# **M** MMG BANK

Junio 30 de 2010

GOLDEN FOREST S.A. (GOLD: Precio Actual B/. 1,150.00) Recomendación

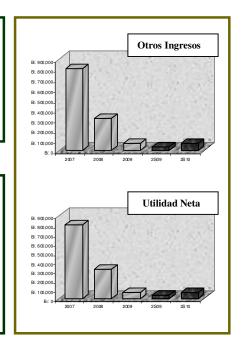
Acciones Comunes Panamá – Reforestación COMPRA

## Perfil de la Compañía

Golden Forest, S.A. se dedica a la reforestación de plantaciones de teca, caoba y acacia para explotación comercial. La superficie total de las fincas de este proyecto ubicado en Villa Rosario, Capira, Carretera Interamericana, es de 170.6 hectáreas, de las cuales se han reforestado 164, comprendiendo un total de 5 fincas, todas colindantes entre sí.

## Participación de Mercado - Competencia

Durante 1994 se reforestaron aprox. 1,845 hectáreas de teca, caoba y acacia en la República de Panamá. Durante el mismo año Golden Forest S.A. plantó 164 hectáreas de estas mismas especies. Si se presume que la fecha de tala final es la misma para todos los plantones sembrados en el mismo año, y que el crecimiento es similar, la empresa tendría una participación de mercado de 8.9%. De las 5,371.55 hectáreas reforestadas para el año 2008, 4,336.15 o el 80.7% son para uso comercial.



### Estado de Desarrollo de la Plantación

Con la aplicación adecuada de labores silviculturales (poda, raleo, ronda corta fuego, rodajas, drenajes, etc.) se están obteniendo buenos resultados en cuanto a crecimiento diametral y altura de los árboles.

El proyecto tiene aproximadamente 16 años de desarrollo (1994-2010), motivo por el cual actualmente se está realizando el último raleo selectivo con las tres especies. La empresa contempla realizar el corte final de la plantación a partir de 20 a 25 años de crecimiento.

Quadro 1. Crecimiento actual de la plantación									
Especie	Edad	Densidad (Arboles/ha)	DAP (cms)	ALTURA (mts)	AREA BASAL (m2/ha)	VOLUMEN ARBOLES	VOL/HA		
Teca	15	248	30.0	14.70	17.53	0.6234	154.62		
Caoba	15	250	30.4	18.14	18.14	0.9058	226.46		
Acacia	15	290	25.0	14.23	14.23	0.5478	158.87		

	Quadro 2. Crecimiento proyectado de la plantación										
Especie	Edad	Densidad (Arboles/ha)	DAP (cms)	ALTURA (mts)	AREA BASAL (m2/ha)	VOLUMEN ARBOLES	VOL/HA				
Teca	25	225	43.8	15.30	33.90	1.3831	311.21				
Caoba	25	225	44.5	10.20	34.99	0.9518	214.16				
Acacia	25	200	28.2	9.60	12.49	0.3597	71.95				

Analista Senior Juan Pablo Zárate (507) 2657600 Ext. 1169

Analista **Carlos Morgan** (507) 265-7600 Ext. 1832

#### Disclaimer

La información contenida en este reporte es ofrecida únicamente con el propósito de brindar información actualizada y representa la opinión interna de nuestros analistas. La información no es garantizada en cuanto a su exactitud y entereza y no debe tomarse como un indicador para su cuenta de inversión. MMG Bank, Corp. no asegura que los valores a los que se refiere este reporte sean apropiados para algún inversionista en particular. Quienes reciban este documento no serán considerados como clientes de MMG Bank, Corp. solamente por el hecho de haberlo Ninguna información en recibido. este reporte se considerará como asesoría en materia de inversiones, legal, contable o tributaria.

# Desempeño del Segundo Trimestre del año 2010

La empresa no presenta ingresos de producción por la actividad de reforestación, ya que la misma se demora entre 20 y 25 años para el corte final de los cuales solo van 16 hasta el momento.

