REPORTE FINANCIERO
BURKENROAD
Latinoamérica - Colombia 2010

UNIVERSIDAD EAFIT
Abierta al mundo
1960•2010

Presentación del Reporte: Febrero 21 de 2011

TABLEROS Y MADERAS DE CALDAS
BVC/TABLEMAC

Primera cobertura
Fecha de Valoración: 30 de Junio de 2010

Recomendación: Comprar

Precio de la acción y valor del IGBC

Valor del Índice : IGBC: 12.449,90

Precio de la Acción : $8.1 COP

- Precio esperado a alcanzar en el mes 6 del año 2011 es de $10,8 COP
- Potencial de Valorización de 33,1% para el 2011
- Entorno macroeconómico con claro potencial de crecimiento a partir del 2011

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Resumen de valoración				
Indicador	31/12/09	5 Year		
		High	Low	Avg
P/E (LTM)	24,8x	25,0x	12,3x	18,3x
P/E (NTM)	19,8x	19,8x	19,8x	19,8x
P/Bk	0,9x	1,7x	0,6x	1,1x
P/CF		7,0x	7,0x	7,0x
P/Sales	1,8x	2,8x	1,1x	2,0x
EV/EBITDA		16,7x	16,7x	16,7x
EV/Sales	1,7x	2,8x	1,1x	2,1x
Div Yield		0,0x	0,0x	

Ratios	12/08 Y	12/09 Y	5 Yr Avg
Gross Margin	30,70%	31,60%	34,20%
EBITDA Margin	-	-	13,70%
EBIT Margin	13,70%	10,10%	16,70%
Profit Margin	8,70%	7,40%	12,00%
Return on Assets	4,3	3,5	6,2
Return on Com Eqty	4,6	3,7	6,9
Asset Turnover	0,5	0,5	0,5
Assets/Equity	1,1	1,1	1,1
Net Inc per 1000 Employees	26335,6	14124,1	41699,9
Days Sales Out (DSO)	57,4	54,6	61,1
Acc Pay Turn Days (DPO)	26,8	17,4	29,8
Current Ratio	4,9	6	4,7
Quick Ratio	2	2,7	2,3
Total Debts/Total Capital	0,7	0,2	4,2
Total Debt/Total Equity	0,7	0,2	4,6

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: *$ 206.296.303.029*
Acciones en Circulación: *25.398.319390*
Volumen Promedio diario del último año: *1,608 ($Millones)*
Bursatilidad: *Alta*
Participación índice: *1,64%*
Cotiza en: *BVC*
Beta: *1.2*
Rango último año: *$ 5,50 - $ 11,00*

Apreciación global de la Compañía

Localización: *Colombia*
Industria: *Sector Maderero*
Descripción: *Elaboración y Comercialización de Tableros Elaborados*
Productos y servicios: *Tableros, Puertas, Partes y Piezas de Muebles Modulares*
Sitio web de la Compañía: *www.tablemac.com*

Analistas:
Marco Garavito Velazco
Elkin Fernando Marín Marín
Juan Luis Mejía Crowe

Directora de la Investigación de Inversión:
Sandra C. Gaitán Riaño

Colaboradores:
Natalia Chavarro (Monitor)

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Comportamiento del Precio de la Acción de Tablemac (2005- 2010)

Fuente: www.bloomberg.com

Como se puede observar en la gráfica anterior, la acción ha tenido un comportamiento alcista durante los últimos años, esto se debe a los buenos resultados que ha presentado la compañía, además de la salida de la ley 550, todo esto ha sido acompañado del buen panorama macroeconómico que ha tenido el país que ha hecho que esta compañía se convierta en una empresa interesante para invertir.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Tablemac con un precio objetivo para junio de 2011 de $10,8 tiene un potencial de valorización cercano al 33,1%. El mercado ha descontado parte del valor estimado para junio de 2011 como consecuencia de los proyectos desarrollados por la empresa (planta de resinas y MDF) y el efecto de estos sobre sus márgenes de rentabilidad (se espera que el margen EBITDA sea mayor del 30% a partir del 2012). Consideramos que la empresa tendrá una alta generación de valor en los próximos años, en lo que sustentamos nuestra recomendación de compra. Los flujos de caja de 2010 y 2011 se ven afectados por las inversiones que se están realizando en la planta de MDF y por el pago de los intereses asociados a la financiación de la nueva planta. El flujo de caja de la compañía podría verse limitado hasta 2012 - 2013 como consecuencia del inicio de operaciones de la planta de MDF,

