M MMG BANK

Diciembre 31 de 2010

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

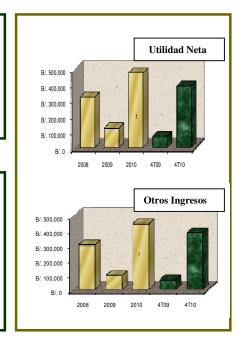
Acciones Comunes Panamá – Reforestación COMPRA

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 Cuarto 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 17 hasta el momento.

Para el 4T10 presenta una utilidad neta por US \$384,868 con una variación positiva del 5,700.57% frente al 3T10 y positiva del 472,98% frente al 4T09. La utilidad acumulada para el año 2010 asciende a US \$446,740 los cuales representan una variación positiva del 362,72% frente al acumulado para el año 2009, producto del incremento de los otros ingresos en un 287.55% superior al aumento presentado por los gastos de un 7.24% para las cifras acumuladas anuales.

Para el 4T10 presenta otros ingresos por US \$387,966 los cuales se aumentan en un 1,969.37% frente al trimestre anterior producto del aumento experimentado por cambios en el valor razonable de las plantaciones forestales.

P	Periodos II	Periodos Interinos			
	2008	2009	2010	4T09	4T10
Ventas	-	-	-	-	-
Costo de Ventas					
Utilidad Bruta	-	-	-	-	-
Gastos Adm/Vtas	14,753	25,891	27,766	3,398	3,098
Utilidad Operacional	-14,753	-25,891	-27,766	-3,398	-3,098
Otros Ingresos	318,663	122,436	474,506	70,567	387,966
Impuestos			-		
Utilidad Neta	303.910	96.545	446.740	67.169	384.868

Los otros ingresos acumulados anuales ascienden a US \$474,506 de los cuales US \$63,872 son por intereses del plazo fijo que mantiene al 5% con vencimiento a Julio 2015, US \$14,979 por venta de madera de raleos realizados, US \$22,221 por otros ingresos y US \$373,434 por ingresos de ganancias en el valor razonable de la plantación.

Los gastos generales y administrativos para el 4T10 ascienden a US \$3,098 los cuales se disminuyen frente a los US \$12,113 del 3T10, principalmente gastos asociados a Split de Acciones como de auditorías contratadas.

De acuerdo al Balance General se aprecia:

Cuadro 4. Balance General Consolidados 2008-2010								
F	Periodos	Interinos						
	2008	2009	2010	Dic 2010	Var 09-10			
Efectivo	43,448	40,314	58,720	58,720	45.66%			
Depositos a Plazo	1,150,000	1,150,000	1,150,000	1,150,000	0.00%			
Activo Fijo Neto	769,710	6,724,975	6,724,590	6,724,590	-0.01%			
Activo Biologico	5,716,085	5,816,301	6,245,042	6,245,042	7.37%			
Otros	3,180	3,180	3,180	3,180	0.00%			
Total Activos	7,682,423	13,734,770	14,181,532	14,181,532	3.25%			
Pasivos Laborales Cte		681	702	702	3.08%			
Pasivos Laborales	2,735	2,735	2,735	2,735	0.00%			
Impuestos por Pagar	35,565	630,602	630,602	630,602	0.00%			
Total Pasivos	38,300	634,018	634,039	634,039	0.00%			
Capital Pagado	2,307,950	2,307,950	2,307,950	2,307,950	0.00%			
Valorizacion Plantaci	4,223,742	4,277,082	4,650,516	4,650,516	8.73%			
Valorizacion Terrenos	315,329	5,675,414	5,675,414	5,675,414	0.00%			
Utilidades Retenidas	797,102	840,306	913,613	913,613	8.72%			
Total Patrimonio	7,644,123	13,100,752	13,547,493	13,547,493	3.41%			

Para el periodo 2010 los activos ascienden a US \$14.2MM los cuales evidencian un aumento del 3.25% frente al año anterior de 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 \$6.7MM.

Los pasivos por US \$634,039 representan el 4,47% 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 \$13,5MM representa el 95.53% 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 72.81% 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 \$73,713, la cual es superior a los costos acumulados de reforestación como flujos de inversión para el periodo por US \$55,305, permitiendo así el aumento neto del efectivo en US \$18,408.





Comportamiento y Valorización Acciones Comunes

Cuadro 5. Valoracion Acciones Comunes								
Golden Fores		BVP						
Precio de Mercado Actual (31/12/2011)				B/. 11.50				
Precio mas Alto (últimas 52 semanas)				B/. 11.50				
Precio mas Bajo (últimas 52 semanas)				B/. 11.50				
Capitalizacion de Mercado			В	/. 5,342,900			8	,348,023,042
Resultados Financieros		2008		2009		2010		2010
Ventas Netas	В/.	-	В/.	-	B/.	-		
EBITDA	В/.	-14,753	В/.	-25,891	B/.	-27,766		
Utilidad Neta	В/.	303,910	В/.	96,545	B/.	446,740		
Utilidad Neta atribuible a accionistas mayoritarios	В/.	303,910	В/.	96,545	B/.	446,740		
Valor en Libros - Patrimonio	B/.	7,644,123	Β/.	13,100,752	В/.	13,547,493		
Promedio Ponderado de acciones comunes en circulación		464,600		464,600		464,600		304,337,783
Volumen de Acciones Transado por periodo		-		-		-		2,230,590
Float / Acciones en Circulación		0.00%		0.00%		0.00%		0.73%
Valor Nominal Transado al 28 Febrero 2011	В/.	-	В/.	-	В/.	-	В/.	50,818,722
Metodos de Valorización para las A	ccio	nes de Gold	den	Forrest			BVP	(Promedios)
Earnings per Share		0.65		0.21		0.96		
1) Price Earnings Ratio		17.58		55.34		11.96		13.20
Book Value per Share		16.45		28.20		29.16		
2) Price Book Ratio		0.70		0.41		0.39		1.60
EBITDA per Share		-0.03		-0.06		-0.06		
3) Price EBITDA Ratio		-362.16		-206.36		-192.43		N/A

Fuente: Datos de la BVP al cierre del 31 de Diciembre 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 para el primer semestre de 2010 una superficie reforestada de 407,70 hectáreas. Para el año 2009 la 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	Refore	estada en la F	Renubl	ica de Pana	má	
Provincia	Ha Año 2008		Ha Año 2009	V%	Variación	Ha 1S 2010	V%
Bocas del Toro	19.52	0%	39.59	2%	103%	14.50	4%
Cocle	173.64	3%	173.80	11%	0%	28.00	7%
Colon	251.84	5%	83.29	5%	-67%	2.00	0%
Chiriqui	245.67	5%	162.80	10%	-34%	9.00	2%
Darien	3077.4	57%	830.54	50%	-73%	1.00	0%
Herrera	52.27	1%	25.42	2%	-51%	3.00	1%
Los Santos	203.38	4%	11.14	1%	-95%	5.00	1%
Panama Este	689.06	13%	44.50	3%	-94%	100.00	25%
Paname Metro	353.49	7%	30.61	2%	-91%	224.50	55%
Panama Oeste	137.34	3%	5.83	0%	-96%	2.00	0%
Veraguas	118.99	2%	210.27	13%	77%	13.50	3%
Comarca Ngobe Bugle	48.96	1%	32.68	2%	-33%	5.20	1%
Suma	5,371.56	100%	1,650.47	100%	-69.27%	407.70	100%

Fuente: Autoridad Nacional de Ambiente, Dirección de Gestion Integral de Cuencas Hidrograficas,

Para el 2009 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 <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.