

Febrero de 2010

**FIPLASTO S.A.**

FIPL/Merval

Reporte Inicial:

***Investment Rating: Market Outperform.*****Price: AR\$1.65****Merval: 2,256.15****M.AR: 1,581.18**

- Reactivación en el sector de la construcción.
- Incremento en la capacidad de producción de muebles.
- Apertura de nuevos canales de distribución y comercialización.
- Nuestro precio objetivo al 30 de Junio 2010 es \$2.20

**Capitalización bursátil, datos financieros y de cotización.**

- Capitalización Bursátil: 90.750.000
- Cantidad de Acciones: 55.000.000
- Precio de la acción 1,65 (26-02-10)
- El 60% de las acciones se encuentran en el mercado bursátil.

**Datos de la compañía:****Ubicación:** Localidad de Ramallo, Provincia de Buenos Aires.**Industria:** Fabricación de otros productos de madera

**Descripción:** En 1945 un grupo de empresarios funda FIPLASTO con el objetivo de fabricar y comercializar tableros de fibra de madera, convirtiéndose en pioneros de este tipo de industria en Sudamérica. La planta industrial histórica se encuentra en la localidad de Ramallo, provincia de Buenos Aires, sobre un terreno de 13 hectáreas, a orillas del río Paraná. En la actualidad cuenta con 271 empleados y su facturación, según su último balance, (30-06-09) fue de \$102.455.068. En octubre de 2004 adquirió el 60% de Franci S.A, con su planta de Vedia, incursionando de esta manera en la fabricación de muebles. Hoy Fiplasto posee el 90% de Franci y, en septiembre de 2007, en el predio de Ramallo, inauguró una nueva planta para la fabricación de muebles.

**Analistas:**

Ángela Narváez  
Gustavo Rugnone Macri  
Leonel Moguilevsky  
Alejandro Antonelli

**Tutor:**

Veronica De Luisa

## EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN.

Figura 1:  
Evolución del precio y volumen en los últimos 5 años



## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Consideramos que la acción de la empresa se encuentra actualmente subvaluada debido, entre otros factores, a la escasa liquidez que posee (que se refleja en el limitado volumen de transacciones que se realizan en el mercado accionario local sobre la acción) y al hecho de que entendemos que los Estados Contables no reflejan el valor real de sus activos, en particular el de los campos de eucaliptos de los que extrae su materia prima.

Estimamos un crecimiento de la acción en el próximo año, sostenido en el mercado local por la importante expansión de las actividades de la división de muebles, que arrastra aparejada el consumo de tableros de fibra de madera, y la fuerza FV, empresa líder de mercado en Argentina; y en el mercado internacional por el crecimiento sostenido de Brasil y China y, a partir del 2011, por la recuperación del mercado residencial en Estados Unidos.

En este sentido y considerando lo expuesto anteriormente estimamos que el valor de la acción al 30 de Junio de 2010 es de \$2.20.

## TESIS DE INVERSIÓN

### Reactivación en el sector de la construcción

Las proyecciones del sector de la construcción en Argentina parecen indicar que la contracción generada por la recesión mundial ha sido ya absorbida en el 2009, con proyecciones de crecimiento a partir del 2010 y a largo plazo de entre el 3% y el 6%. La demanda de tableros de fibra generada por la construcción sumaría en las proyecciones de ventas de Fiplasto, al crecimiento conseguido por la expansión de sus actividades en el mercado de muebles.

En cuanto a las exportaciones, después de una importante contracción como consecuencia de la fuerte concentración de exportaciones en el mercado norteamericano y de la pérdida de terreno en Brasil, estimamos un fuerte aumento de actividad a partir del 2011, principalmente de la mano de la recuperación del mercado de la construcción residencial en Estados Unidos, de las ventajas de cambio generadas por la valoración del real ante el euro y el dólar, lo que dejaría espacio para actuar en el país vecino, y de la tendencia de las exportaciones de Fiplasto a China, que reflejan un incremento constante de volumen, en línea con el que se pronostica será el mercado de la construcción más importante del mundo antes del fin de esta década. También consideramos la posibilidad, a partir del 2012, de que Fiplasto comience a exportar muebles.

#### *Incremento en la capacidad de producción de muebles*

La duplicación de la capacidad productiva en la planta de Vedia (de 6.000 a 12/14.000 unidades mensuales) y la inversión en una nueva planta de muebles en el predio de Fiplasto en Ramallo, con un objetivo de producción de 12.000 muebles por mes, han permitido una importante mejora en la estructura de costos. Asimismo, la compañía cuenta con una importante ventaja en la estructura de la cadena de valor siendo protagonistas en todo el proceso de producción, desde los bosques de eucaliptos de los que se autoabastecen hasta la realización de los paneles y la elaboración de muebles.

La incursión en el mercado de muebles y la consiguiente integración en la cadena de valor, parece responder a una estrategia bien definida por parte de Fiplasto, ante la amenaza en el sector de paneles de fibra de madera de gigantes como Duratex y Masisa.

#### *Apertura de nuevos canales de distribución y comercialización*

Coherentemente con la expansión de la capacidad productiva en su división de muebles, y con el objetivo de diversificar el portafolio de clientes y reducir las variaciones cíclicas en mercados siempre complejos, la empresa ha cerrado contratos con compañías de retail, para asegurar volúmenes de venta acordes a las inversiones realizadas. El último balance de la empresa hace referencia a contratos cerrados con Cencosud y Frávega para la distribución de muebles, además de negociaciones en actos con la red Megatone.

Consideramos que la reciente entrada de FV S.A., que pagó \$2,07 por acción el 18 octubre del 2009 cuando estas

operaban a 1,60 en la bolsa local, como empresa controlante de Fiplasto S.A., jugará un rol importantísimo en el crecimiento de Fiplasto, dado el enorme peso de esta empresa en el sector de la construcción local. La adquisición de Fiplasto por parte de FV es, para esta última, una oportunidad concreta para expandir su actividad en el sector de muebles, hoy con una oferta muy reducida de muebles para baños, permitiéndole además obtener una integración vertical total a lo largo de la cadena de valor.

## VALUACIÓN DE LA EMPRESA

El método utilizado para la Estimación del Valor de Mercado de Fiplasto S.A. fue el método de flujo de fondos descontados (DCF), por medio del cual determinamos un valor del Equity al 30 de Junio de 2009 de **AR\$ 85.558.720** con un precio objetivo a junio de 2010 de \$2.20 pesos por acción. Proyectamos los flujos de fondos en pesos argentinos correspondientes al periodo 2010 – 2015 y consideramos un crecimiento a perpetuidad del 3%, un costo de capital promedio (WACC) del 40.31%, un costo del Equity promedio igual al 44.49% y un costo de deuda de 39.30%.