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: Comprar

Con base a la entrevista realizada a las directivas de Tablemac S.A se conoció sobre el proyecto de MDF. Esta planta de MDF es el proyecto más importante para la compañía en los últimos años, pues contribuirá a duplicar la producción en los próximos tres años con una inversión estimada en 81.000 millones de pesos y con una capacidad instalada de 132.000 m3/año. La compañía espera obtener el 65% del mercado de MDF en los próximos 5 o 6 años. El proyecto está ubicado en una zona estratégica que tendrá tratamiento de Zona franca lo que representaría un ahorro tributario significativo, en el que prevalecen, la excepción de impuestos de nacionalización y arancel sobre cualquier importación, el impuesto de renta pasa del 33% al 15% y los productos que ingresen a la zona no pagan IVA. Además la productividad de los bosques es superior y tiene la ventaja que por ésta pasará la doble calzada para Puerto Berrío la cual se comunicará con la ruta del sol.

La planta que estará ubicada en Barbosa (Antioquia), iniciará su producción el segundo semestre de 2011 con unas ventas estimadas de 18.200 m3 lo cual corresponde a 13.000 millones de pesos, se estima que las ventas crecerán hasta alcanzar una participación entre el 65% y el 70% del mercado colombiano de MDF. Para la realización de este proyecto la compañía aportará cerca de USD 10 millones de los cuales USD 5.7 millones ya fueron entregados a su filial Tablemac MDF para la compra del terreno. Adicionalmente, 31,5 millones serán financiados por créditos en bancos locales y extranjeros.

Además del proyecto de MDF, Tablemac finalizó en el primer semestre del 2010 la planta de resinas. Ésta se encuentra en pruebas de funcionamiento y entraría en producción a partir del segundo semestre de 2010. La planta permitirá que la compañía reduzca entre el 3% y 5% los costos totales de producción de los tableros y contribuirá a la eficiencia de los procesos de todas sus plantas. Es importante resaltar que la nueva planta de resinas cuenta con la capacidad suficiente para abastecer la producción de tableros aglomerados y tableros MDF.

La recuperación que ha tenido la compañía, hace que Tablemac sea una opción interesante de inversión. La compañía además de la cancelación anticipada del acuerdo de reestructuración en enero de 2008 y la implementación de nuevas tecnologías ha aumentado su capacidad de expansión, factores que son muy importantes para la generación de valor. La fabricación de materias primas ha mejorado gracias a la implementación de la planta impregnadora de papel. También se realizaron inversiones por $9.000 millones para la construcción de la planta de resinas de urea - formaldehído, en la que se encuentran haciendo prueba de funcionamiento y que se espera entre en funcionamiento en el 2011.

En reforestación de bosques, a pesar de que el proceso productivo es alrededor de 8 a 12 años, Tablemac ha adquirido más de 5.000 hectáreas para reforestación, de las cuales el 50% se encuentran cultivadas y el resto están en proceso de siembra. Con la compra de estas tierras, la empresa busca disminuir la dependencia de bosques de terceros sin suspender las relaciones comerciales con éstos.

Los tableros de fibra (MDF) son importados de Chile y Ecuador, pero se espera que con la puesta en marcha de la nueva planta de MDF, la compañía pueda penetrar este mercado como productor en Colombia.

La compañía no tiene la capacidad de transferir el 100% de las variaciones del precio del gas al precio de venta; por lo tanto, este factor podría afectar los costos de la compañía, porque

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

uno de los principales productos para la fabricación de los tableros aglomerados es la resina de urea formaldehído que tiene una participación del 30% en el total de la materia prima, la cual es utilizada para unir las partículas de madera entre sí y formar el panel de madera. El precio de este material tiene gran correlación con el precio de la urea y del gas natural, los cuales a su vez dependen de la cotización internacional del gas. En Colombia el precio del gas es regulado por el Ministerio de Minas y Energía y la CREG, y se determina de acuerdo a una formula de calculo que es establecida por la CREG con base en el comportamiento del precio internacional. Sin embargo está fórmula de cálculo ha sido sujeto de múltiples revisiones haciendo difícil estimar su comportamiento futuro. A nivel internacional se espera que el precio del gas continúe deprimido debido a la sobreproducción existente actualmente y a los altos inventarios.

Comportamiento del precio del gas a nivel mundial (2005-2010)

Fuente: Bloomberg, Junio 2010

Una amenaza importante para la compañía, es que tiene alto nivel de correlación con el sector de la construcción de vivienda, pues entre un 70% y un 80% de las ventas de tableros, están altamente relacionadas con la construcción de edificaciones. Las ventas se ven afectadas en momentos de desaceleración, tal como ocurrió en el período 1997-1999. En lo corrido del 2010, la inversión en edificaciones ha logrado una tendencia positiva. El plan de desarrollo del nuevo presidente Juan Manuel Santos tiene como objetivo construir de 200 a 300 mil viviendas por año durante su mandato, se espera que dicho plan se cumpla con éxito para que apalanque las ventas de la compañía.

