

## Reporte de Valuación

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



Enero de 2014

# Aviso y Limitación de Responsabilidad

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

# Agenda

---

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

## I. Resumen Ejecutivo

# Resumen Ejecutivo

## Presentación

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

## Conclusión del ejercicio de valuación

Con base en nuestro análisis y metodología aplicada, 414 Capital considera que el rango de valor justo de los CPOs a enero de 2014 es:

**MXN 21.90 – 24.90**

*Favor de referirse a la Sección V para una discusión sobre la metodología aplicada  
Tipo de cambio USD/MXN: 13.08 (31/12/2013)*

## II. Descripción General

# Descripción de la Compañía

## Introducción

- Proteak Uno S.A.B. de C.V. ("Proteak") es una de las compañías más importantes en el sector forestal en México. Se dedica principalmente a la plantación, explotación y comercialización de árboles de teca en México y el extranjero
  - A la fecha, los activos biológicos de Proteak ascienden a más de 9,000 hectáreas plantadas de teca
  - La mayor parte de las plantaciones se encuentran en México, aunque también cuentan con hectáreas en Costa Rica y Colombia
- Proteak cuenta con dos segmentos de negocio de teca, que son:
  - Forestal
  - Trading

## Distribución y operación del negocio de Teca



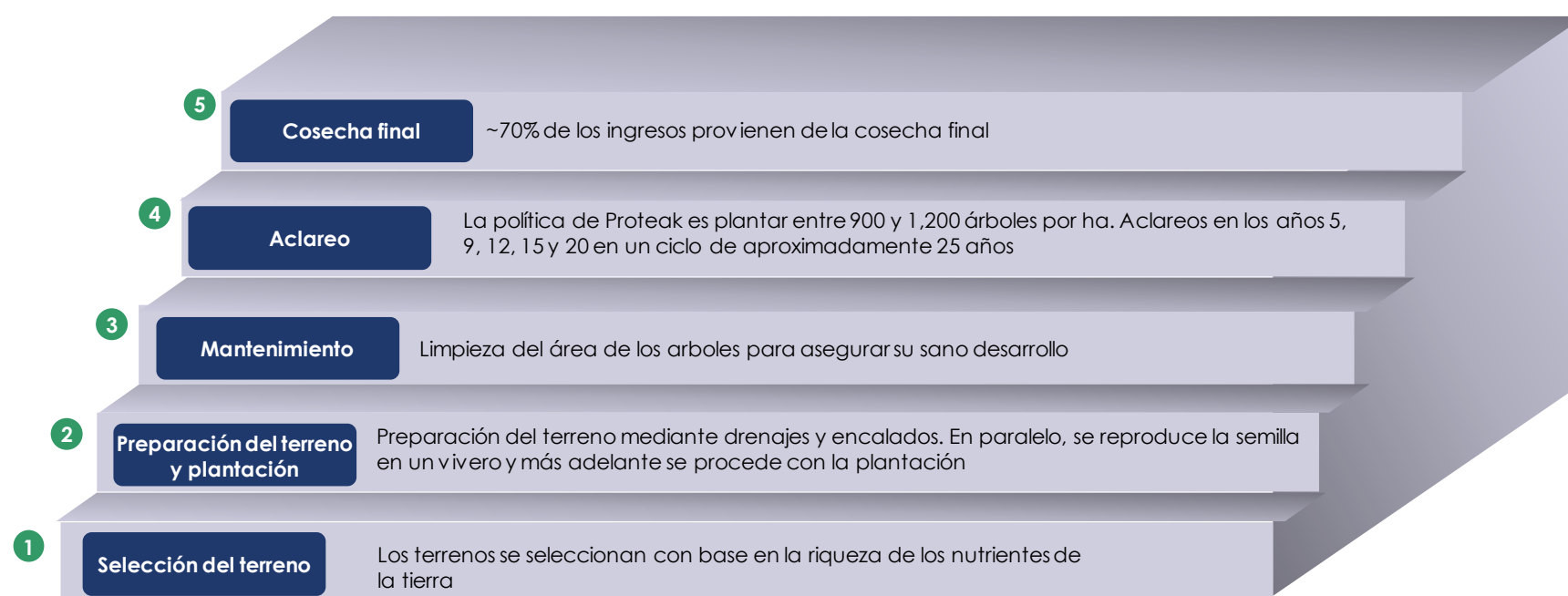
- Recientemente la compañía desarrolló una nueva línea de negocio dedicada a la producción y comercialización de tableros de fibra de densidad media (MDF, por sus siglas en inglés)
  - Para acelerar esta línea de negocio, la compañía adquirió 3,777 hectáreas de Eucalipto (especie de crecimiento acelerado)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

# Descripción del Negocio

## Negocio de teca

### Forestal

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



### Trading

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



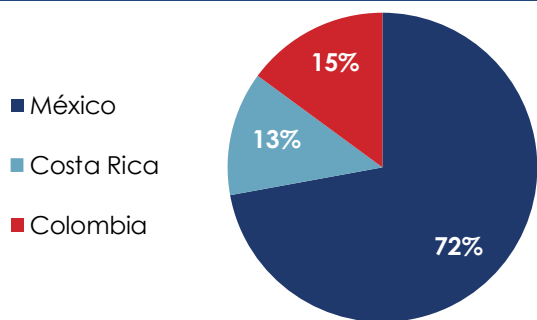
# Descripción del Negocio

Presencia y hectáreas de teca por zona geográfica

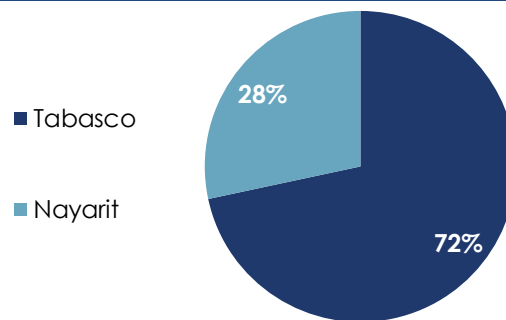
Información privada y confidencial



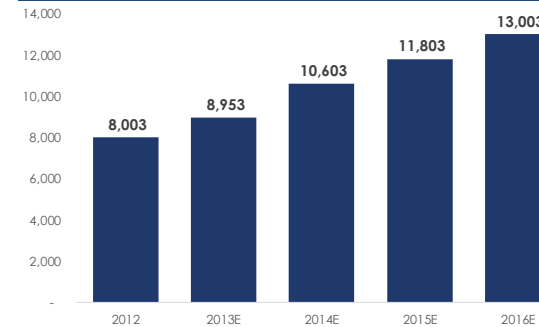
Distribución total de has



Distribución de has en México



Total de has por año



# Descripción del Negocio

## Negocio de MDF

### ¿Qué es MDF?

- El MDF es un tablón fabricado a partir de aserrín de madera mezclado con resinas que es compactado con alta presión y calor
- Se utiliza principalmente para fabricar muebles de oficina, cocinas, mostradores, armarios, puertas, marcos y molduras. Al ser ligero, se puede cortar muy fácilmente; tiene una superficie lisa que es ideal para pintar sobre el tablero o para adherir láminas de melamina y chapas de madera
- El tablero estándar en el mercado mexicano tiene una densidad de 650 a 750kg/m<sup>3</sup>, mide 1.22m de ancho por 2.44m de largo, con un espesor de 12mm a 18mm
- En años recientes, el MDF ha sustituido a la madera natural y a otros tableros como el aglomerado y el contrachapado o triplay
  - La madera natural es cada día más escasa y de menor calidad debido a que no existen árboles con el diámetro requerido para producir una tabla con el tamaño y la dureza necesaria. Además, los costos de producción para muebles de madera natural son significativamente elevados
  - A pesar de que el aglomerado es entre 35% y 40% más barato, presenta una gran desventaja ya que solamente se pueden realizar cortes rectos y la superficie es áspera