Adicionalmente, se realizó la valuación por comparables teniendo en cuenta empresas latinoamericanas del sector forestal como son Duratex, Eucatex y Klabin de Brasil y Masisa y CMPC de Chile. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

	Mínimo	Máximo	Promedio
Multiplo EV/Ebitda	3.00	10.00	7.64
Ebitda 2010	20,965	20,965	20,965
<b>EV</b>	<b>62,894</b>	<b>209,648</b>	<b>160,171</b>
<b>Precio por acción</b>	<b>0.98</b>	<b>3.65</b>	<b>2.75</b>

Análisis de escenarios: Se tomaron como variables la tasa de riesgo país para Argentina y la tasa de crecimiento a perpetuidad de Fiplasto.

crecimiento "g"	RIESGO PAIS				
	5%	6%	7%	8%	9%
1%	2.34	2.23	2.12	2.02	1.92
2%	2.39	2.27	2.16	2.05	1.95
3%	2.45	2.32	<b>2.20</b>	2.09	1.99
4%	2.51	2.37	2.25	2.13	2.03
5%	2.57	2.43	2.30	2.18	2.07

## **ANÁLISIS INDUSTRIAL**

La industria de tableros de fibra de madera está íntimamente ligada a la industria del mueble (superficies externas, fondos de cajones, etc.) y de la construcción (puertas, divisiones, etc.), especialmente de la construcción residencial, por su relación con los muebles (cocinas, armarios, etc.).

La dinámica del sector puede ser resumida de la siguiente forma: dos inductores principales, el crecimiento del PIB y las tendencias demográficas, especialmente las de crecimiento de la población, determinan la evolución, incidiendo en la demanda de construcción, que determina la demanda de muebles.

### Análisis de coyuntura

A nivel internacional, la crisis del último año ha producido una considerable disminución en los niveles de consumo mundiales, ocasionando una baja en los volúmenes exportables. A causa de la caída del sector de la construcción en los de Estados Unidos, Fiplasto se ha visto enormemente afectado, debido a la elevada concentración de sus productos de exportación en el mercado norteamericano. Además, la fuerte contracción del mercado norteamericano, con bajas promedio en los productos forestales cercanos al 40%, aumentó la presión sobre los precios de exportación a dicho destino y produjo similares consecuencias en Centroamérica.

Algunos mercados tradicionales de Fiplasto, especialmente Brasil, también vieron afectada su demanda, ya que la abrupta variación cambiaria del real conllevó una renovada presión de venta de los productores brasileños, especialmente en su propio mercado, ante la dificultad de colocar tableros en países a los que venían abasteciendo habitualmente.

En el ámbito argentino, sostenido por el crecimiento de la división de muebles, Fiplasto ha mantenido su *trend* de crecimiento.

### Drivers de crecimiento y escenario base

A nivel internacional, podemos esperar una expansión de la demanda de tableros de fibra en Estados Unidos guiado por la recuperación del sector de la construcción residencial a partir del 2011, donde las proyecciones del sector esperan un crecimiento a dos dígitos entre el 2011-2013. Más importante aún, se pronostican altísimas tasas de crecimiento para el sector de la construcción en China e India durante la próxima década (125% en el Pacífico Asiático), con previsiones que

indican a China como el principal mercado mundial para el sector de la construcción a partir del 2018. Esta tendencia de crecimiento del mercado Chino, se ve ya reflejada en las exportaciones de paneles de Fiplasto y es dable pensar que, más allá de la crisis momentánea, con el tiempo sea China el principal inductor de crecimiento de las exportaciones de la empresa fuera del mercado latinoamericano.

En relación al contexto latinoamericano, son varias las razones que permiten pensar en un crecimiento sostenido para el sector de tableros de madera en los próximos años:

- Tras una crisis, relativamente corta para la región, se espera un crecimiento económico decisivo en el área.
- Se proyecta un crecimiento demográfico de 575 millones en el 2007 a 604 millones en el 2014 (CAGR 1%/a), con una población que tiende a mayores expectativas de vida y altas tasas de crecimiento urbano a causa de la migración de las zonas rurales.
- La zona posee una excelente base de materia prima, con un incremento veloz de zonas reforestadas para uso industrial.
- Existe el *know-how* para captar todas estas ventajas, con empresas de experiencia y presencia a nivel mundial.
- Las inversiones en nueva capacidad productiva entre 2007 y 2009 rondaron los 5 millones de m<sup>3</sup>/a, y se estima que aumentará en el futuro.

El crecimiento previsto del mercado de la construcción en América Central y del Sur hasta el 2020 ronda alrededor del 70%, liderado por Brasil y México. En el caso particular de Brasil, el presidente Ignacio Lula da Silva ha desarrollado un programa de realización de 7 millones de casas populares para los próximos 15 años – ya en marcha –, además de las inversiones aparejadas a la propuesta de Brasil como sede del campeonato mundial de fútbol del 2014 y de los juegos olímpicos de Río de Janeiro en el 2016. En este contexto, los mercados más interesantes para el sector de los tableros son Brasil (41% del PIB latam) y México (27% del PIB latam), donde existe una mayor disponibilidad de crédito, la reducción de las tasas de interés y políticas de apoyo por parte de los gobiernos al mercado de la construcción residencial, permiten considerar tasas de crecimiento de más del 6% anual.

Ante la apreciación del real y del peso mexicano en relación al dólar y al euro, es posible suponer que una empresa de pequeñas dimensiones como Fiplasto pueda crear eficaces políticas comerciales que le permitan recuperar el terreno

perdido a raíz de la última recesión.

Con relación a la Argentina, las previsiones del mercado de la construcción para el período 2009-2014 oscilan en un rango de crecimiento del 3% al 6%. Más allá del crecimiento de la empresa dado por la inercia propia del sector de la construcción, se espera un crecimiento mayor como consecuencia de la expansión de la empresa en el mercado de muebles y el poder de mercado de su empresa controlante, FV.

#### Barreras de ingreso

Debido al bajo valor en dólares de las hectáreas de los campos argentinos y a las ventajas de costos iniciales de apertura y de habilitaciones requeridas por el sector, en general la composición del sector forestal local (fabricas de tableros, aserraderos, papeleras, etc.) se ha visto fuertemente influenciada en los últimos años con el ingreso de capitales extranjeros (chilenos, uruguayos, brasileños, etc.) mediante la compra de empresas nacionales o asociaciones con estas.

En el caso particular de los tableros de fibra, los gastos tecnológicos necesarios en la inversión de maquinarias actúan como barrera para nuevos jugadores, en un sector que, por sus características de capital intensivo, requiere economías de escala.

#### Fuerza de los proveedores

Las empresas de este sector principalmente se autoabastecen por medio de sus propios campos forestales, aunque deben completar la totalidad de las materias primas necesarias con el aporte de productores locales debidamente registrados, cuya fortaleza no es significativa.

