujo de Efectivo Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Utilidad neta	(1,113)	536	3,407	2,224	15,129	48,473	22,823	26,700	36,302	75,938	43,258	53,755	90,672	63,859
Depreciación y amortización	243	218	197	215	233	250	251	226	203	183	165	148	133	120
Cambios en capital de trabajo	1,959	(936)	(2,573)	1,493	(8,531)	(21,795)	17,101	(2,580)	(6,354)	(26,553)	22,273	(7,525)	(25,154)	17,592
Flujos de operación	1,089	(182)	1,030	3,932	6,830	26,929	40,174	24,346	30,151	49,568	65,695	46,378	65,652	81,571
Inversión en activos fijos	-	-	(4,360)	(4,466)	(4,574)	(257)	-	-	-	-	-	-	-	-
Venta de activo fijo	670	670	670	670	670	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos de inversión	670	670	(3,690)	(3,796)	(3,904)	(257)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Créditos	(687)	(1,205)	(2,378)	(2,585)	(2,845)	(3,396)	(2,444)	(3,111)	-	-	-	-	-	-
Flujos de financiamiento	(687)	(1,205)	(2,378)	(2,585)	(2,845)	(3,396)	(2,444)	(3,111)	-	-	-	-	-	-
Efectivo generado o utilizado	1,071	(718)	(5,038)	(2,449)	80	23,276	37,730	21,235	30,151	49,568	65,695	46,378	65,652	81,571
Efectivo neto inicial	7,899	8,971	8,253	3,215	766	846	24,123	61,852	83,088	113,238	162,806	228,502	274,880	340,532
Efectivo neto final	8,971	8,253	3,215	766	846	24,123	61,852	83,088	113,238	162,806	228,502	274,880	340,532	422,102

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
111,182	72,195	157,124	166,782	370,960	290,302	358,992	124,726	318,837	80,831	85,586	90,765	99,228	415,433	440,958	337,249
108	97	88	79	71	64	57	52	47	42	38	34	31	27	25	22
(30,946)	25,693	(56,348)	(6,262)	(132,791)	52,743	(44,703)	153,074	(126,792)	154,872	(3,237)	(3,415)	(5,475)	(205,778)	(15,222)	67,299
80,344	97,985	100,864	160,598	238,240	343,109	314,346	277,851	192,092	235,745	82,386	87,383	93,784	209,682	425,760	404,570
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80,344	97,985	100,864	160,598	238,240	343,109	314,346	277,851	192,092	235,745	82,386	87,383	93,784	209,682	425,760	404,570
422,102	502,447	600,431	701,295	861,894	1,100,134	1,443,243	1,757,590	2,035,441	2,227,533	2,463,278	2,545,664	2,633,047	2,726,831	2,936,513	3,362,273
502,447	600,431	701,295	861,894	1,100,134	1,443,243	1,757,590	2,035,441	2,227,533	2,463,278	2,545,664	2,633,047	2,726,831	2,936,513	3,362,273	3,766,843

Estado de Resultados Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de resultados	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos totales	28,820	59,547	77,599	109,260	111,801	114,402	117,065	119,791	122,581
Costos de venta	18,244	35,412	44,297	48,751	50,570	50,467	51,337	52,803	54,771
Utilidad bruta	10,576	24,135	33,302	60,509	61,231	63,936	65,728	66,988	67,810
Gastos totales	14,350	16,829	16,712	16,802	16,393	16,063	15,805	15,613	15,484
Utilidad de operación	(3,774)	7,306	16,590	43,706	44,838	47,873	49,924	51,374	52,325
EBITDA	4,498	17,222	25,799	52,134	52,558	54,953	56,425	57,352	57,828
Margen EBITDA	16%	29%	33%	48%	47%	48%	48%	48%	47%
Utilidad neta	(5,909)	3,805	10,789	29,997	31,055	33,523	35,400	36,324	36,431

Balance General Proyectado (MDF)

USD 000s

Balance general	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activo									
Efectivo y equivalentes	-	-	8,729	38,555	68,055	97,835	127,636	157,943	188,232
Cuentas por cobrar	7,205	13,233	15,089	18,210	18,634	19,067	19,511	19,965	20,430
Otras cuentas por cobrar	3,500	2,450	1,050	-	-	-	-	-	-
Inventarios	3,041	4,918	4,922	4,063	4,214	4,206	4,278	4,400	4,564
Activos no circulantes	127,893	120,461	112,235	104,790	98,053	91,956	86,438	81,444	76,925
Activo total	141,638	141,062	142,024	165,618	188,955	213,063	237,863	263,752	290,151
Pasivo									
Línea de crédito revolvente	6,686	4,654	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	5,068	9,837	12,305	13,542	14,047	14,019	14,260	14,667	15,214
Créditos	79,911	72,793	65,152	57,512	49,290	39,903	29,061	18,219	7,640
Pasivo total	91,665	87,283	77,457	71,054	63,337	53,922	43,321	32,886	22,854
Capital total	49,974	53,779	64,567	94,564	125,618	159,141	194,542	230,865	267,297
Pasivo y capital total	141,638	141,062	142,024	165,618	188,955	213,063	237,863	263,752	290,151

Flujo de Efectivo Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad neta	(5,909)	3,805	10,789	29,997	31,055	33,523	35,400	36,324	36,431
Depreciación y amortización	8,272	9,915	9,209	8,428	7,721	7,081	6,501	5,977	5,503
Cambios en capital de trabajo	(2,194)	(2,086)	2,008	25	(70)	(454)	(275)	(169)	(82)
Flujos de operación	169	11,634	22,006	38,450	38,705	40,150	41,627	42,132	41,852
Inversión en activos fijos	(25,572)	(2,483)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)
Utilidad en venta de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujos de inversión	(25,572)	(2,483)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)	(983)
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos	16,712	(7,118)	(7,640)	(7,640)	(8,222)	(9,387)	(10,842)	(10,842)	(10,579)
Flujos de financiamiento	16,712	(7,118)	(7,640)	(7,640)	(8,222)	(9,387)	(10,842)	(10,842)	(10,579)
Efectivo generado o utilizado	(8,691)	2,033	13,383	29,826	29,500	29,780	29,801	30,306	30,290
Efectivo neto inicial	2,004	(6,686)	(4,654)	8,729	38,555	68,055	97,835	127,636	157,943
Efectivo neto final	(6,686)	(4,654)	8,729	38,555	68,055	97,835	127,636	157,943	188,232