MDF



Aglomerado

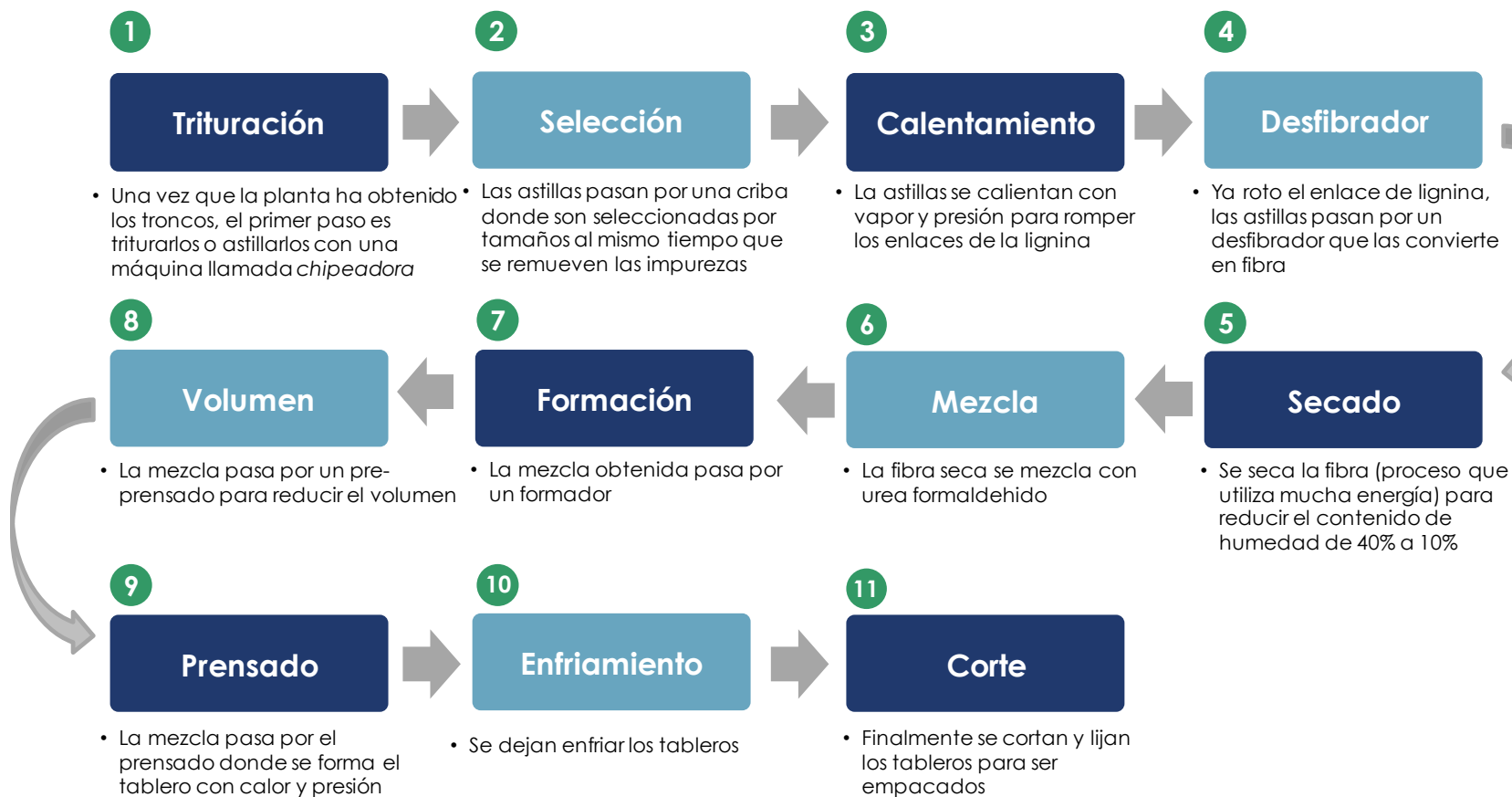


VS

# Descripción del Negocio

Negocio de MDF

## Proceso de producción para tableros de MDF



Información privada y confidencial

# Descripción del Negocio

## Negocio de MDF

---

### ¿Por qué Proteak comercializará MDF?

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

# Descripción del Negocio

## Etapas de la empresa

Información privada y confidencial

### Generación de Escala

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

### Análisis de Factibilidad

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

### Estabilización de la compañía

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



### Escalabilidad del proyecto

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

### Proyecto MDF

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

### IPO y crecimiento institucional

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

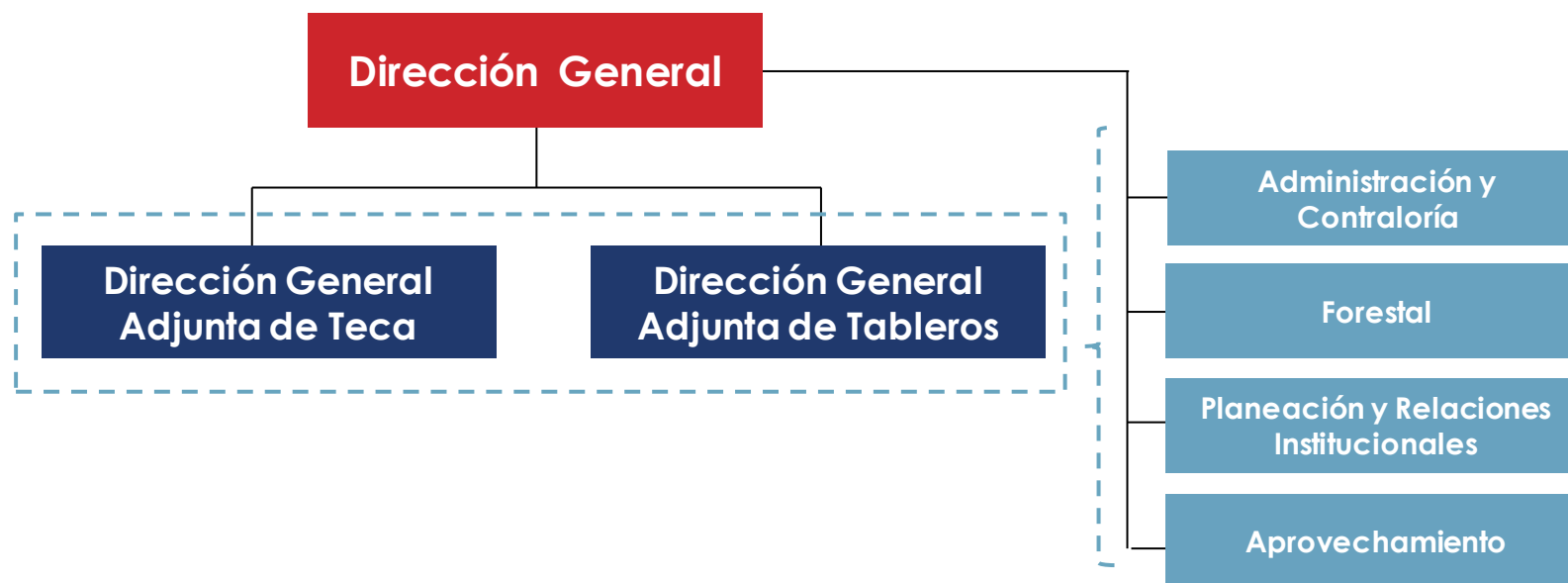
# Descripción de la Empresa

Principales funcionarios y estructura corporativa

## Principales funcionarios

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

## Estructura corporativa

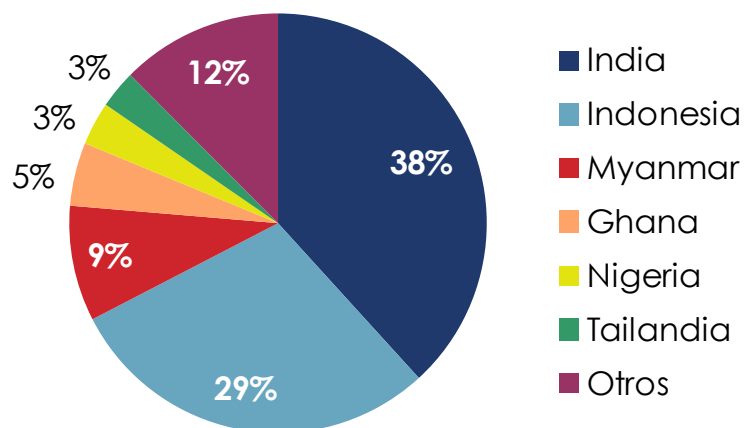


# Descripción de la Industria

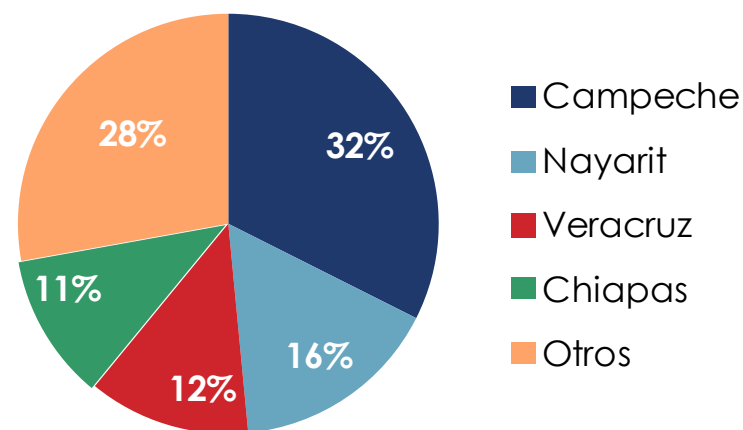
## Oferta y demanda de la teca

- La teca representa una pequeña proporción de la producción mundial de madera. El aporte estimado de los troncos de teca en el mercado es inferior al 2%. Sin embargo, la industria de la teca es parte importante del mercado debido a su alto valor
- La teca procedente de bosques nativos no es comercializable tras las prohibiciones vigentes respecto a la tala de árboles de teca natural en Myanmar, India, Laos y Tailandia
- El mercado global de la teca históricamente ha sido regido por las tendencias en el mercado asiático. Asia posee más de 90% de los recursos mundiales, y la India posee el 38% de los bosques de teca plantados en todo el mundo