Actualmente Argentina cuenta aproximadamente con 33 M de has. de bosques nativos (el más importante es el parque chaqueño con 23 M. has.) y más de 1 M de bosques implantados (Corrientes, Misiones, Buenos Aires y Entre Ríos). A futuro, los eucaliptos, principal materia prima de Fiplasto, tanto en la Argentina como en Brasil y en Chile tienen una mayor tasa de crecimiento respecto a los bosques del hemisferio norte, representando una ventaja comparativa para la industria forestal de la región.

En cuanto a Fiplasto, esta realizó una importante prueba piloto para la fabricación de tableros con otra variedad de eucalipto (*grandis*), distinta a la utilizada hasta ahora. Los resultados preliminares fueron muy satisfactorios ya que se

trata de una variedad con mayor superficie plantada y con mejores rendimientos por hectárea, lo cual podría aportar ventajas tendientes a aumentar en forma considerable el autoabastecimiento.

### Productos sustitutos

El mercado de tableros lo podemos clasificar de la siguiente forma:

- Tableros de partículas (aglomerados): como lo dice su nombre son fabricados mediante la unión de partículas ligadas mediante resinas colantes. Estas partículas son conglomerados de fibra que no han sido terminadas de separar entre si y que pueden tomar tamaño y formas diferentes.

- Tableros contrachapados: Son fabricados con láminas de madera orientadas alternativamente, pegadas y cruzadas unas con otras.

- Tableros de fibra: Es un material manufacturado a partir de fibras de madera y otros elementos lignocelulósicos fibrosos, cuyo ligamento proviene del ordenamiento de las fibras y sus inherentes propiedades adhesivas (encolantes y otros materiales pueden ser utilizados durante su fabricación).

Clasificación de los tableros de fibra:

- Tableros no prensados
  - Baja densidad.
- Tableros prensados:
  - Media densidad.
  - Alta densidad: Pueden ser según la materia prima de Eucaliptos u otros materiales como Bagazo, Coníferas y según el proceso industrial Smooth one Side o Smooth two Side

Fiplasto produce paneles de alta y mediana densidad, los de alta densidad tienen como sustitutos a los paneles de mediana densidad, mientras que los de mediana densidad no poseen productos sustitutos.

### Fuerza de los compradores



El mercado de paneles posee una gran diversificación, debido a la enorme variedad de aplicaciones posibles. Esto ayuda a una considerable apertura del espectro de consumidores potenciales, no permitiendo una concentración de la fuerza de compra.

Por el contrario, en la unidad de negocios de muebles, encontramos una gran fortaleza negociadora de parte de las grandes cadenas de retail donde Fiplasto distribuye sus productos.

#### Grado de concentración de la industria

En la industria de la madera nacional, son pocos los aserraderos grandes orientados a la primera transformación (madera aserrada) y segunda transformación (remanufacturas), y los fabricantes de tableros reconstituidos, que, por sus características, son capital intensivo y tienen economías de escala en la producción.

Las empresas argentinas productoras de tableros de fibra son Fiplasto, Alto Paraná, Masisa y Tableros Guillermina, siendo Fiplasto la única en elaborar tableros de mediana y alta densidad (hardboard), mientras que las tres restantes solo producen paneles de mediana densidad (sustituto del hardboard)

#### Formación de precios

Al no haber ninguna forma de oligopolio no encontramos empresas dominantes que manejen los precios, por lo tanto estos son simplemente determinados por el libre juego de la oferta y la demanda en función de los ciclos económicos internacionales.

### **DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA**

En 1945 un grupo de empresarios funda FIPLASTO con el objetivo de fabricar y comercializar tableros de fibra de madera, convirtiéndose en pioneros de este tipo de industria en Sudamérica.

La planta industrial histórica se encuentra en la localidad de Ramallo, provincia de Buenos Aires, sobre un terreno de 13 hectáreas, a orillas del río Paraná.

En la actualidad cuenta con 271 empleados y su facturación, según su último balance, (30-06-09) fue de \$102.455.068.

En octubre de 2004 fue adquirido el 60% de Franci S.A, con

su planta de Vedia, incursionando de esta manera en la fabricación de muebles. Hoy Fiplasto posee el 90% de Franci S.A. y, en septiembre de 2007 en el predio de Ramallo, inauguró una nueva planta para la fabricación de muebles.

La empresa cuenta con dos unidades de negocios: la principal, con el 85% del total de facturación, es la de elaboración de paneles de madera, y en segundo lugar la empresa ha incursionado en la producción de muebles, donde se concentran el 15% restante de las ventas de la compañía.

Fiplasto es la única empresa argentina fabricante de tableros de alta densidad, el 40% del abastecimiento de materias primas (5 mil tn mensuales de eucaliptos), proviene de los campos de la empresa distribuidos en Ramallo y en la provincia de Santa Fe (3.000 hectáreas de bosques). El 60% restante es adquirido a productores locales.

La adquisición de Franci S.A. y la incursión en el mercado de muebles ha resultado en una nueva unidad de negocios con un altísimo potencial de crecimiento, además de las ventajas propias de la integración vertical con su proyección hacia adelante en la cadena de valor. Franci S.A. cuenta con una planta industrial de 2.000 m<sup>2</sup> sobre un terreno de 8.250 m<sup>2</sup> ubicada en el partido de Vedia, provincia de Buenos Aires.

En el 2009 FV S.A. toma el control de Fiplasto.

Productos y/o servicios.

- **Chapadur:** Tablero duro de fibras (hardboard) cuya densidad es de 0,90 y 1,10 cm<sup>3</sup>.
- **Chapadur Plus:** Tablero duro de fibras, diseñado para la fabricación de muebles, con un pintado y un excelente acabado para mayor resistencia.
- **Corlok:** Revestimiento de fibras de uso interior altamente resistente.
- **Deco Placas:** Tablero duro de múltiples usos (revestimiento en piso, paredes, etc.) El proceso consta de prensar la fibra en altas temperaturas para lograr una excelente unión.
- **Colony:** Puertas de diseño con relieve.
- **Pizarrón:** Placa hardboard adaptable a cualquier formato que permite el borrado y la reutilización.
- **Perforados:** Es un material que combina el hardboard con el perforado, ideal para todo tipo de góndolas.
- **Tableros de partículas** (aglomerado).
- **Tableros contrachapados** (laminas de madera pegadas unas con otras)

- **Tableros de Fibras** Es una lámina de material manufacturado a partir de fibras de madera u otros elementos lignocelulósicos fibrosos, cuyo principal ligamento deriva del ordenamiento de las fibras y sus inherentes propiedades adhesivas.

Tableros no Prensados: De Baja Densidad (0,02-0,4 gr/cm<sup>3</sup>)

Tableros Prensados: De Media Densidad (0,4-0,8 gr/cm<sup>3</sup>)

De Alta Densidad (Hardboard) (0,8-1,2 gr/cm<sup>3</sup>)

### Estrategia

**Tableros:** diversificación de los mercados externos, tendiente a atenuar las características de los ciclos económicos de los dos principales destinos actuales: USA y Brasil.