Para el 2T10 presenta una utilidad neta por US \$36,722 con una variación positiva del 98.34% frente al 1T10 y del 226.19% frente al 2T09. La utilidad acumulada para el año 2010 asciende a US \$55,237 los cuales representan una variación positiva del 122.88% frente al acumulado al primer semestre 2009, producto del incremento de los otros ingresos en un 94% mientras que los gastos presentaron un incremento inferior del 30%.

Para el 2T10 presenta otros ingresos por US \$41,905 los cuales se incrementan en un 61.88% frente al trimestre anterior producto de la venta de madera por los raleos realizados.

Cuadro 3. Estados de Resultados Consolidados 2007-2010(6)								
Periodos Completos Periodos								
	2007	2008	2009	2S09	2S10			
Ventas	-	-	-	-	-			
Costo de Ventas								
Utilidad Bruta	-	-	-	-	-			
Gastos Adm/Vtas	15,673	14,753	25,891	9,670	12,555			
Utilidad Operacional	-15,673	-14,753	-25,891	-9,670	-12,555			
Otros Ingresos	805,130	318,663	69,096	34,453	67,792			
Impuestos								
Utilidad Neta	789,457	303,910	43,205	24,783	55,237			

Los otros ingresos acumulados anuales ascienden a US \$67,792, de los cuales US \$34,463 son por concepto de intereses del plazo fijo que mantiene al 6% co vencimiento a Julio 2010 y US \$33,329 restantes por venta de madera y otros. Para el periodo no registra ingresos por ganancias en el valor razonable de la plantación.

Los gastos generales y administrativos para el 2T10 ascienden a US \$5,183 los cuales se disminuyen frente a los US \$7,372 del 1T10, principalmente por menos honorarios profesionales, cuotas y suscripciones como en el rubro de servicios públicos.

Con relación al Balance General se aprecia:

Cuadro 4. Balance General Consolidados 2007-2010 (6)							
F	Periodos Interinos						
	2007	2008	2009	Junio 2010	Var 09-10		
Efectivo	31,524	43,448	40,314	72,043	78.70%		
Depositos a Plazo	1,150,000	1,150,000	1,150,000	1,150,000	0.00%		
Activo Fijo Neto	770,095	769,710	6,724,975	6,724,782	0.00%		
Activo Biologico	5,423,536	5,716,085	5,816,301	5,839,968	0.41%		
Otros	3,180	3,180	3,180	3,179	-0.03%		
Total Activos	7,378,335	7,682,423	13,734,770	13,789,972	0.40%		
Pasivos Laborales Cte			681	646	-5.14%		
Pasivos Laborales	2,735	2,735	2,735	2,735	0.00%		
Impuestos por Pagar	35,388	35,565	630,602	630,602	0.00%		
Total Pasivos	38,123	38,300	634,018	633,983	-0.01%		
Capital Pagado	2,307,950	2,307,950	2,307,950	2,307,950	0.00%		
Valorizacion Plantacio	3,974,374	4,223,742	4,277,082	4,277,082	0.00%		
Valorizacion Terrenos	315,329	315,329	5,675,414	5,675,414	0.00%		
Utilidades Retenidas	742,559	797,102	840,306	895,543	6.57%		
Total Patrimonio	7,340,212	7,644,123	13,100,752	13,155,989	0.42%		

Para el primer semestre 2010 los activos ascienden a US \$13.7MM los cuales evidencian un mínimo aumento del 0.40% frente al año anterior 2009.

Donde el activo más representativo continúa atribuyéndose a los activos fijos y el avalúo realizado sobre los mismos por un tercero de la de compañía, por un valor de US \$6.4MM.

Los pasivos por US \$633,983 representan el 4,60% del total de los activos lo que le representa a la empresa un bajo apalancamiento de 0.05(x) veces, concentrado mas en impuestos diferidos que en obligaciones de la empresa con terceros.

El patrimonio por US \$13,1MM representa el 95.40% del total de los activos. Para el trimestre presenta una capital pagado por US \$2,3MM el cual no presenta variaciones frente al trimestre anterior. Las superávits por valorizaciones tanto de las plantaciones como de los terrenos representan el 75,65% del total del patrimonio.