**Porcentaje de áreas plantadas de teca por país**



**Superficie de teca establecida en México**



Fuente: FAO, 2012

Información privada y confidencial

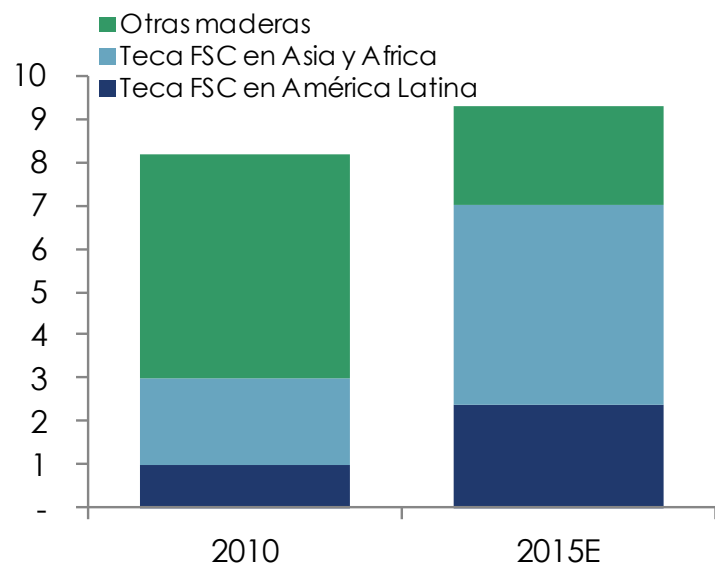
# Descripción de la Industria

## Oferta y demanda de la teca

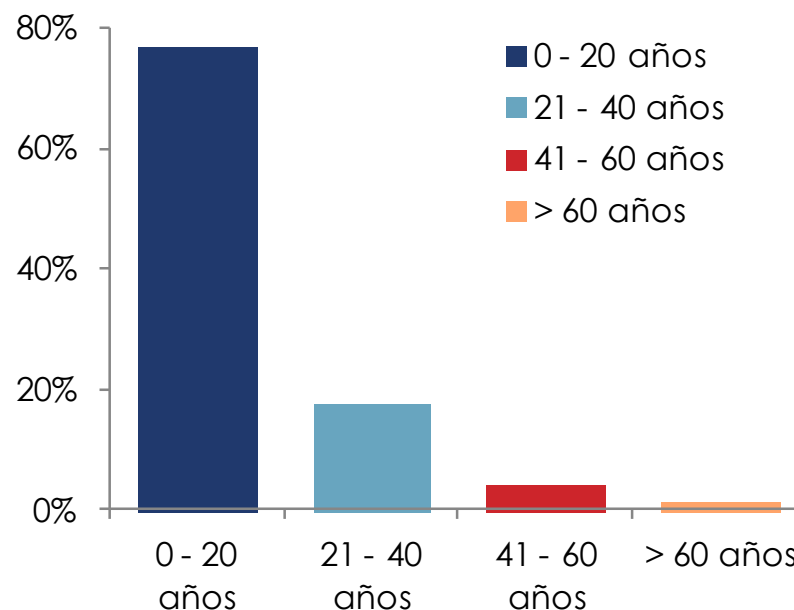
- El 77% de los bosques plantados de teca es menor de 20 años de edad debido al reciente crecimiento de las inversiones en plantaciones comerciales de teca. Se espera que la tendencia de conservar los árboles de teca a una baja edad se mantenga con el fin de mejorar el rendimiento de dichas inversiones
- La producción actual de teca en el mundo está estimada entre los 9-10 millones de m<sup>3</sup> de los cuales alrededor de 85% es abastecido por Teca de plantaciones (la mayor parte de ellas sin posibilidades de ser certificadas) y el 15% por explotaciones de bosques naturales

Información privada y confidencial

**Demanda de maderas duras en China India y EEUU**



**Distribución por edad de las plantaciones de teca**



Fuente: FAO, 2012



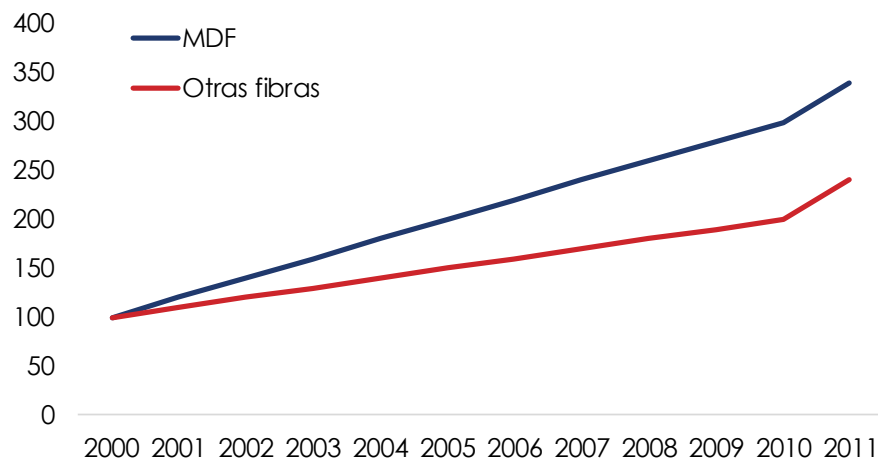
# Descripción de la Industria

## Oferta y demanda de MDF

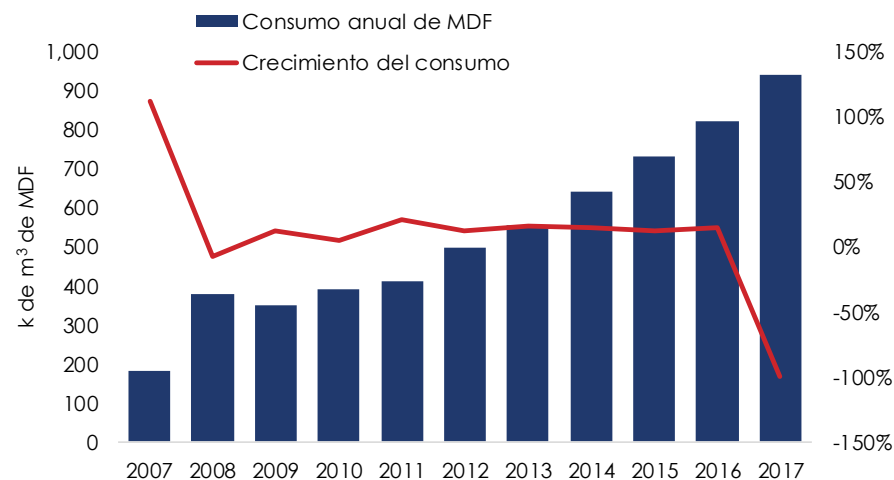
- El sector forestal en México presenta un déficit comercial enorme donde más del 80% de los productos de madera que se consumen son importados
- El tamaño del mercado mexicano de MDF fue de 490,000 m<sup>3</sup>/año en 2012 y creció a una tasa promedio anual de 12% entre los años 2000 y 2012. Se espera 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

Información privada y confidencial

Evolucion del mercado de MDF vs otras fibras



Consumo anual de MDF en México



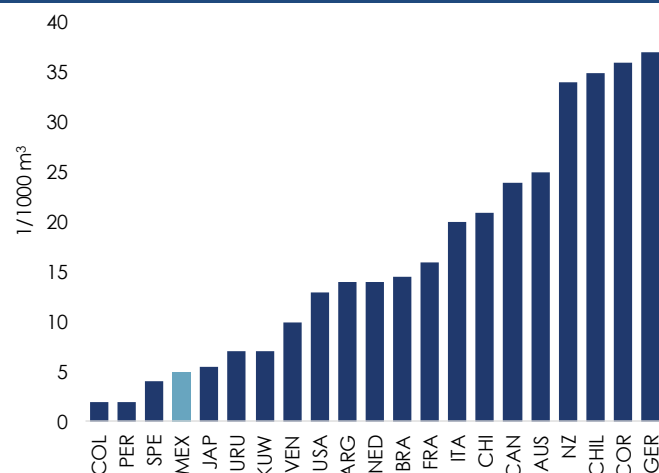
Fuente: SIAVI y FAO

# Descripción de la Industria

## Oferta y demanda de MDF

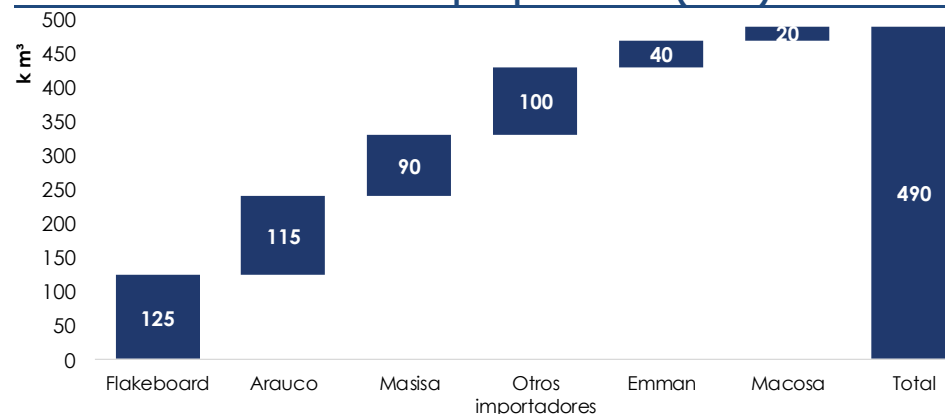
- El mercado de MDF en México es aún joven, por lo que el consumo per cápita es relativamente bajo
  - Si utilizamos a Brasil como caso de estudio, su consumo per cápita en 2002 era de 4 m<sup>3</sup> cuando en el 2010 después de haber incrementado su capacidad instalada de 1,000k m<sup>3</sup>/año a 4,500k m<sup>3</sup>/año, fue de 14 m<sup>3</sup>. Actualmente, la capacidad instalada en México es de sólo 60k m<sup>3</sup>/año
- Existen cinco productores de MDF que abastecen la demanda de México
  - Emman: Productor nacional que se encuentra en Jalisco, con una línea de producción vieja y de maquinaria china. La madera que utiliza es pino, en su mayoría desechos de otras actividades
  - Macosa: Sólo produce MDF delgado (6mm de espesor) en una planta muy vieja 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

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

Reforma, 6 Agosto 2013

El secretario de Medio Ambiente y Recursos Naturales, Juan José Guerra Abud, señaló que la política forestal de la actual administración federal busca reactivar el crecimiento sustentable de los bosques salvaguardando la conservación y preservación de esos ecosistemas

NOTIMEX, 6 Abril 2013

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

DiCYT, 4 Julio 2013

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

Grupo Reforma, 13 Abril 2013

El titular de la Conafor, Jorge Rescala, informó que del 1 de enero a la fecha se han registrado cinco mil 582 incendios forestales que han afectado 95 mil 926 hectáreas, de los cuales 97 por ciento se originaron por causas humanas y el resto por cuestiones naturales. Las entidades con el mayor número de incendios este año son el Estado de México, 22; Michoacán, 15; Chiapas, 11, así como Puebla e Hidalgo con siete cada uno

NOTIMEX, 15 Abril 2013

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

Milenio, 18 Junio 2013

La Semarnat destinó poco más de 62 millones de pesos al gobierno de Querétaro con el propósito de apoyar a la entidad en su desarrollo forestal y conservación de sus recursos naturales. Los recursos fueron canalizados a través de la Conafor y mediante un convenio de colaboración que firmaron el titular de la Semarnat, Juan José Guerra Abud; y el Gobernador de Querétaro, José Eduardo Calzada Rovirosa