**Muebles:** se reasignaron recursos gerenciales para aumentar el foco en el negocio y se trabajó en distintas alternativas para ampliar la base de clientes. Fiplasto busca mejorar los márgenes de contribución intentando reducir gradualmente los niveles de exposición sobre cualquier canal o cliente en particular.

Como resultado de esta política, al incremento de ventas a la empresa chilena Cencosud (lo que permitió una suba en el canal retail), se le sumo la cadena Frávega y, según el último balance a disposición, se estaban finalizando negociaciones con Red Megatone.

### DESCRIPCIÓN DE LA GERENCIA

Cargo	Apellido y nombre
Presidente	Guillermo Viegener
Vicepresidente	Francisco Enrique Viegener
Director	Alfredo Jorge Klein
Director	Eduardo Augusto Sabater
Director	Alejandro Ketelhohn
Director	Julio Ernesto Curutchet
Director	José Antonio Cilley
Director Suplente	Miguel Viegener
Director Suplente	Rodolfo José Viegener
Director Suplente	Juan Ernesto Curutchet
Director Suplente	Gustavo Adolfo Schänzle
Gerente General Div. Muebles	Oscar Cunselo
Gerente de Administración y Finanzas	Mariano Castagnaro
Gerente de Recursos Humanos	Lilian Zanazzi

Según la asamblea celebrada el día 7 de Octubre de 2009, se resolvió fijar en 7 el número de directores titulares y en 4 el de los suplentes, por el plazo estatutario de dos ejercicios

## **ANÁLISIS DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIA**

### Principales accionistas.

El 7 de Octubre de 2009 el fabricante de grifería FV S.A. adquirió el 35.3% del capital social de Fiplasto por \$36.5 millones, al valor de \$2.07 por acción. Dicha operación involucró a un grupo de 16 accionistas de Fiplasto, entre los que se encontraba el fondo Coinvest, los cuales se desprendieron de 17.649.822 acciones de la compañía. Con esta transacción el grupo FV S.A. tomo el control del órgano de administración de la empresa, cuyo 60% del capital cotiza en el mercado bursátil.

### Liquidez de la acción.

Debido al escaso movimiento de la acción, la liquidez de esta es sumamente baja. El reducido volumen negociado, el cual da un promedio diario de solo 18.572 acciones, prácticamente solo deja lugar a conocedores del mercado de la madera y aleja al inversor común.

## **ANÁLISIS DE RIESGOS**

- *Posibles restricciones energéticas a la producción debido a políticas erróneas adoptadas por los gobiernos:* como respuesta Fiplasto a procedido a la firma de contratos con empresas proveedoras de gas, como Energy Consulting Services. Además posee reservas importantes de *fuel oil*, para poder hacer frente a posibles cortes de suministro de gas debido a bajas temperaturas.
- *Alta exposición a sanciones por cuestiones ambientales:* Fiplasto continúa con la evaluación de proyectos para la construcción de una planta de tratamiento de efluentes.
- *Competencia de empresas multinacionales:* han sido realizadas importante inversiones destinadas a disminuir la variabilidad del proceso, eficientizar el consumo específico de la madera y producir tableros de menor espesor, que deberían permitir la apertura de nuevos mercados en el exterior.
- *Barreras de entradas en mercados externos:* obtener certificaciones internacionales (FSC e ISO 9001).
- *Riesgo cambiario:* la deuda en dólares contraída con

bancos locales se encuentra calzada con las exportaciones, asimismo la compañía ha realizado inversiones en bonos del tesoro americano.

- *Riegos climáticos:* Fiplasto ha tomado medidas concretas para disminuir los riegos ocasionados por factores naturales, como el diseño preventivo de plantaciones, la diversidad geográfica y el uso de sistemas de control de incendio (calles cortafuego), por citar algunos ejemplos.

## ANÁLISIS HISTÓRICO Y PROYECCIONES ECONÓMICO FINANCIERAS.

### Premisas Macroeconómicas:

Concepto	PROYECTADO					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Indicadores Argentina</b>						
PBI crecimiento real (%)	1,50%	2,50%	3,00%	3,00%	3,00%	2,50%
PBI precios constantes en millones de pesos (FMI)	379,38	388,87	400,53	412,55	424,93	435,55
PBI Construcción en millones de pesos (INDEC)	24,93	25,81	26,98	28,19	29,45	30,48
Inflacion promedio (Jun-Jun)	23,00%	23,00%	18,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Inflación mensual promedio	1,74%	1,74%	1,39%	1,17%	1,17%	1,17%
Tipo de cambio AR\$/US\$ (Nominal prom Jun-Jun)	3,86	4,20	4,57	4,97	5,36	5,73
Devaluacion	8,78%	8,76%	8,82%	8,82%	7,82%	6,82%
Incremento adicional volumen		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Incremento adicional precios		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Indicadores Resto del Mundo</b>						
Inflacion promedio (Jun-Jun)	1,7%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflación promedio mensual	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
PBI USA	13.145,31	13.509,14	13.862,79	14.208,54	14.511,27	14.801,50
PBI Brasil	1.393,85	1.442,86	1.493,68	1.548,92	1.606,88	1.671,15
PBI China	13.407,33	14.712,31	16.159,72	17.738,12	19.424,85	21.337,33
PBI UK	1.285,81	1.317,86	1.355,66	1.394,76	1.435,03	1.478,08

Fuente: Macrosintesis.

### Supuestos operativos

#### Ingresos

*Mercado Interno:* debido a la alta correlación del sector de la construcción con el PBI, se estimo un incremento en volumen en función del PBI total local y del desagregado para el sector de la construcción. Adicionalmente se estimó un crecimiento en promedio del 7% anual asociado principalmente al desarrollo de la unidad de negocios de muebles.

*Mercado Externo:* La estimación del volumen en el mercado externo se realizó contemplando los PBI esperados de los principales países de destino de exportaciones: USA, China, Brasil, UK y adicionalmente se consideró un incremento por la futura exportación de muebles e incursión en nuevos

mercados.

Los precios en el mercado local han sido proyectados considerando la inflación esperada más un porcentaje incremental como resultado de la estrategia de la compañía tendiente a incrementar sus márgenes operativos. En el mercado externo los precios han sido proyectados en función del porcentaje de devaluación estimada en cada período.

#### Costo de Producción y Gastos operativos

*Costo de Mercaderías Vendidas:* se estimó un costo promedio unitario y se proyectó en función de la inflación esperada para cada período

*Gastos de producción:* administración y comercialización, fueron proyectados en función de la inflación esperada. Aquellos gastos que poseen una correlación directa con el nivel de producción han sido estimados teniendo en cuenta las variables de volumen y precio, los cuales son: energía, publicidad e IIBB.

