MMG BANK

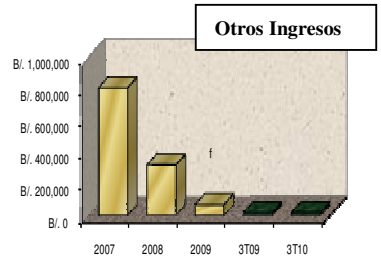
**Septiembre 30 de 2010**

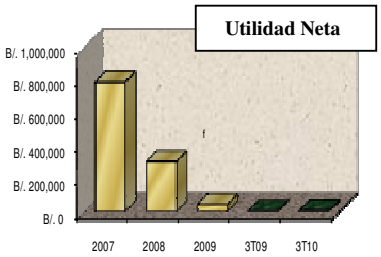
**GOLDEN FOREST S.A.**
**(GOLD: Precio Actual B/. 11.50 después del Split realizado)**
**Recomendación**

**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 1,650.46 hectáreas reforestadas para el año 2009, 1,130.93 o el 68.5% 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.

**Cuadro 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 |

**Cuadro 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 recibido. Ninguna información en este reporte se considerará como asesoría en materia de inversiones, legal, contable o tributaria.

**Desempeño del Tercer 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 3T10 presenta una utilidad neta por US $6,635 con una variación negativa del 81.93% frente al 2T10 y positiva del 44.46% frente al 3T09. La utilidad acumulada para el año 2010 asciende a US $61,872 los cuales representan una variación positiva del 110.62% frente al acumulado al tercer trimestre 2009, producto del incremento de los otros ingresos en un 66.84% mientras que los gastos presentaron un incremento inferior del 9.67%.

Para el 3T10 presenta otros ingresos por US $18,748 los cuales se disminuyen en un 55.26% frente al trimestre anterior producto de la venta de madera por raleos en trimestres anteriores.

**Cuadro 3. Estados de Resultados Consolidados 2007-2010(9)**

| | Periodos Completos | | | Periodos Interinos | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 3T09 | 3T10 |
| Ventas | - | - | - | - | - |
| Costo de Ventas | | | | | |
| Utilidad Bruta | - | - | - | - | - |
| Gastos Adm/Vtas | 15,673 | 14,753 | 25,891 | 12,823 | 12,113 |
| Utilidad Operacional | -15,673 | -14,753 | -25,891 | -12,823 | -12,113 |
| Otros Ingresos | 805,130 | 318,663 | 69,096 | 17,416 | 18,478 |
| Impuestos | | | | | |
| Utilidad Neta | 789,457 | 303,910 | 43,205 | 4,593 | 6,365 |

Los otros ingresos acumulados anuales ascienden a US $86,540 de los cuales US $49,640 son por concepto de intereses del plazo fijo que mantiene al 5% con vencimiento a Julio 2015 y US $36,900 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 3T10 ascienden a US $12,113 los cuales se incrementan frente a los US $5,183 del 2T10, principalmente gastos asociados a Split de Acciones como de auditorías contratadas.

Con relación al Balance General se aprecia:

**Cuadro 4. Balance General Consolidados 2007-2010 (9)**

| | Periodos Completos | | | Periodos Interinos | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2007 | 2008 | 2009 | Sept 2010 | Var 09-10 |
| Efectivo | 31,524 | 43,448 | 40,314 | 65,868 | 63.39% |
| 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 | 6,724,686 | 0.00% |
| Activo Biologico | 5,423,536 | 5,716,085 | 5,816,301 | 5,852,896 | 0.63% |
| Otros | 3,180 | 3,180 | 3,180 | 3,180 | 0.00% |
| Total Activos | **7,378,335** | **7,682,423** | **13,734,770** | **13,796,630** | **0.45%** |
| Pasivos Laborales Cte | | | 681 | 669 | -1.76% |
| 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** | **634,006** | **0.00%** |
| Capital Pagado | 2,307,950 | 2,307,950 | 2,307,950 | 2,307,950 | 0.00% |
| Valorizacion Plantaci | 3,974,374 | 4,223,742 | 4,277,082 | 4,277,082 | 0.00% |
| Valorizacion Terreno | 315,329 | 315,329 | 5,675,414 | 5,675,414 | 0.00% |
| Utilidades Retenidas | 742,559 | 797,102 | 840,306 | 902,178 | 7.36% |
| Total Patrimonio | **7,340,212** | **7,644,123** | **13,100,752** | **13,162,624** | **0.47%** |