NOTIMEX, 3 Abril 2013

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

El Sol de México, 4 de Julio 2013

### **III. Tesis de Inversión**

# Tesis de Inversión

## Méritos y riesgos

### Méritos

#### Diversificación de fuentes de ingreso

- A través de los años, Proteak ha desarrollado un modelo de negocio verticalmente integrado que se fundamenta en los siguientes puntos:
  - Proteak ha asegurado los recursos financieros que garantizan la viabilidad del modelo de negocio a través de préstamos, subsidios y flujos de efectivo positivos generados por las plantaciones maduras de teca adquiridas recientemente
  - Diversificación del inventario en términos de valor económico
  - A través del área de Trading se ha logrado comercializar la teca en rollo sin la necesidad de negociar con intermediarios, así como tener un mayor entendimiento del mercado de teca
- Recientemente Proteak tomó la decisión de abrir una línea de negocio que producirá tableros de MDF
  - Con esta estrategia la compañía deversificará sus ingresos aun más, mitigando el riesgo de depender solamente de la demanda de la teca
  - En noviembre de 2013 comenzó la ingeniería de la planta de alta tecnología por el proveedor Dieffenbacher (compañía alemana de alta especialidad), con una capacidad de 200,000 m<sup>3</sup> al año

# Tesis de Inversión

## Méritos y riesgos

Información privada y confidencial

### Adquisición de activos biológicos maduros

- Proteak adquirió oportunamente activos biológicos en Costa Rica de la empresa holandesa Eco Direct Nederland B.V. que en su momento se encontraba en proceso de concurso mercantil
  - Se adquirieron 2,862 has por USD 16.5 mm, de la cuales 240 eran de teca madura (valor estratégico) y el resto son terrenos para venta
- Se adquirieron 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
  - Se adquirieron ~8,600 has de eucalipto, junto con la tecnología, investigación y todos los componentes que se derivan para abastecer la materia prima para la nueva línea de negocio de MDF

### Competencia limitada

- Existe un sólo competidor de escala en México (Agropecuaria Santa Genoveva) y dado que el mercado de teca es uno global, estas dos empresas no representan competencia significativa
- Debido a que no hay suficiente suministro de madera disponible actualmente en México, la compañía podría ser el único productor nacional durante los próximos 5-10 años con fuentes de madera locales, obteniendo los menores costos y así, los mayores márgenes

### Operación

- La curva de aprendizaje en cuanto a plantaciones forestales ha incrementado significativamente en los últimos años
  - Mayor conocimiento al elegir la tierra y el precio que se está dispuesto a pagar, lo cual se traduce en plantaciones de mejor calidad y con mayor rentabilidad

# Tesis de Inversión

## Méritos y riesgos

### Presencia Geográfica

- Proteak cuenta con plantaciones en México, Costa Rica y Colombia para diversificar algunos riesgos y tener diversos puntos de distribución
- La compañía cuenta con sus propias oficinas de ventas en México y con oficinas bajo el esquema de outsourcing en China, India y Colombia para atender a diferentes mercados donde se encuentra la demanda de teca

### Consejo de administración y directores

- 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

### Certificaciones

- 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

- 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 MXN 63,978)
- 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

- Proteak está sujeto a estrictas regulaciones ambientales tanto en territorio nacional como en el extranjero debido al incremento de talas ilegales
  - 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

- La mayor parte de las ventas de Proteak son en el extranjero por lo que están sujetas a la apreciación o depreciación del MXN
  - Actualmente los principales mercados para la teca en rollo son China e India

#### Ritmo de crecimiento con adquisiciones

- 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
  - Proteak ha adquirido el ~95% de las plantaciones maduras contempladas en el prospecto de colocación de los CPOs



# Tesis de Inversión

## Méritos y riesgos

Información privada y confidencial

### Incertidumbre de precios

- La Organización Internacional de las Maderas Tropicales (ITTO) publica de manera mensual los precios de teca con base al esquema de calificación de Myanmar. Sin embargo, dicha información se basa en pocas transacciones y en teca que proviene únicamente de Myanmar, por lo que es complicado determinar el comportamiento de los precios de teca a futuro
- Sin embargo, consideramos que los precios aumentarán constantemente debido a la poca oferta de teca que hay en el mercado
  - La producción actual de teca en el mundo está estimada entre los 9-10 mm de m<sup>3</sup> 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
- 414 Capital ha realizado de manera propietaria uno de los estudios más exhaustivos que existen y lo utiliza para validar las matrices de precios que nutren las proyecciones

### 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 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

### Sistema de calificación de la calidad de teca en Myanmar

<b>AY Teca Almirante (Especial)</b>	■ Mínimo 4.88 m de longitud y 60 cm de diámetro. Los troncos presentan cero defectos
<b>Primera Calidad (4 Estrellas)</b>	■ Mínimo 2.44 m de longitud y 50 cm de diámetro. La diferencia entre las calificaciones es de carácter cualitativo y varía según el número de defectos en el tronco
<b>Segunda Calidad (3 Estrellas)</b>	
<b>Tercera Calidad (2 Estrellas)</b>	
<b>Cuarta Calidad (1 Estrella)</b>	
<b>Grado de Corte – 1 y 2</b>	■ Mínimo 2.44 m de longitud y 49 cm de diámetro
<b>Grado de Corte - 3</b>	■ Mínimo 2.44 m de longitud y 39 cm de diámetro
<b>Grado de Corte – 4 a 6</b>	■ Mínimo 2.44 m de longitud y 49 cm de diámetro
<b>Grado de Corte – 7 y 8</b>	■ Las medidas son variables y los troncos presentan defectos significativos

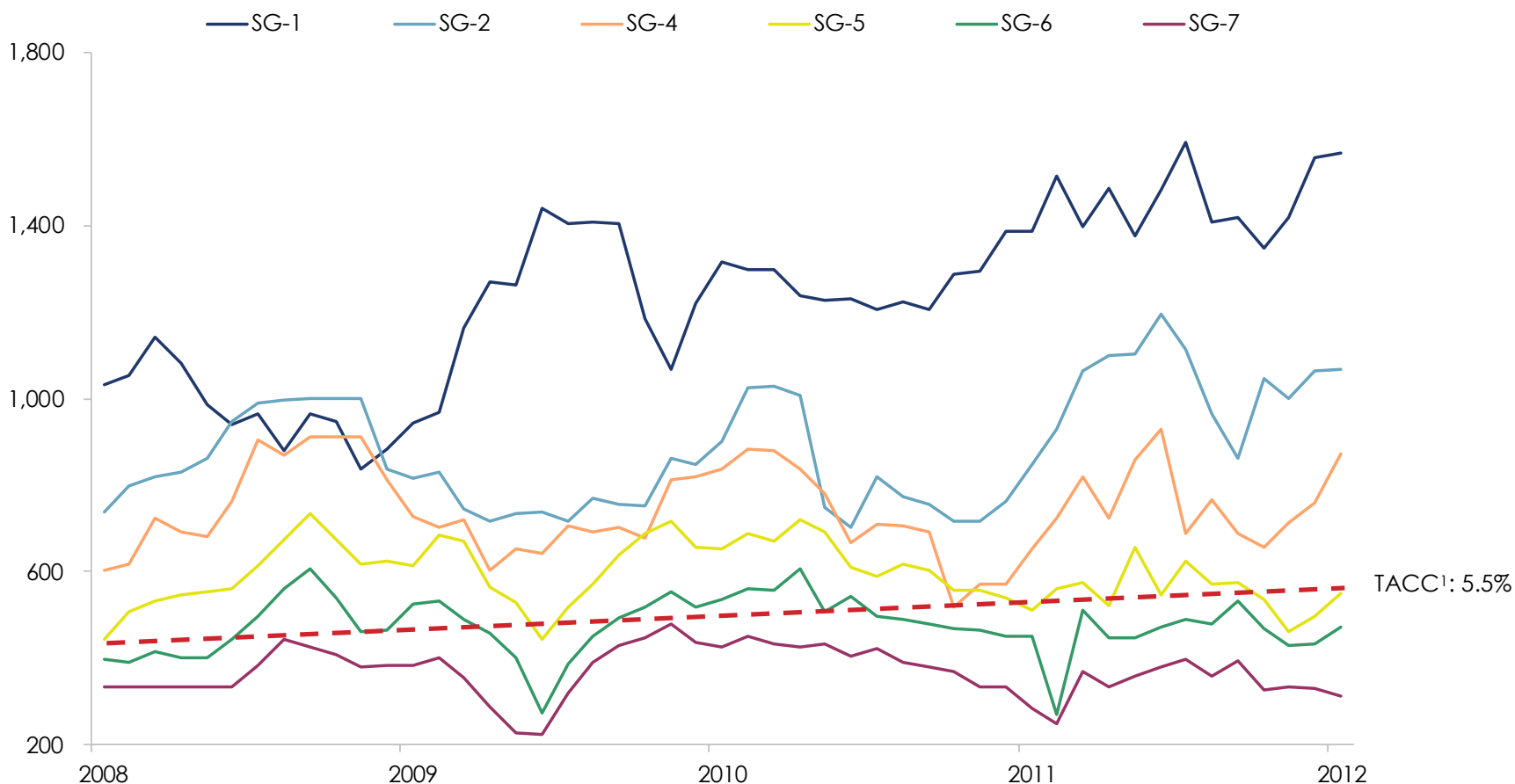
# Determinación de los Precios de la Teca