#### Gastos de Financiación:

Los resultados financieros generados por pasivos fueron estimados en función de la tasa de endeudamiento proyectada y del ratio de Deuda / Patrimonio neto objetivo.

#### Impuestos:

*Impuestos:* se estimó que la empresa tributará el impuesto a las ganancias y que la base de cálculo será igual al Resultado antes de Intereses e Impuestos contable. La alícuota aplicable en vigencia es del 35%.

#### Capital de Trabajo:

En términos generales la determinación de los días del capital de trabajo se realizó en línea con datos históricos con excepción de *Bienes de cambio* para los que se estimó una disminución de stocks hasta alcanzar valores promedio históricos con el fin de reflejar la mejora producida ante la salida de la recesión.

Ver Anexo WC en pesos y días en pag. 21.

#### *Supuestos financieros*

Se estiman un ratio de D/E constante que se sitúa a un 25% anual con un incremento del endeudamiento anual mínimo de la empresa para poder mantener dicha proporción.

*Supuestos de inversión*

Las depreciaciones fueron estimadas siguiendo la metodología de depreciación lineal, en función de los años de vida promedio de los bienes de uso.

Las inversiones en activos fijos (CAPEX) se estimaron iguales a la amortización de cada período con el fin de mantener la capacidad operativa de la compañía.

**FUENTES DE INFORMACIÓN**

- Bolsar.com
- CNV
- *Global Construction 2020 Report*
- *Overview of the South American Wood-Based Panel Industry*

## Estado de Situación Patrimonial histórico y proyectado AR\$'000

	REAL						PROYECTADO					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ACTIVO</b>												
<b>ACTIVO TOTAL</b>	86.790	89.290	91.509	109.382	115.520	128.953	153.535	180.820	214.340	257.072	312.220	383.485
<b>Activo Corriente</b>	<b>17.852</b>	<b>18.629</b>	<b>21.798</b>	<b>30.137</b>	<b>29.072</b>	<b>38.185</b>	<b>63.019</b>	<b>90.557</b>	<b>124.329</b>	<b>167.314</b>	<b>222.713</b>	<b>294.042</b>
<u>Efectivo e Inversiones Temporarias</u>	2.314	2.137	788	11.313	4.385	6.280	25.971	44.584	71.134	105.253	149.044	205.072
<u>Caja y bancos</u>	2.022	2.137	788	3.425	2.170	629	2.513	3.289	4.052	4.863	5.843	7.029
<u>Inversiones temporarias</u>	292	-	-	7.888	2.215	5.650	23.459	41.295	67.082	100.391	143.201	198.044
<u>Creditos Comerciales CP</u>	9.705	10.007	14.147	14.623	17.064	17.110	20.703	26.884	32.861	39.483	47.496	57.049
<u>Creditos por Ventas CP</u>	7.337	8.629	12.080	11.950	15.319	13.700	17.294	23.475	29.452	36.074	44.087	53.640
<u>Otr Cuentas p Cobr CP</u>	2.368	1.378	2.067	2.673	1.745	3.409	3.409	3.409	3.409	3.409	3.409	3.409
<u>Bs. Cambio</u>	5.833	6.484	6.863	4.201	7.622	13.696	15.245	17.991	19.235	21.478	25.074	30.821
<u>Otros Activos CP</u>	-	-	-	-	-	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099	1.099
<b>Activo no Corriente</b>	<b>68.939</b>	<b>70.661</b>	<b>69.710</b>	<b>79.245</b>	<b>86.448</b>	<b>90.768</b>	<b>90.516</b>	<b>90.263</b>	<b>90.011</b>	<b>89.759</b>	<b>89.506</b>	<b>89.443</b>
<u>Otros créditos</u>	773	1.900	3.678	1.877	49	117	117	117	117	117	117	117
<u>Impuesto diferido</u>	3.496	1.627	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<u>Bienes de uso</u>	64.670	66.087	64.601	75.539	84.822	88.874	88.874	88.874	88.874	88.874	88.874	88.874
<u>Bs. Cambio LP</u>	-	-	-	-	-	452	452	452	452	452	452	452
<u>Subtotal del Activo no Corriente</u>	68.939	69.614	68.279	77.415	84.871	89.443	89.443	89.443	89.443	89.443	89.443	89.443
<u>Llave de Negocios</u>	0	1.047	1.432	1.829	1.577	1.325	1.073	820	568	316	63	0
<b>PASIVO</b>												
<b>PASIVO TOTAL</b>	21.764	23.120	23.867	34.795	39.854	53.069	69.529	87.804	104.982	121.929	140.018	158.947
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>10.703</b>	<b>14.464</b>	<b>17.935</b>	<b>21.756</b>	<b>25.782</b>	<b>39.894</b>	<b>46.849</b>	<b>61.329</b>	<b>75.329</b>	<b>89.727</b>	<b>105.848</b>	<b>123.979</b>
<u>Deudas Comerciales corrientes</u>	6.894	8.438	11.644	12.030	15.116	16.985	21.321	28.460	35.514	43.127	52.426	63.781
<u>Deudas bancarias y financieras</u>	1.494	3.877	2.988	5.007	6.087	16.058	17.455	21.847	25.523	28.472	30.751	31.674
<u>Deudas por remuneraciones y cargas sociales</u>	1.212	1.204	1.515	2.411	2.679	3.267	4.018	4.943	5.832	6.707	7.713	8.870
<u>Deudas por cargas fiscales</u>	866	632	1.088	881	1.199	1.751	2.194	4.186	6.534	9.464	12.964	17.619
<u>Otras deudas</u>	236	313	699	1.427	701	1.075	1.102	1.136	1.168	1.199	1.236	1.277
<u>Previsiones Corto Plazo</u>	-	-	-	-	-	758	758	758	758	758	758	758
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>11.061</b>	<b>8.656</b>	<b>5.932</b>	<b>13.039</b>	<b>14.071</b>	<b>13.175</b>	<b>22.680</b>	<b>26.475</b>	<b>29.653</b>	<b>32.201</b>	<b>34.171</b>	<b>34.968</b>
<u>Deudas comerciales no corrientes</u>	-	93	50	17	-	137	137	137	137	137	137	137
<u>Deudas bancarias y financieras</u>	8.361	5.582	3.502	3.950	5.834	5.580	15.085	18.880	22.058	24.606	26.576	27.373
<u>Remuneraciones y cargas sociales</u>	-	6	4	4.050	70	52	52	52	52	52	52	52
<u>Deudas por cargas fiscales</u>	65	29	-	1.705	5.769	4.578	4.578	4.578	4.578	4.578	4.578	4.578
<u>Otras deudas</u>	-	-	-	1.140	583	56	56	56	56	56	56	56
<u>Previsiones</u>	2.635	2.945	2.376	2.177	1.815	2.772	2.772	2.772	2.772	2.772	2.772	2.772
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>65.026</b>	<b>65.759</b>	<b>66.997</b>	<b>74.250</b>	<b>75.443</b>	<b>75.758</b>	<b>83.879</b>	<b>92.890</b>	<b>109.232</b>	<b>135.018</b>	<b>172.076</b>	<b>224.412</b>
<b>PARTICIPACIÓN DE TERCEROS EN SOCIEDAD CONTROLADA</b>		<b>410</b>	<b>645</b>	<b>336</b>	<b>224</b>	126	126	126	126	126	126	126
Pasivo + patrimonio neto + participaciones	86.790	89.290	91.509	109.382	115.520	128.953	153.535	180.820	214.340	257.072	312.220	383.485