El flujo de caja presentado para el semestre evidencia una generación de efectivo por producto de las actividades de operación por US \$55,396, la cual es superior a los costos acumulados de reforestación como flujos de inversión para el periodo por US \$23,667, permitiendo así el aumento neto del efectivo en US \$31,729.



## Comportamiento y Valorización Acciones Comunes

Cuadro 5. Valoracion Accion	es Co	omunes Gold	den l	Forrest S.A.				BVP
Precio de Mercado Actual (11/03/1997)			В	/. 1,150.00				
Precio mas Alto (últimas 52 semanas)			В	/. 1,150.00				
Precio mas Bajo (últimas 52 semanas)			В	<sup>7</sup> . 1,150.00				
Capitalizacion de Mercado						5,342,900		8,684,729,36
Resultados Financieros		2008		2009		2010 (6)		2009
/entas Netas	В/.	-	В/.	-	В/.	-		
BITDA	В/.	-14,753	B/.	-25,891	B/.	-12,555		
Jtilidad Neta	В/.	303,910	B/.	43,205	В/.	55,237		
Itilidad Neta atribuible a accionistas mayoritarios	В/.	303,910	B/.	43,205	В/.	55,237		
/alor en Libros - Patrimonio	В/.	7,644,123	В/.	13,100,752	В/.	13,155,989		
Promedio Ponderado de acciones comunes en circulació	r	4,646		4,646		4,646		279,795,18
/olumen de Acciones Transado por periodo		-		-		-		1,368,20
Float / Acciones en Circulación		0.00%		0.00%		0.00%		0.49
alor Nominal Transado en Año 2009	B/.	-	B/.	-	В/.	-	В/.	27,907,50
Metodos de Valorización pa	ra las i	Acciones de Go	olden	Forrest			BVF	P (Promedios
arnings per Share		65.41		9.30		11.89		
) Price Earnings Ratio		17.58		123.66		96.73		13.
Book Value per Share		1,645.31		2,819.79		2,831.68		
) Price Book Ratio		0.70		0.41		0.41		1.
BITDA per Share		-3.18		-5.57		-2.70		
Price EBITDA Ratio		-362.16		-206.36		-425.56		N.

### Factores Externos a la empresa

## 1) Superficie Reforestada en Panamá

Según la Autoridad Nacional del Ambiente ANAM, la superficie reforestada en la Republica de Panamá presenta al finalizar el año 2009 una superficie reforestada de 1,650.46 hectáreas, evidenciado una reducción del 69.27% frente al año 2008 cuando fue por 5,371.55 hectáreas.

Cuadro 6.	Superficie Ref	forestada	en la Republic	a de Panamá	
Provincia	Ha Año 2008		Ha Año 2009	V%	Variacion
Bocas del Toro	19.52	0%	39.59	2%	103%
Cocle	173.64	3%	173.80	11%	0%
Colon	251.84	5%	83.29	5%	-67%
Chiriqui	245.67	5%	162.80	10%	-34%
Darien	3077.4	57%	830.54	50%	-73%
Herrera	52.27	1%	25.42	2%	-51%
Los Santos	203.38	4%	11.14	1%	-95%
Panama Este	689.06	13%	44.50	3%	-94%
Paname Metro	353.49	7%	30.61	2%	-91%
Panama Oeste	137.34	3%	5.83	0%	-96%
Veraguas	118.99	2%	210.27	13%	77%
Comarca Ngobe Bug	48.96	1%	32.68	2%	-33%
Suma	5,371.56	100.00%	1,650.47	100.00%	-69.27%

Fuente: Autoridad Nacional de Ambiente, Dirección de Gestion Integral de Cuencas Hidrograficas,
Departamento de Desarrollo y Manejo Forestal.

Ha= Hectareas

La reforestación comercial continua siendo el principal tipo de reforestación en la republica de Panamá representando una participación del 68.52% sobre el total de área reforestada. (Año 2008 igual a 80.72%).