Para el primer semestre 2010 los activos ascienden a US $13.8MM los cuales evidencian un mínimo aumento del 0.45% 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 $634,006 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 $13,2MM 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 72.14% 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 $62,149, la cual es superior a los costos acumulados de reforestación como flujos de inversión para el periodo por US $36,595, permitiendo así el aumento neto del efectivo en US $25,554.

## Comportamiento y Valorización Acciones Comunes

| Cuadro 5. Valoracion Acciones Comunes | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Golden Forest S.A.** | | | | **BVP** |
| Precio de Mercado Actual (28/12/2010) | | B/. 11.50 | | |
| Precio mas Alto (últimas 52 semanas) | | B/. 11.50 | | |
| Precio mas Bajo (últimas 52 semanas) | | B/. 11.50 | | |
| **Capitalizacion de Mercado** | | **B/. 5,342,900** | | **8,744,474,704** |
| **Resultados Financieros** | **2008** | **2009** | **2010 (9)** | **2010(10)** |
| Ventas Netas | B/. - | B/. - | B/. - | |
| EBITDA | B/. -14,753 | B/. -25,891 | B/. -24,668 | |
| Utilidad Neta | B/. 303,910 | B/. 43,205 | B/. 61,872 | |
| Utilidad Neta atribuible a accionistas mayoritarios | B/. 303,910 | B/. 43,205 | B/. 61,872 | |
| Valor en Libros - Patrimonio | B/. 7,644,123 | B/. 13,100,752 | B/. 13,162,624 | |
| Promedio Ponderado de acciones comunes en circulación | 464,600 | 464,600 | 464,600 | 295,128,026 |
| Volumen de Acciones Transado por periodo | - | - | - | 1,928,531 |
| **Float / Acciones en Circulación** | **0.00%** | **0.00%** | **0.00%** | **0.65%** |
| **Valor Nominal Transado al 31 Octubre 2010** | **B/. -** | **B/. -** | **B/. -** | **B/. 39,918,331** |
| **Metodos de Valorización para las Acciones de Golden Forrest** | | | | **BVP (Promedios)** |
| Earnings per Share | 0.65 | 0.09 | 0.13 | |
| **1) Price Earnings Ratio** | **17.58** | **123.66** | **86.35** | **12.80** |
| Book Value per Share | 16.45 | 28.20 | 28.33 | |
| **2) Price Book Ratio** | **0.70** | **0.41** | **0.41** | **1.50** |
| EBITDA per Share | -0.03 | -0.06 | -0.05 | |
| **3) Price EBITDA Ratio** | **-362.16** | **-206.36** | **-216.59** | **N/A** |

Fuente: Datos de la BVP al cierre del 31 de Julio 2010

## 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 Reforestada en la Republica de Panamá | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Provincia** | **Ha Año 2008** | **V%** | **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 Bugle | 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. Clases de Madera**

| Clase de | Tamaño (cm) | m3 | Precio/m3 | Participacion |
|---|---|---|---|---|
| Caoba | Aserrio | B/. 272 | | |
| | Postes/ Varas | B/. 153 | B/. 194.31 | 50.30% |
| | Leña | B/. 34 | | |
| Teca | Aserrio | B/. 272 | | |
| | Postes/ Varas | B/. 153 | B/. 192.76 | 45.45% |
| | Leña | B/. 34 | | |
| Acacia | Aserrio | B/. 110 | | |
| | Postes/ Varas | B/. 88 | B/. 80.21 | 4.24% |
| | Leña | B/. 33 | | |

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

## 4) Split de Acciones

La empresa Golden Forest S.A. culminó el 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. Lo anterior permite un precio más atractivo para los inversionistas, traduciéndose en una mayor negociabilidad para estos títulos valores. La decisión para dicho Split fue aprobada por la Junta de Accionista realizada el pasado 20 de Julio de 2010.

## 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 $11.50 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 ***COMPRA*** 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.