Precios reportados por ITTO

## ITTO vuelve a publicar precios de teca

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

Información privada y confidencial



Precios FOB en USD / m³

<sup>1</sup> Promedio de SG-5 y SG-6 de los últimos cuatro años

## V. Resumen de Valuación

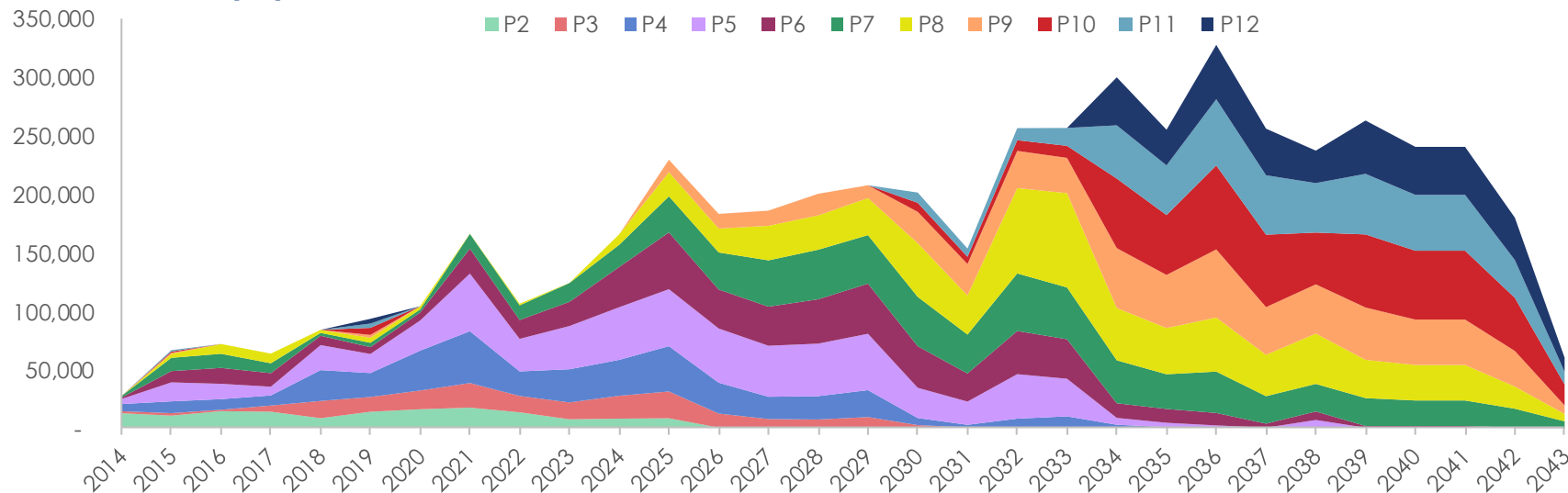
# Introducción

---

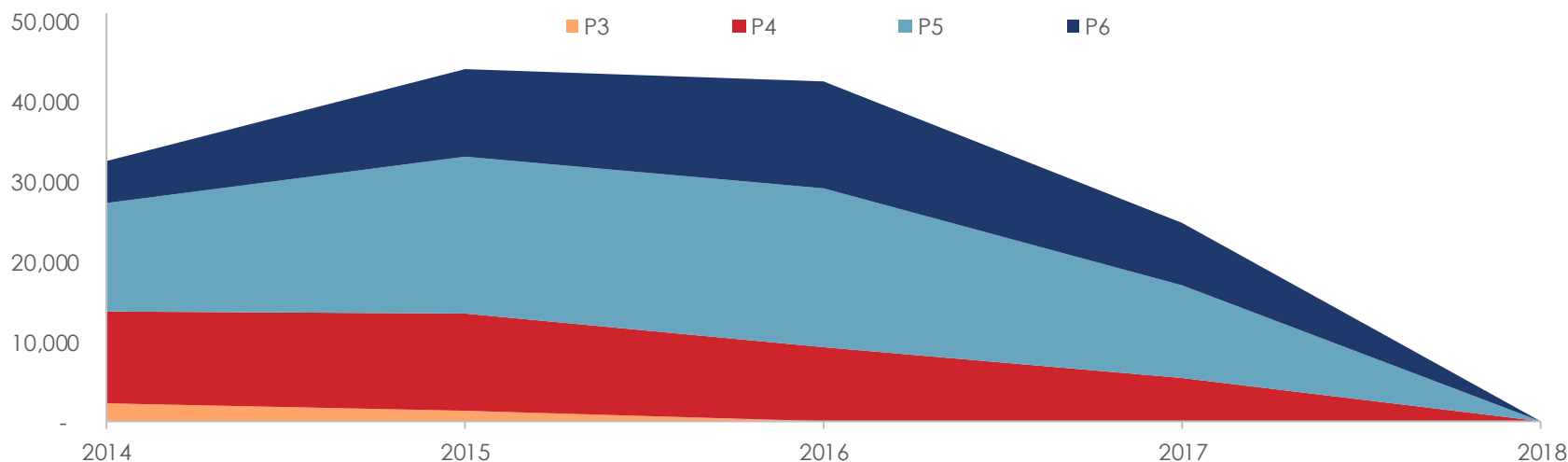
- Hemos realizado el ejercicio de valuación conforme a metodologías estándar y la aplicación de criterio con base en la naturaleza del activo
- Se realizó una valuación de suma de las partes calculando los flujos libres de efectivo apalancados de cada línea de negocio
  - Para fines de este ejercicio tomamos el negocio de Teca como un proyecto finito. A su vez, utilizamos una proyección a 10 años y asumimos un crecimiento a perpetuidad de 3.0% para el negocio de MDF
  - Se aplicó una tasa de descuento diferente para cada línea de negocio tomando en cuenta los riesgos de cada una
- Si bien es probable que el negocio de Teca continúe su actividad más allá del periodo proyectado (2043):
  - No es posible proyectar el plan de crecimiento más allá del que ya es conocido y ha sido publicado por la empresa
  - Tendríamos que ajustar el plan de inversión de los años modelados, sin que exista base o información suficiente para hacerlo
  - Se asignó un valor terminal a las tierras una vez que se realiza la cosecha final de cada una de las plantaciones
- Cabe destacar que se modelaron los flujos proyectados y el costo de capital ponderado de la empresa en USD, la moneda a la que obedece el mercado global de teca
  - Una vez descontados y desapalancados, los flujos son convertidos a MXN
  - Hemos expresado el rango de valuación con base en una sensibilización de +/- 0.3% en las tasas de descuento
- En conclusión vemos potencial de apreciación para la acción que se podría detonar por una mayor actividad bursátil y mayor entendimiento de los detonantes de valor para la empresa
  - Atribuimos – al menos parcialmente – la baja liquidez a que ~84% del valor del negocio de teca (a valor presente) se encuentra cargado en los años 2025 y posteriores

# Proyecciones de Volumen de Producción

Volumen de Teca (m³)



Volumen de Acacia (m³)



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

## Consideraciones sobre Tipo de Cambio y Costo de Capital

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

### WACC Teca

Capital	
<b>Costo de capital</b>	<b>17.3%</b>
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	8.6%
Tasa efectiva de impuestos	23.0%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>6.6%</b>
Capitalización de mercado	157
Deuda fondeada total	17
<b>WACC</b>	<b>16.2%</b>

### WACC MDF

Capital	
<b>Costo de capital</b>	<b>16.1%</b>
Deuda	
Costo promedio ponderado de deuda	4.4%
Tasa efectiva de impuestos	27.0%
<b>Costo de la deuda</b>	<b>3.2%</b>
Capitalización de mercado	70
Deuda fondeada total	72
<b>WACC</b>	<b>9.5%</b>

Nota: valor de capitalización expresado en millones de USD



# Flujos de Efectivo Descontados (Teca)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Teca</b>													
Utilidad de operación	(1,806)	16,248	18,588	15,318	19,152	33,325	27,270	57,919	35,104	48,537	77,997	132,426	101,267
Impuestos sobre utilidad	-	(3,307)	(3,889)	(3,175)	(4,113)	(7,438)	(6,087)	(13,209)	(8,026)	(11,163)	(17,939)	(30,458)	(23,291)
Depreciación y amortización	243	248	254	260	255	242	230	219	208	197	188	178	169
Cambios en capital de trabajo	3,371	(4,094)	691	2,309	769	(2,252)	911	(5,490)	3,976	(2,431)	(5,254)	(9,547)	5,574
Inversión en activos	(30,187)	(9,353)	(9,013)	(11,910)	(8,714)	(6,993)	(8,405)	958	725	39	56	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>(1,563)</b>	<b>16,496</b>	<b>18,842</b>	<b>15,578</b>	<b>19,407</b>	<b>33,567</b>	<b>27,500</b>	<b>58,138</b>	<b>35,312</b>	<b>48,734</b>	<b>78,185</b>	<b>132,604</b>	<b>101,436</b>
<b>Flujos libres de efectivo</b>	<b>(28,379)</b>	<b>(258)</b>	<b>6,632</b>	<b>2,802</b>	<b>7,349</b>	<b>16,885</b>	<b>13,918</b>	<b>40,396</b>	<b>31,987</b>	<b>35,179</b>	<b>55,047</b>	<b>92,598</b>	<b>83,719</b>
<b>Flujos descontados</b>	<b>(26,311)</b>	<b>(206)</b>	<b>4,550</b>	<b>1,654</b>	<b>3,732</b>	<b>7,376</b>	<b>5,230</b>	<b>13,059</b>	<b>8,896</b>	<b>8,416</b>	<b>11,329</b>	<b>16,395</b>	<b>12,751</b>

2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E
118,147	139,560	116,778	183,766	142,080	277,984	285,983	494,975	434,159	630,305	586,607	458,746	431,803	393,271	415,680	174,243	(15,269)
(27,174)	(32,099)	(26,859)	(42,266)	(32,678)	(63,936)	(65,776)	(113,844)	(99,857)	(144,970)	(134,920)	(105,512)	(99,315)	(90,452)	(95,606)	(40,076)	-
161	153	145	138	131	124	118	112	107	101	96	91	87	83	78	74	71
(2,927)	(3,770)	3,904	(11,474)	7,212	(23,565)	(1,402)	(35,319)	10,398	(33,463)	7,478	21,741	4,720	6,559	(3,822)	41,087	32,228
2,550	-	1,014	593	384	1,012	1,196	5,910	6,266	10,352	8,226	12,719	19,256	16,550	21,229	22,291	13,213
118,308	139,713	116,924	183,904	142,211	278,109	286,101	495,087	434,265	630,406	586,703	458,838	431,890	393,353	415,758	174,317	(15,199)
<b>90,757</b>	<b>103,844</b>	<b>94,982</b>	<b>130,757</b>	<b>117,129</b>	<b>191,619</b>	<b>220,119</b>	<b>351,834</b>	<b>351,073</b>	<b>462,325</b>	<b>467,487</b>	<b>387,786</b>	<b>356,551</b>	<b>326,010</b>	<b>337,559</b>	<b>197,619</b>	<b>30,242</b>
<b>11,892</b>	<b>11,705</b>	<b>9,210</b>	<b>10,908</b>	<b>8,406</b>	<b>11,830</b>	<b>11,690</b>	<b>16,075</b>	<b>13,799</b>	<b>15,632</b>	<b>13,598</b>	<b>9,703</b>	<b>7,675</b>	<b>6,037</b>	<b>5,378</b>	<b>2,708</b>	<b>357</b>