## 2) Legislación actual

La reforestación comercial continua siendo desarrollada bajo la Ley No 24, del 23 de Noviembre de 1992, la cual establece los incentivos y reglamenta la actividad en la Republica de Panamá.



## 3) Comportamiento del Precio de las Maderas

Para el establecimiento del comportamiento del precio de las maderas que puedan influir en las plantaciones de madera del emisor Golden Forest S.A., vale la pena considerar que el mismo dependerá de tres factores: clase de la madera, rango de clase por tamaño y el uso final de la misma.

Las clases de maderas dentro de las plantaciones serian: Teutona Grandis (teca); Khaya Senegalensis (Caoba Africana) y Acacia Mangium (Acacia).Las clases de se distribuyen en seis rangos desde 20,5cms.hasta 42.cms de diámetro y para establecer los precios estos seis rangos se reducen a tres rangos que serian: (Caoba: 20,5-26,4; 26,5-32,4; 32,5-38), (Teca: 24-29,9; 30-35,9; 36-41,9), (Acacia: 20,5-24,4; 24,5-28,4; 28,5-32,4).

Finalmente la destinación de la producción de madera se distribuye principalmente hacia aserrios 48.69%, Postes y Varas 27,09%, Leña 14,22% y Desperdicios 10%.

Los siguientes precios son los establecidos en la ultima valoración realizada por la empresa y sobre los cuales se trata de mantener monitoreo para definir el comportamiento de los mismos.

Cuadro 7. Clase de Madera	Rango x Tamaño (cm)	PreciooB/. por m3	PreciooB/. Golden Forest	Participacion Plantanciones
Caoba	Aserrio	B/. 272.00		
	Postes/ Varas	B/. 153.00	B/. 194.31	50.30%
	Leña	B/. 34.00		
Teca	Aserrio	B/. 272.00		
	Postes/ Varas	B/. 153.00	B/. 192.76	45.45%
	Leña	B/. 34.00		
Acacia	Aserrio	B/. 110.00		
	Postes/ Varas	B/. 88.00	B/. 80.21	4.24%
	Leña	B/. 33.00		

Fuente: Ing Forestal Luis Álvarez, Idoneidad 3595-97 Dasonomo, 4048-03 Ingeniero.

### 4) Split de Acciones

La empresa Golden Forest S.A. se encuentra en proceso para la realización de un Split para las Acciones Comunes a razón de 100:1, aumentando el número de acciones autorizadas de 5,000 actualmente a un total de 500,000 acciones y modificando de esta manera el valor de mercado por acción de US 1,150 a US \$11,50. La anterior permitirá un precio más atractivo para los inversionistas, traduciéndose en una mayor negociabilidad para estos títulos valores. La decisión para dicho Split ya fue aprobada por la Junta de Accionista realizada el pasado 20 de Julio de 2010 y la empresa se encuentra en la última etapa para la realización del mismo según las normas y procedimientos que establecen los entes reguladores.

#### Recomendación sobre acciones comunes del Emisor.

MMG BANK Corp., como analista independiente de las Acciones Comunes de Golden Forest S.A., estima que su precio de mercado actual por US \$1,150 no refleja un valor justo de mercado. A nuestro criterio el valor superior se fundamenta en el valor presente neto de los flujos esperados por la explotación y comercialización de sus plantaciones en un futuro. Además su precio de mercado sobre Valor en Libros se encuentra por debajo del promedio de las empresas que se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Panamá.

Factores como la situación financiera del Emisor sin apalancamiento y con los recursos necesarios para una adecuada administración, análisis de informes técnicos sobre el desarrollo del proyecto soportado en el capital humano especializado y de planta como en la experiencia en la industria de sus gestores iniciales sumado a los avalúos recientes, son razones que permiten soportar esta declaración.

Por toda la justificación anterior estamos realizando una recomendación de <u>COMPRA</u> para las acciones comunes del Emisor, siempre y cuando el inversionista interesado considere el largo plazo para la actividad desarrollada por el Emisor así como la falta de liquidez presentada por estas acciones comunes históricamente.