## Estado de Resultados Histórico y Projectado en AR\$'000

Período	REAL						PROYECTADO					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Ingresos por Ventas</b>	<b>46.861,52</b>	<b>56.466,93</b>	<b>72.194,66</b>	<b>80.032,43</b>	<b>97.359,01</b>	<b>102.455,07</b>	<b>128.405,83</b>	<b>173.575,55</b>	<b>217.591,62</b>	<b>266.448,78</b>	<b>325.452,99</b>	<b>395.731,91</b>
Mercado Doméstico	23.913,61	29.323,77	42.839,18	49.937,27	70.113,39	74.538,64	98.522,74	137.138,30	172.943,74	212.141,46	260.102,96	317.636,72
Mercado Externo	22.947,90	27.143,16	29.355,48	30.095,16	27.245,62	27.916,43	29.883,09	36.437,25	44.647,88	54.307,32	65.350,03	78.095,19
<b>Costo de Ventas</b>	<b>-30.199,17</b>	<b>-39.487,91</b>	<b>-50.767,99</b>	<b>-57.373,93</b>	<b>-71.818,15</b>	<b>-73.434,49</b>	<b>-91.714,15</b>	<b>-120.040,76</b>	<b>-147.899,35</b>	<b>-177.481,64</b>	<b>-213.262,01</b>	<b>-256.549,91</b>
Costo de materia prima	15.438,18	18.580,67	28.636,41	21.789,13	27.948,52	29.576,32	37.096,42	50.512,42	63.825,96	78.395,13	96.338,64	118.419,08
Costo de Producción	14.760,99	20.907,24	22.131,58	35.584,81	43.869,63	43.858,17	54.617,73	69.528,34	84.073,38	99.086,52	116.923,37	138.130,83
<b>Resultado Bruto</b>	<b>16.662,35</b>	<b>16.979,02</b>	<b>21.426,67</b>	<b>22.658,50</b>	<b>25.540,86</b>	<b>29.020,58</b>	<b>36.691,68</b>	<b>53.534,79</b>	<b>69.692,27</b>	<b>88.967,14</b>	<b>112.190,98</b>	<b>139.182,00</b>
Margen Bruto	36%	30%	30%	28%	26%	28%	29%	31%	32%	33%	34%	35%
<b>Gastos operativos</b>	<b>-5.083,41</b>	<b>-5.811,31</b>	<b>-7.937,47</b>	<b>-10.141,02</b>	<b>-9.957,64</b>	<b>-12.379,20</b>	<b>-15.726,90</b>	<b>-19.667,09</b>	<b>-23.441,99</b>	<b>-27.243,35</b>	<b>-31.673,26</b>	<b>-36.816,29</b>
Gastos Administrativos	3.709,85	3.463,64	3.982,31	5.205,68	5.101,01	6.558,70	8.067,20	9.922,66	11.708,73	13.465,04	15.484,80	17.807,52
Gastos de Comercialización	1.373,56	2.347,68	3.955,16	4.935,33	4.856,63	5.820,50	7.659,70	9.744,43	11.733,26	13.778,31	16.188,46	19.008,77
<b>EBITDA</b>	<b>11.578,94</b>	<b>11.167,71</b>	<b>13.489,20</b>	<b>12.517,48</b>	<b>15.583,23</b>	<b>16.641,38</b>	<b>20.964,78</b>	<b>33.867,70</b>	<b>46.250,28</b>	<b>61.723,78</b>	<b>80.517,72</b>	<b>102.365,72</b>
Margen de EBITDA	25%	20%	19%	16%	16%	16%	16%	20%	21%	23%	25%	26%
Amortización de bienes de uso	-5.678,36	-5.956,41	-6.386,25	-5.410,78	-6.089,65	-7.227,69	-7.403,72	-7.341,21	-7.477,68	-7.566,81	-7.374,06	-4.635,02
Amortización llave de negocio	-	-74,43	-131,48	-210,16	-252,32	-252,32	-252,32	-252,32	-252,32	-252,32	-252,32	-63,40
<b>EBIT</b>	<b>5.900,58</b>	<b>5.136,87</b>	<b>6.971,47</b>	<b>6.896,55</b>	<b>9.241,25</b>	<b>9.161,37</b>	<b>13.308,74</b>	<b>26.274,17</b>	<b>38.520,29</b>	<b>53.904,66</b>	<b>72.891,34</b>	<b>97.667,30</b>
<b>Efectos Financieros y por Tenencia</b>	<b>-1.463,95</b>	<b>-1.129,11</b>	<b>-1.792,65</b>	<b>-1.538,52</b>	<b>-2.911,19</b>	<b>-2.796,26</b>	<b>-8.503,52</b>	<b>-12.411,35</b>	<b>-13.378,90</b>	<b>-14.234,48</b>	<b>-15.879,09</b>	<b>-17.150,00</b>
<b>EBT</b>	<b>4.380,77</b>	<b>2.872,90</b>	<b>3.821,78</b>	<b>16.111,57</b>	<b>5.374,21</b>	<b>1.635,56</b>	<b>4.805,22</b>	<b>13.862,82</b>	<b>25.141,39</b>	<b>39.670,18</b>	<b>57.012,24</b>	<b>80.517,30</b>
<u>Impuesto a las ganancias</u>	<b>-758,86</b>	<b>-1.536,28</b>	<b>-1.751,06</b>	<b>-7.924,91</b>	<b>-2.853,93</b>	<b>-1.418,45</b>	<b>-1.681,83</b>	<b>-4.851,99</b>	<b>-8.799,49</b>	<b>-13.884,56</b>	<b>-19.954,28</b>	<b>-28.181,05</b>
Impuesto sobre base contable	-1.533,27	-1.005,51	-1.337,62	-5.639,05	-1.880,97	-572,45	-1.681,83	-4.851,99	-8.799,49	-13.884,56	-19.954,28	-28.181,05
Diferencias sobre impuesto a las ganancias	774,41	-530,76	-413,43	-2.285,86	-972,96	-846,01	-	-	-	-	-	-
Participación de terceros en los resultados de sc	-	-3,34	-233,04	-33,55	112,30	97,93	-	-	-	-	-	-
<b>Ganancia/perdida neta</b>	<b>3.621,91</b>	<b>1.333,28</b>	<b>1.837,69</b>	<b>8.153,11</b>	<b>2.632,58</b>	<b>315,04</b>	<b>3.123,39</b>	<b>9.010,83</b>	<b>16.341,90</b>	<b>25.785,62</b>	<b>37.057,96</b>	<b>52.336,24</b>