Información privada y confidencial

# Flujos de Efectivo Descontados (MDF)

USD 000s

Flujos de efectivo descontados	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>MDF</b>										
Utilidad de operación	(11,858)	(3,914)	34,674	35,949	37,476	39,536	39,827	41,144	42,545	44,041
Impuestos sobre utilidad	-	-	(8,408)	(8,858)	(9,376)	(10,039)	(10,223)	(10,685)	(11,169)	(11,679)
Depreciación y amortización	1,852	8,882	10,675	10,598	10,386	10,178	9,974	9,858	9,661	9,467
Cambios en capital de trabajo	390	(4,254)	(7,328)	(392)	(370)	(435)	(196)	(391)	(402)	(421)
Inversión en activos	(67,698)	(26,812)	(9,905)	(8,478)	(8,308)	(8,142)	(8,808)	(7,886)	(7,728)	(7,574)
EBITDA	(10,006)	4,967	45,349	46,547	47,862	49,714	49,802	51,002	52,206	53,508
<b>Flujos libres de efectivo</b>	<b>(77,314)</b>	<b>(26,098)</b>	<b>19,708</b>	<b>28,819</b>	<b>29,807</b>	<b>31,098</b>	<b>30,574</b>	<b>32,039</b>	<b>32,906</b>	<b>33,835</b>
<b>Flujos descontados</b>	<b>(73,851)</b>	<b>(22,757)</b>	<b>15,688</b>	<b>20,942</b>	<b>19,773</b>	<b>18,832</b>	<b>16,902</b>	<b>16,169</b>	<b>15,159</b>	<b>14,229</b>
<b>Valor terminal - crecimiento a perpetuidad</b>										<b>223,970</b>

# Flujos de Efectivo Descontados

USD 000s

Valor empresa	498,528
Deuda	89,159
Efectivo	31,366
Deuda neta	57,794
<b>Valor del capital</b>	<b>440,734</b>

	USD	MXN
<b>Precio implícito de la acción</b>	<b>1.78</b>	<b>23.35</b>

## Tabla de sensibilidad

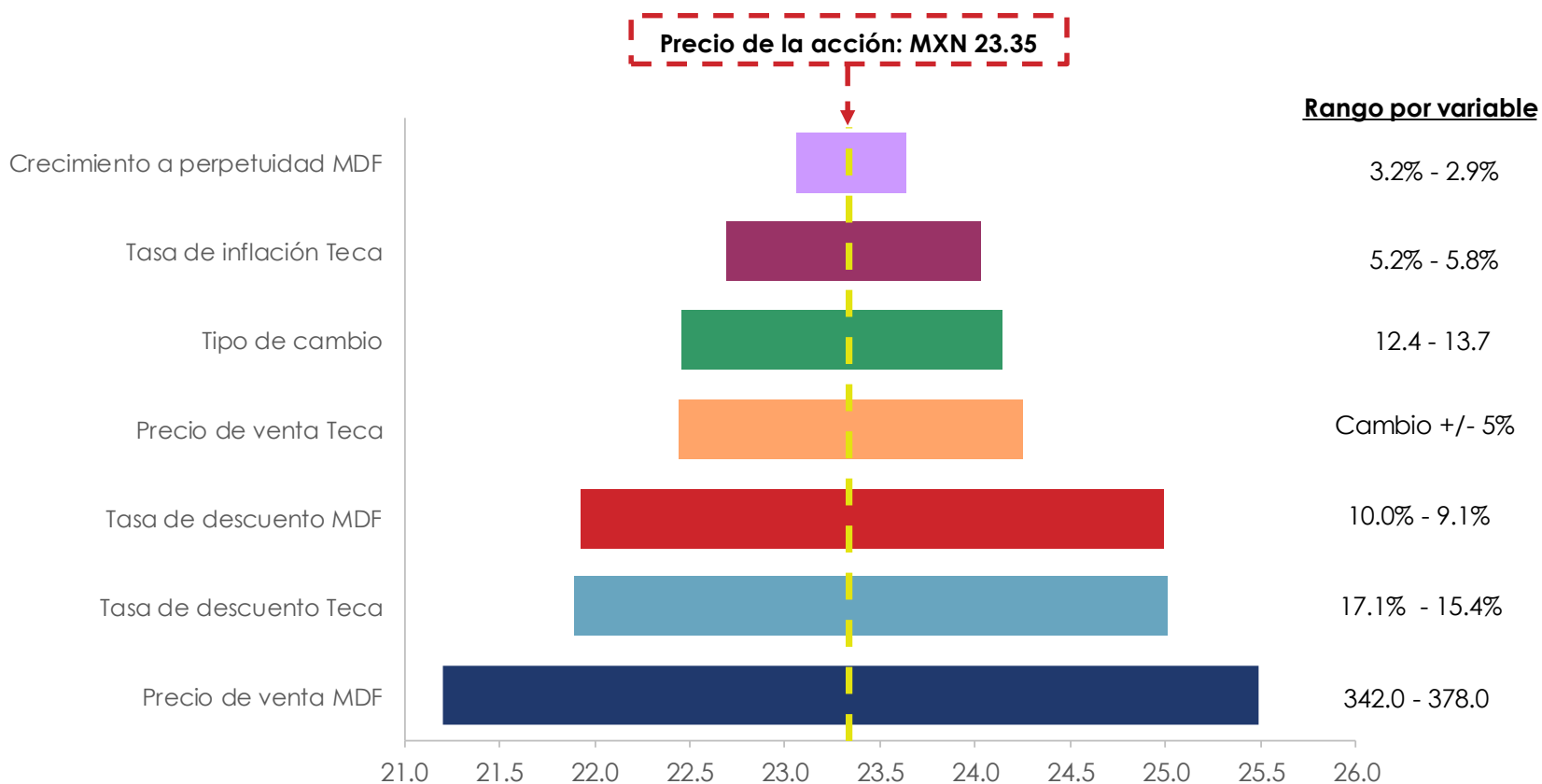
	Tasa de descuento (MDF)						
	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%	10.1%	10.4%
Tasa de descuento (teca)	28.55	27.32	26.21	25.20	24.29	23.45	22.68
	27.89	26.67	25.56	24.55	23.64	22.80	22.03
	27.27	26.05	<b>24.94</b>	<b>23.93</b>	<b>23.02</b>	22.18	21.41
	26.69	25.46	<b>24.35</b>	<b>23.35</b>	<b>22.43</b>	21.59	20.82
	26.13	24.90	<b>23.79</b>	<b>22.79</b>	<b>21.87</b>	21.03	20.27
	25.60	24.37	23.26	22.26	21.34	20.50	19.73
	25.09	23.87	22.76	21.75	20.84	20.00	19.23

# Sensibilidad a Variables Clave

MXN

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

Información privada y confidencial



## VI. Estados Financieros Segmentados

# Estado de Resultados Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos forestales	8,130	27,734	30,741	26,407	29,594	44,437	38,896	71,835	47,771	62,263	93,680	150,965	117,520
Otros ingresos	643	1,062	1,062	1,087	1,145	703	719	735	-	-	-	-	-
Costo de extracción teca	1,217	2,560	2,732	2,251	2,511	2,873	3,321	5,499	3,269	3,996	5,662	8,275	5,666
Costos forestales teca	4,403	4,860	5,178	4,437	3,409	3,099	2,998	2,933	2,981	3,107	3,182	3,202	3,293
Utilidad bruta	3,152	21,376	23,894	20,806	24,818	39,168	33,297	64,137	41,521	55,161	84,836	139,488	108,562
Gastos de administración y ventas	4,958	5,129	5,305	5,488	5,666	5,843	6,027	6,218	6,417	6,624	6,839	7,063	7,295
Utilidad de operación	(1,806)	16,248	18,588	15,318	19,152	33,325	27,270	57,919	35,104	48,537	77,997	132,426	101,267
<b>EBITDA</b>	<b>(1,563)</b>	<b>16,496</b>	<b>18,842</b>	<b>15,578</b>	<b>19,407</b>	<b>33,567</b>	<b>27,500</b>	<b>58,138</b>	<b>35,312</b>	<b>48,734</b>	<b>78,185</b>	<b>132,604</b>	<b>101,436</b>
Resultado integral de financiamiento	(1,787)	(1,870)	(1,681)	(1,512)	(1,272)	(985)	(803)	(487)	(210)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>(3,593)</b>	<b>14,378</b>	<b>16,907</b>	<b>13,806</b>	<b>17,880</b>	<b>32,340</b>	<b>26,467</b>	<b>57,432</b>	<b>34,894</b>	<b>48,537</b>	<b>77,997</b>	<b>132,426</b>	<b>101,267</b>
Impuestos a la utilidad	-	(3,307)	(3,889)	(3,175)	(4,113)	(7,438)	(6,087)	(13,209)	(8,026)	(11,163)	(17,939)	(30,458)	(23,291)
<b>Utilidad neta</b>	<b>(3,593)</b>	<b>11,071</b>	<b>13,019</b>	<b>10,631</b>	<b>13,768</b>	<b>24,902</b>	<b>20,380</b>	<b>44,223</b>	<b>26,869</b>	<b>37,373</b>	<b>60,058</b>	<b>101,968</b>	<b>77,976</b>