## Flujo de Fondos Proyectado en AR\$'000

Concepto	PROYECTADO					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>EBIT</b>	13.308,7	26.274,2	38.520,3	53.904,7	72.891,3	97.667,3
(+) Amortizaciones/depreciaciones	7.403,7	7.341,2	7.477,7	7.566,8	7.374,1	4.635,0
(+) Amortización llave de negocio	252,3	252,3	252,3	252,3	252,3	63,4
(+/-) Δ Working Capital	(1.469,4)	386,4	2.338,3	1.773,8	1.252,1	722,9
(-) CAPEX	(7.403,7)	(7.341,2)	(7.477,7)	(7.566,8)	(7.374,1)	(4.635,0)
(-) Impuesto EBIT	(4.658,1)	(9.196,0)	(13.482,1)	(18.866,6)	(25.512,0)	(34.183,6)
(+/-) Otros ingresos y egresos	5.000,0	-	-	-	-	-
<b>Free Cash Flow</b>	<b>12.433,6</b>	<b>17.716,9</b>	<b>27.628,8</b>	<b>37.064,2</b>	<b>48.883,8</b>	<b>64.270,1</b>
(+) Tax shield	2.976,2	4.344,0	4.682,6	4.982,1	5.557,7	6.002,5
<b>Capital Cash Flow</b>	<b>15.409,8</b>	<b>22.060,9</b>	<b>32.311,4</b>	<b>42.046,2</b>	<b>54.441,5</b>	<b>70.272,6</b>
(+/-) Δ Deuda Financiera	10.902,5	8.186,5	6.854,2	5.497,4	4.248,2	1.719,8
(-) Intereses	(8.503,5)	(12.411,4)	(13.378,9)	(14.234,5)	(15.879,1)	(17.150,0)
<b>Equity Cash Flow</b>	<b>17.808,8</b>	<b>17.836,1</b>	<b>25.786,7</b>	<b>33.309,2</b>	<b>42.810,6</b>	<b>54.842,4</b>
Caja inicial	5.650,0	23.458,8	41.294,8	67.081,5	100.390,7	143.201,3
<b>Caja acumulada</b>	<b>23.458,8</b>	<b>41.294,8</b>	<b>67.081,5</b>	<b>100.390,7</b>	<b>143.201,3</b>	<b>198.043,7</b>

**Estimación del Capital de Trabajo en AR\$'000**

Concepto	Real			PROYECTADO					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Activo Corriente</b>	<b>22.249,2</b>	<b>26.857,0</b>	<b>32.533,0</b>	<b>39.560,2</b>	<b>49.262,0</b>	<b>57.247,6</b>	<b>66.923,0</b>	<b>79.512,1</b>	<b>95.998,6</b>
Efectivo	3.425,0	2.170,5	629,0	2.513	3.289	4.052	4.863	5.843	7.029
Creditos por Ventas CP	11.949,9	15.319,3	13.700,0	17.294,4	23.474,5	29.452,4	36.074,4	44.086,9	53.640,4
Otr Cuentas p Cobr CP	2.672,8	1.744,9	3.409,0	3.409,0	3.409,0	3.409,0	3.409,0	3.409,0	3.409,0
Existencias / Bs. Cambio	4.201,5	7.622,4	13.696,0	15.245,1	17.990,7	19.235,2	21.478,1	25.074,4	30.821,4
Otros Activos CP	-	-	1.099,0	1.099,00	1.099,00	1.099,00	1.099,00	1.099,00	1.099,00
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>16.749,1</b>	<b>19.694,9</b>	<b>23.836,0</b>	<b>29.393,8</b>	<b>39.482,0</b>	<b>49.805,9</b>	<b>61.255,1</b>	<b>75.096,3</b>	<b>92.305,6</b>
Provedores CP	12.030,2	15.115,7	16.985,0	21.321,0	28.459,6	35.513,9	43.126,8	52.425,7	63.780,8
Deudas por remuneraciones y cargas s	2.411,4	2.679,3	3.267,0	4.018,4	4.942,6	5.832,3	6.707,2	7.713,2	8.870,2
Deudas por cargas fiscales	880,5	1.198,6	1.751,0	2.194,3	4.186,3	6.534,0	9.463,8	12.963,8	17.619,3
Otras deudas	1.427,0	701,4	1.075,0	1.102,1	1.135,5	1.167,7	1.199,3	1.235,6	1.277,4
Honorario a directores y sind	545,2	207,9	118,0	145,1	178,5	210,7	242,3	278,6	320,4
Otras	881,8	493,5	957,0	957,0	957,0	957,0	957,0	957,0	957,0
Previsiones	-	-	758,0	758,0	758,0	758,0	758,0	758,0	758,0
<b>Total Capital de Trabajo</b>	<b>5.500,05</b>	<b>7.162,13</b>	<b>8.697,00</b>	<b>10.166,39</b>	<b>9.780,01</b>	<b>7.441,76</b>	<b>5.667,95</b>	<b>4.415,84</b>	<b>3.692,91</b>
<b>Variación en WC</b>	<b>1.351,17</b>	<b>(1.662,08)</b>	<b>(1.534,88)</b>	<b>(1.469,39)</b>	<b>386,38</b>	<b>2.338,26</b>	<b>1.773,81</b>	<b>1.252,11</b>	<b>722,93</b>

**Capital de Trabajo en días**

Concepto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Activo Corriente</b>									
Efectivo	21,8	11,0	3,1	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Creditos por Ventas CP	48,2	49,9	42,3	42,3	42,3	42,3	42,3	42,3	42,3
Otr Cuentas p Cobr CP	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Existencias / Bs. Cambio	70,4	99,5	169,0	150,0	130,0	110,0	100,0	95,0	95,0
Otros Activos CP									
<b>Pasivo Corriente</b>									
Provedores CP	81,0	80,5	93,2	93,2	93,2	93,2	93,2	93,2	93,2
Deudas por remuneraciones y cargas s	51,5	49,7	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5
Deudas por cargas fiscales	36,7	104,5	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4	179,4
Otras deudas	235,6	132,0	47,4	47,4	47,4	47,4	47,4	47,4	47,4

## Estimación de la tasa de descuento en AR\$ nominales

### Datos del Mercado en el cual opera la Compañía

Industria: Building Materials & Furn/Home furnishings

% Equity	50,9%
% Deuda	49,1%
D/E	96,47%
Tax	19,27%
B <sub>L</sub>	1,375
<b>Bu</b>	<b>0,775</b>

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	VT
D/E	27,1%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Equity	79%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Deuda	21,3%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rf	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%
Rp = (Rm-Rf)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
β <sub>L</sub>	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Bu	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Bd	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Rc (Country Risk)	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Size Premium	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Tax Rate	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Diferencial Inflación	1,209	1,199	1,153	1,127	1,127	1,127	1,127
<b>Ke en US\$</b>	<b>18,79%</b>	<b>18,77%</b>	<b>18,77%</b>	<b>18,77%</b>	<b>18,77%</b>	<b>18,77%</b>	<b>18,77%</b>
<b>Ke en AR\$</b>	<b>44,45%</b>	<b>43,43%</b>	<b>37,94%</b>	<b>34,89%</b>	<b>34,89%</b>	<b>34,89%</b>	<b>34,89%</b>
<b>Kd en US\$</b>	<b>15,23%</b>	<b>15,23%</b>	<b>15,23%</b>	<b>15,23%</b>	<b>15,23%</b>	<b>15,23%</b>	<b>15,23%</b>
<b>Kd en AR\$</b>	<b>39,30%</b>	<b>38,14%</b>	<b>32,85%</b>	<b>29,92%</b>	<b>29,92%</b>	<b>29,92%</b>	<b>29,92%</b>

**Estimación de Valor FIPLASTO S.A. en AR\$'000 (FCF)**

Concepto		2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCF Nominal		12.433,6	17.716,9	27.628,8	37.064,2	48.883,8	64.270,1
FF descontado	61.274,2	8.854,4	9.091,9	10.597,6	10.850,1	10.921,5	10.958,8
g =	3,0%						
VT							236.186,7
VT descontado	40.272,5						40.272,5
<b>FCF + VT</b>	<b>101.546,7</b>						
<b>Valor de la compañía</b>	<b>101.546,7</b>						

(+) Activos No operativos 5.650,0  
 (-) Deuda Financiera -21.638,00

**Valor del Equity 85.558,72**

VL	101.547	130.162	162.908	190.325	212.314	229.307	236.187
Deuda (mq)	21.638	32.540	40.727	47.581	53.079	57.327	59.047
Cash	5.650	23.459	41.295	67.082	100.391	143.201	198.044
<b>Equity</b>	<b>85.559</b>	<b>121.080</b>	<b>163.476</b>	<b>209.825</b>	<b>259.627</b>	<b>315.182</b>	<b>375.184</b>
Px acc	1,71	2,20	2,97	3,82	4,72	5,73	6,82

## Estimación de Valor FIPLASTO S.A. en AR\$\$'000 (FFC)

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FFC Nominal	15.409,8	22.060,9	32.311,4	42.046,2	54.441,5	70.272,6
FF descontado	66.007,1	10.749,5	10.829,2	11.605,8	11.300,4	10.574,1
g =	3,0%					
VT						236.186,7
VT descontado	35.539,6					35.539,6
<b>FFC + VT</b>	<b>101.546,7</b>					
<b>Valor de la compañía</b>	<b>101.546,7</b>					
(+) Activos No operativos	5.650,0					
(-) Deuda Financiera	-21.638,00					
<b>Valor del Equity</b>	<b>85.558,72</b>					

## Estimación de Valor FIPLASTO S.A. en AR\$'000 (ECF)

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ECF Nominal	17.808,8	17.836,1	25.786,7	33.309,2	42.810,6	54.842,4
FF descontado	54.653,3	12.328,5	8.608,7	9.023,2	8.233,1	7.819,0
g =	3,0%					
VT						177.140,0
VT descontado	25.255,4					25.255,4
<b>FFC + VT</b>	<b>79.908,7</b>					
<b>Valor del Equity</b>	<b>79.908,7</b>					
(+) Activos No operativos	5.650,0					
<b>Valor del Equity</b>	<b>85.558,7</b>					
(-) Activos no operativos	(5.650,0)					
(+) Deuda	21.638,0					
<b>Valor de la Compañía</b>	<b>101.546,7</b>					

**Estimación de Valor FIPLASTO S.A. En AR\$ (APV)**

Concepto		2010	2011	2012	2013	2014	2015
FCF Nominal		12.433,6	17.716,9	27.628,8	37.064,2	48.883,8	64.270,1
FF descontado	56.240,1	8.653,6	8.653,9	9.848,5	9.859,4	9.703,9	9.520,8
g =	3,0%						
VT							213.520,6
VT descontado	31.630,4						31.630,4
<b>FFC + VT</b>	<b>87.870,5</b>						
<b>Valor de la compañía</b>	<b>87.870,5</b>						

<b>Vu</b>	<b>87.870,5</b>	<b>113.819,8</b>	<b>144.461,6</b>	<b>170.326,3</b>	<b>191.178,5</b>	<b>207.301,5</b>	<b>213.520,6</b>
-----------	-----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Tax Shield nominal		3.308,1	4.838,9	5.278,4	5.662,7	6.316,9	6.822,5
Tax Shield descontado	10.318,5	2.302,4	2.363,6	1.881,5	1.506,3	1.254,0	1.010,7
Valor Terminal							22.666,1
VT Descontado	3.357,7						3.357,7
TS + VT	13.676,2						
<b>Valor Tax Shield</b>	<b>13.676,2</b>						

Valor de la Compañía 101.546,7

(+) Activos No operativos 5.650,0

(-) Deuda Financiera -21.638,00

**Valor del Equity 85.558,72**

### Empresas Forestales comparables

Nombre de la compañía	País	Market Capt. (US\$ MILL)	EBITDA Margin	ROE	Net Debt / EBITDA	P/E	P/S	EV/Ebitda			Ebitda (US\$ mill)	EV
								2009	2010 E	2011 E		
Duratex	Brasil	1.322,00	26,20%	10,30%	1,72	16,5	2,2	6,4	9,8	8,7	240,00	1.538,40
Eucatex	Brasil	206,00	18,20%	1,59%	0,80	5,9	0,5	2,3	3,0	2,5	13,50	31,05
Klabin	Brasil	1.590,90	23,00%	14,00%	3,60	13,2	1,5	10,7	8,5	8,3	326,00	3.488,20
Masisa	Chile	1.014,00	14,50%	3,10%	4,11	36,9	1,0	7,2	6,9	6,0	138,80	999,36
CMPC	Chile	5.247,00	19,00%	1,93%	2,30	39,9	2,0	7,9	10,0	9,2	611,00	4.826,90
<b>Promedio</b>		1.875,98	20,18%	6,18%	2,51	22,47	1,43	6,90	7,64	6,95	265,86	2.176,78
<b>Minimo</b>		206,00	14,50%	1,59%	0,80	5,90	0,51	2,30	3,00	2,54	13,50	31,05
<b>Maximo</b>		5.247,00	26,20%	14,00%	4,11	39,90	2,19	10,70	10,00	9,20	611,00	4.826,90