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
	135,081	157,700	134,279	203,122	159,848	301,239	309,648	521,560	459,169	659,945	615,080	484,634	456,313	416,957	439,890	193,368	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,980	6,854	5,939	7,515	5,524	10,696	10,884	13,449	11,548	15,930	14,614	11,848	10,162	9,091	9,409	4,058	-
	3,417	3,500	3,516	3,527	3,651	3,675	3,599	3,641	3,645	3,558	3,360	3,182	3,117	2,979	2,785	2,638	2,411
	125,683	147,346	124,824	192,081	150,673	286,867	295,166	504,470	443,977	640,457	597,106	469,605	443,033	404,887	427,695	186,672	(2,411)
	7,536	7,786	8,045	8,314	8,594	8,883	9,184	9,495	9,818	10,152	10,499	10,858	11,231	11,616	12,016	12,430	12,858
	118,147	139,560	116,778	183,766	142,080	277,984	285,983	494,975	434,159	630,305	586,607	458,746	431,803	393,271	415,680	174,243	(15,269)
	<b>118,308</b>	<b>139,713</b>	<b>116,924</b>	<b>183,904</b>	<b>142,211</b>	<b>278,109</b>	<b>286,101</b>	<b>495,087</b>	<b>434,265</b>	<b>630,406</b>	<b>586,703</b>	<b>458,838</b>	<b>431,890</b>	<b>393,353</b>	<b>415,758</b>	<b>174,317</b>	<b>(15,199)</b>
	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
	<b>118,147</b>	<b>139,560</b>	<b>116,778</b>	<b>183,766</b>	<b>142,080</b>	<b>277,984</b>	<b>285,983</b>	<b>494,975</b>	<b>434,159</b>	<b>630,305</b>	<b>586,607</b>	<b>458,746</b>	<b>431,803</b>	<b>393,271</b>	<b>415,680</b>	<b>174,243</b>	<b>(15,269)</b>
	(27,174)	(32,099)	(26,859)	(42,266)	(32,678)	(63,936)	(65,776)	(113,844)	(99,857)	(144,970)	(134,920)	(105,512)	(99,315)	(90,452)	(95,606)	(40,076)	-
	<b>90,973</b>	<b>107,461</b>	<b>89,919</b>	<b>141,500</b>	<b>109,401</b>	<b>214,048</b>	<b>220,207</b>	<b>381,131</b>	<b>334,302</b>	<b>485,335</b>	<b>451,687</b>	<b>353,235</b>	<b>332,488</b>	<b>302,819</b>	<b>320,073</b>	<b>134,167</b>	<b>(15,269)</b>

Información privada y confidencial

# Balance General Proyectado (Teca)

USD 000s

Balance general	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Activo</b>													
Efectivo	-	-	-	-	-	10,474	30,757	66,308	93,706	125,791	180,782	273,380	359,649
Cuentas por cobrar	4,815	9,025	8,324	5,970	5,170	7,406	6,483	11,972	7,962	10,377	15,613	25,161	19,587
Inventarios	556	618	659	557	493	498	527	703	521	592	737	956	747
Activos biológicos	61,262	66,962	73,572	77,848	82,221	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694
Activo fijo neto	55,125	58,189	63,235	67,413	69,778	73,468	72,280	71,336	71,089	70,836	70,648	70,470	67,751
Otros activos	7,244	5,433	3,622	1,811	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Activo total</b>	<b>129,002</b>	<b>140,228</b>	<b>149,413</b>	<b>153,600</b>	<b>157,663</b>	<b>178,540</b>	<b>196,741</b>	<b>237,013</b>	<b>259,972</b>	<b>294,290</b>	<b>354,475</b>	<b>456,662</b>	<b>534,428</b>
<b>Pasivo</b>													
Línea de crédito revolvente	14,969	14,010	12,183	7,675	792	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	623	802	833	686	590	579	595	771	554	610	737	956	747
Otros pasivos	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314
Créditos LP	21,964	22,899	20,861	19,073	16,346	13,125	10,930	6,804	3,111	0	0	0	0
<b>Pasivo total</b>	<b>46,870</b>	<b>47,025</b>	<b>43,191</b>	<b>36,747</b>	<b>27,042</b>	<b>23,018</b>	<b>20,839</b>	<b>16,889</b>	<b>12,979</b>	<b>9,924</b>	<b>10,051</b>	<b>10,271</b>	<b>10,061</b>
<b>Capital</b>													
Capital social	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459
Primas en acciones	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320
Resultado acumulado	2,354	13,425	26,444	37,074	50,842	75,744	96,123	140,346	167,215	204,588	264,646	366,613	444,589
<b>Capital total</b>	<b>82,132</b>	<b>93,203</b>	<b>106,222</b>	<b>116,852</b>	<b>130,620</b>	<b>155,522</b>	<b>175,901</b>	<b>220,124</b>	<b>246,993</b>	<b>284,366</b>	<b>344,424</b>	<b>446,392</b>	<b>524,367</b>
<b>Pasivo y capital total</b>	<b>129,002</b>	<b>140,228</b>	<b>149,413</b>	<b>153,600</b>	<b>157,663</b>	<b>178,540</b>	<b>196,741</b>	<b>237,013</b>	<b>259,972</b>	<b>294,290</b>	<b>354,475</b>	<b>456,662</b>	<b>534,428</b>

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
447,857	552,715	647,276	777,824	895,580	1,087,383	1,312,216	1,664,406	2,019,566	2,479,765	2,951,745	3,346,067	3,699,912	4,030,602	4,369,222	4,557,763	4,580,573
22,513	26,283	22,380	33,854	26,641	50,206	51,608	86,927	76,528	109,991	102,513	80,772	76,052	69,493	73,315	32,228	-
783	863	788	920	765	1,198	1,207	1,424	1,266	1,624	1,498	1,252	1,107	1,006	1,016	558	201
86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694	86,694
67,590	66,424	65,686	65,164	64,021	62,701	56,673	50,295	39,836	31,509	18,694	(653)	(17,289)	(38,601)	(60,970)	(74,257)	(80,109)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>625,438</b>	<b>732,979</b>	<b>822,824</b>	<b>964,456</b>	<b>1,073,702</b>	<b>1,288,182</b>	<b>1,508,398</b>	<b>1,889,746</b>	<b>2,223,890</b>	<b>2,709,583</b>	<b>3,161,144</b>	<b>3,514,134</b>	<b>3,846,476</b>	<b>4,149,194</b>	<b>4,469,277</b>	<b>4,602,986</b>	<b>4,587,359</b>
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
783	863	788	920	765	1,198	1,207	1,424	1,266	1,624	1,498	1,252	1,107	1,006	1,016	558	201
9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314	9,314
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>10,097</b>	<b>10,177</b>	<b>10,102</b>	<b>10,234</b>	<b>10,079</b>	<b>10,512</b>	<b>10,521</b>	<b>10,738</b>	<b>10,580</b>	<b>10,938</b>	<b>10,812</b>	<b>10,567</b>	<b>10,421</b>	<b>10,320</b>	<b>10,330</b>	<b>9,872</b>	<b>9,515</b>
35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459	35,459
44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320	44,320
535,562	643,024	732,943	874,443	983,845	1,197,892	1,418,099	1,799,230	2,133,532	2,618,867	3,070,554	3,423,789	3,756,277	4,059,096	4,379,169	4,513,336	4,498,066
<b>615,341</b>	<b>722,802</b>	<b>812,721</b>	<b>954,221</b>	<b>1,063,623</b>	<b>1,277,671</b>	<b>1,497,877</b>	<b>1,879,008</b>	<b>2,213,310</b>	<b>2,698,645</b>	<b>3,150,332</b>	<b>3,503,567</b>	<b>3,836,055</b>	<b>4,138,874</b>	<b>4,458,947</b>	<b>4,593,114</b>	<b>4,577,844</b>
<b>625,438</b>	<b>732,979</b>	<b>822,824</b>	<b>964,456</b>	<b>1,073,702</b>	<b>1,288,182</b>	<b>1,508,398</b>	<b>1,889,746</b>	<b>2,223,890</b>	<b>2,709,583</b>	<b>3,161,144</b>	<b>3,514,134</b>	<b>3,846,476</b>	<b>4,149,194</b>	<b>4,469,277</b>	<b>4,602,986</b>	<b>4,587,359</b>

Información privada y confidencial

# Flujo de Efectivo Proyectado (Teca)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad operativa	(1,806)	16,248	18,588	15,318	19,152	33,325	27,270	57,919	35,104	48,537	77,997	132,426	101,267
Resultado integral de financiamiento	(1,787)	(1,870)	(1,681)	(1,512)	(1,272)	(985)	(803)	(487)	(210)	(0)	(0)	(0)	(0)
Impuestos pagados	-	(3,307)	(3,889)	(3,175)	(4,113)	(7,438)	(6,087)	(13,209)	(8,026)	(11,163)	(17,939)	(30,458)	(23,291)
Depreciación y amortización	243	248	254	260	255	242	230	219	208	197	188	178	169
Otros activos	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cambios en capital de trabajo	3,371	(4,094)	691	2,309	769	(2,252)	911	(5,490)	3,976	(2,431)	(5,254)	(9,547)	5,574
<b>Flujos de operación</b>	<b>1,831</b>	<b>9,036</b>	<b>15,774</b>	<b>15,011</b>	<b>16,603</b>	<b>22,892</b>	<b>21,520</b>	<b>38,951</b>	<b>31,052</b>	<b>35,140</b>	<b>54,991</b>	<b>92,598</b>	<b>83,719</b>
Inversión en activos fijos	(5,925)	(6,065)	(6,987)	(4,438)	(4,373)	(4,473)	-	-	-	-	-	-	-
Inversión en activos biológicos	(5,574)	(5,701)	(6,610)	(4,276)	(4,373)	(4,473)	-	-	-	-	-	-	-
Venta de activo fijo	2,146	2,753	1,687	-	1,754	541	958	725	39	56	-	-	2,550
<b>Flujos de inversión</b>	<b>(9,353)</b>	<b>(9,013)</b>	<b>(11,910)</b>	<b>(8,714)</b>	<b>(6,993)</b>	<b>(8,405)</b>	<b>958</b>	<b>725</b>	<b>39</b>	<b>56</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,550</b>
Aumentos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos LP	4,866	935	(2,038)	(1,788)	(2,726)	(3,221)	(2,195)	(4,126)	(3,693)	(3,111)	-	-	-
<b>Flujos de financiamiento</b>	<b>4,866</b>	<b>935</b>	<b>(2,038)</b>	<b>(1,788)</b>	<b>(2,726)</b>	<b>(3,221)</b>	<b>(2,195)</b>	<b>(4,126)</b>	<b>(3,693)</b>	<b>(3,111)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Efectivo generado o utilizado</b>	<b>(2,656)</b>	<b>959</b>	<b>1,827</b>	<b>4,508</b>	<b>6,883</b>	<b>11,266</b>	<b>20,283</b>	<b>35,551</b>	<b>27,398</b>	<b>32,084</b>	<b>54,991</b>	<b>92,598</b>	<b>86,269</b>

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
118,147	139,560	116,778	183,766	142,080	277,984	285,983	494,975	434,159	630,305	586,607	458,746	431,803	393,271	415,680	174,243	(15,269)
(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
(27,174)	(32,099)	(26,859)	(42,266)	(32,678)	(63,936)	(65,776)	(113,844)	(99,857)	(144,970)	(134,920)	(105,512)	(99,315)	(90,452)	(95,606)	(40,076)	-
161	153	145	138	131	124	118	112	107	101	96	91	87	83	78	74	71
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(2,927)	(3,770)	3,904	(11,474)	7,212	(23,565)	(1,402)	(35,319)	10,398	(33,463)	7,478	21,741	4,720	6,559	(3,822)	41,087	32,228
<b>88,207</b>	<b>103,844</b>	<b>93,968</b>	<b>130,164</b>	<b>116,745</b>	<b>190,607</b>	<b>218,923</b>	<b>345,924</b>	<b>344,807</b>	<b>451,973</b>	<b>459,261</b>	<b>375,067</b>	<b>337,295</b>	<b>309,460</b>	<b>316,330</b>	<b>175,328</b>	<b>17,029</b>
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	1,014	593	384	1,012	1,196	5,910	6,266	10,352	8,226	12,719	19,256	16,550	21,229	22,291	13,213	5,781
-	<b>1,014</b>	<b>593</b>	<b>384</b>	<b>1,012</b>	<b>1,196</b>	<b>5,910</b>	<b>6,266</b>	<b>10,352</b>	<b>8,226</b>	<b>12,719</b>	<b>19,256</b>	<b>16,550</b>	<b>21,229</b>	<b>22,291</b>	<b>13,213</b>	<b>5,781</b>
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>88,207</b>	<b>104,858</b>	<b>94,561</b>	<b>130,548</b>	<b>117,756</b>	<b>191,803</b>	<b>224,833</b>	<b>352,190</b>	<b>355,159</b>	<b>460,199</b>	<b>471,980</b>	<b>394,323</b>	<b>353,845</b>	<b>330,690</b>	<b>338,620</b>	<b>188,541</b>	<b>22,810</b>

Información privada y confidencial



# Estado de Resultados Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos MDF	-	32,857	79,828	82,622	85,513	88,506	91,604	94,810	98,129	101,563
Otros ingresos	-	1,282	3,585	4,063	4,140	4,355	3,359	3,476	3,598	3,724
Ingresos totales	-	34,139	83,413	86,685	89,653	92,862	94,963	98,287	101,727	105,287
Costos forestales MDF	5,963	10,815	11,914	12,993	13,696	14,069	15,065	16,135	17,281	18,411
Costos de producción MDF	-	12,380	21,896	22,663	23,456	24,277	25,127	26,006	26,916	27,858
Costos de venta	5,963	23,194	33,811	35,656	37,152	38,346	40,192	42,141	44,197	46,269
Utilidad bruta	(5,963)	10,944	49,602	51,029	52,501	54,516	54,771	56,145	57,529	59,018
Gastos de administración y ventas	5,894	14,859	14,928	15,080	15,025	14,979	14,944	15,001	14,984	14,977
Utilidad de operación	(11,858)	(3,914)	34,674	35,949	37,476	39,536	39,827	41,144	42,545	44,041
<b>EBITDA</b>	<b>(10,006)</b>	<b>4,967</b>	<b>45,349</b>	<b>46,547</b>	<b>47,862</b>	<b>49,714</b>	<b>49,802</b>	<b>51,002</b>	<b>52,206</b>	<b>53,508</b>
Resultado integral de financiamiento	(3,171)	(3,926)	(3,534)	(3,141)	(2,748)	(2,356)	(1,963)	(1,571)	(1,178)	(785)
Otros ingresos (egresos)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>(15,028)</b>	<b>(7,841)</b>	<b>31,141</b>	<b>32,808</b>	<b>34,728</b>	<b>37,181</b>	<b>37,864</b>	<b>39,574</b>	<b>41,367</b>	<b>43,256</b>
Impuestos a la utilidad	-	-	(8,408)	(8,858)	(9,376)	(10,039)	(10,223)	(10,685)	(11,169)	(11,679)
<b>Utilidad neta</b>	<b>(15,028)</b>	<b>(7,841)</b>	<b>22,733</b>	<b>23,950</b>	<b>25,351</b>	<b>27,142</b>	<b>27,641</b>	<b>28,889</b>	<b>30,198</b>	<b>31,577</b>

# Balance General Proyectado (MDF)

USD 000s

Balance general	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Activo</b>										
Efectivo e inversiones temporales	6,858	-	1,259	18,014	36,148	55,967	75,654	97,199	120,004	144,129
Cuentas por cobrar	-	5,690	13,902	14,448	14,942	15,477	15,827	16,381	16,954	17,548
Inventarios	497	1,933	2,818	2,971	3,096	3,196	3,349	3,512	3,683	3,856
Activos biológicos	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900	18,900
Activo fijo neto	91,515	109,445	108,675	106,556	104,478	102,443	101,276	99,305	97,373	95,479
<b>Activo total</b>	<b>117,770</b>	<b>135,967</b>	<b>145,554</b>	<b>160,888</b>	<b>177,565</b>	<b>195,982</b>	<b>215,007</b>	<b>235,297</b>	<b>256,914</b>	<b>279,912</b>
<b>Pasivo</b>										
Línea de crédito revolvente	-	5,992	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	994	3,866	5,635	5,943	6,192	6,391	6,699	7,024	7,366	7,712
Créditos LP	72,062	89,236	80,313	71,389	62,466	53,542	44,618	35,695	26,771	17,847
<b>Pasivo total</b>	<b>73,056</b>	<b>99,094</b>	<b>85,948</b>	<b>77,332</b>	<b>68,658</b>	<b>59,933</b>	<b>51,317</b>	<b>42,718</b>	<b>34,137</b>	<b>25,559</b>
<b>Capital</b>										
Capital social	14,654	14,654	14,654	14,654	14,654	14,654	14,654	14,654	14,654	14,654
Primas en acciones	46,375	46,375	46,375	46,375	46,375	46,375	46,375	46,375	46,375	46,375
Resultado acumulado	(16,315)	(24,155)	(1,423)	22,527	47,878	75,020	102,661	131,550	161,748	193,325
<b>Capital total</b>	<b>44,714</b>	<b>36,873</b>	<b>59,606</b>	<b>83,556</b>	<b>108,907</b>	<b>136,049</b>	<b>163,690</b>	<b>192,579</b>	<b>222,777</b>	<b>254,353</b>
<b>Pasivo y capital total</b>	<b>117,770</b>	<b>135,967</b>	<b>145,554</b>	<b>160,888</b>	<b>177,565</b>	<b>195,982</b>	<b>215,007</b>	<b>235,297</b>	<b>256,914</b>	<b>279,912</b>

# Flujo de Efectivo Proyectado (MDF)

USD 000s

Estado de flujos de efectivo	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad operativa	(11,858)	(3,914)	34,674	35,949	37,476	39,536	39,827	41,144	42,545	44,041
Resultado integral de financiamiento	(3,171)	(3,926)	(3,534)	(3,141)	(2,748)	(2,356)	(1,963)	(1,571)	(1,178)	(785)
Impuestos pagados	-	-	(8,408)	(8,858)	(9,376)	(10,039)	(10,223)	(10,685)	(11,169)	(11,679)
Depreciación y amortización	1,852	8,882	10,675	10,598	10,386	10,178	9,974	9,858	9,661	9,467
Cambios en capital de trabajo	390	(4,254)	(7,328)	(392)	(370)	(435)	(196)	(391)	(402)	(421)
<b>Flujos de operación</b>	<b>(12,787)</b>	<b>(3,213)</b>	<b>26,079</b>	<b>34,156</b>	<b>35,367</b>	<b>36,884</b>	<b>37,419</b>	<b>38,355</b>	<b>39,457</b>	<b>40,623</b>
Inversión en activos fijos	(72,148)	(26,812)	(9,905)	(8,478)	(8,308)	(8,142)	(8,808)	(7,886)	(7,728)	(7,574)
Inversión en activos biológicos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad en venta de activo fijo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Venta de activo fijo	4,451	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Flujos de inversión</b>	<b>(67,698)</b>	<b>(26,812)</b>	<b>(9,905)</b>	<b>(8,478)</b>	<b>(8,308)</b>	<b>(8,142)</b>	<b>(8,808)</b>	<b>(7,886)</b>	<b>(7,728)</b>	<b>(7,574)</b>
Aumentos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Créditos LP	72,062	17,174	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)	(8,924)
<b>Flujos de financiamiento</b>	<b>72,062</b>	<b>17,174</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>	<b>(8,924)</b>
<b>Efectivo generado o utilizado</b>	<b>(8,423)</b>	<b>(12,850)</b>	<b>7,251</b>	<b>16,754</b>	<b>18,135</b>	<b>19,818</b>	<b>19,687</b>	<b>21,545</b>	<b>22,805</b>	<b>24,126</b>