La alta dependencia de las ventas locales hace a Tablemac vulnerable al ciclo de la construcción en Colombia, por lo que sería aconsejable diversificar el destino geográfico de sus ventas como una forma de diversificación del riesgo. Por ahora la compañía ha sido tímida en la exploración de nuevos mercados, debido a que el mercado interno le ofrece mejores niveles de rentabilidad, que las que obtendría en los mercados externos.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

VALORACIÓN

En la valoración de Tablemac S.A. se utilizó el método de Flujo de Caja Descontado con el cual obtuvimos un precio objetivo de $9,7 en 2010 y 10,8 para junio de 2011 en un escenario moderado.

Para efectos de la valoración se separó la operación de la compañía en Tableros y en MDF. En tableros aglomerados esperamos un crecimiento de las ventas a partir del 2011 del 4% nominal, mientras que para el cálculo del valor a perpetuidad suponemos un crecimiento del 1%. Estos valores son conservadores frente al crecimiento de la demanda mundial y local de tableros aglomerados (cercana al 4% anual) de acuerdo a la información suministrada en la entrevista en Tablemac., mientras que el valor de la perpetuidad se considera solo del 1%, inferior a la inflación esperada en los próximos años.

La valoración de la planta de MDF se hizo considerando un tamaño del mercado colombiano de 125.000 m3 de MDF para 2010 y con un supuesto de crecimiento del 5% anual, inferior al ritmo de crecimiento del mercado mundial de MDF de los últimos años, que se ubica cerca del 17% anual. La planta de MDF tienen una capacidad de producción de 130.000 m3 con la que espera cubrir el entre el 60% y 70% del mercado nacional durante los próximos años. Para efectos de la valoración consideramos que la empresa alcanzaría una participación del mercado del 60% solo hasta 2016, manteniendo esta participación constante en el 65% a partir de 2017. Para el cálculo del valor a perpetuidad suponemos un crecimiento del 1% nominal anual.

En tableros aglomerados suponemos un CAPEX (inversión en activos fijos de operación) equivalente al 5% de las ventas como gastos de mantenimiento, pues la empresa no contempla realizar inversiones adicionales a las ejecutadas en los años anteriores en ésta línea de negocios. Este 5% fue avalado por John Jairo Correa, Director Financiero de Tablemac en entrevista realizada para la presente valoración. En MDF después de 2012 suponemos que el capex se mantendrá igualmente en el 5% de las ventas. Estos valores se dedicarían al mantenimiento de las capacidades productivas actuales.
La puesta en marcha de la nueva planta de resinas supone un ahorro en costos a partir del segundo semestre de 2010, por la modificación en la estructura de costos de la compañía. Se espera una reducción entre el 3% y el 5% en los costos totales de tableros aglomerados. Para efectos de la valoración consideramos un ahorro del 4% en los costos solo a partir de 2011. El costo del capital (WACC) utilizado en la valoración de tableros aglomerados fue de 12,7% nominal (9,40% real), mientras que en MDF utilizamos un WACC de 11,86% nominal y 8,60% real. La diferencia en los WACC de las dos unidades de negocio se debe a la estructura de capital de ambas y a la diferencia en las tasas impositivas. Tableros aglomerados posee un menor endeudamiento, haciendo que su WACC sea superior.

Para la valoración de tableros aglomerados consideramos los siguientes supuestos:

Supuestos	Ke
Risk Free Rate (10 Yr Note)	4,33%
Riesgo Pais	1,4%
Beta	1,01
Risk Premium	6,0%
Ke (US$)	11,8%
Dev LP	2,0%
Ke ($)	**14,0%**

Supuestos	WACC
D/(D+E)	15,00%
E/(D+E)	85,0%
Kd	8,00%
Ke	14,03%
Tasa Impositiva	33,00%
WACC	**12,7%**
Inflación Proyectada	3,0%
WACC Real	**9,4%**

Fuente: Bloomberg, Junio de 2010.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Para la planta de MDF se consideraron los siguientes supuestos:

Supuestos	WACC
D/(D+E)	30,00%
E/(D+E)	70,00%
Kd	8,00%
Ke	14,03%
Tasa Impositiva	15,00%
WACC	**11,86%**
Inflación Proyectada	3,00%
WACC Real	**8,60%**

Supuestos	Ke
Risk Free Rate (10 Yr Note)	4,33%
Riesgo Pais	1,40%
Beta	1,01
Risk Premium	6,00%
Ke (US$)	11,79%
Dev LP	2,00%
Ke ($)	**14,03%**

Fuente: Bloomberg, Junio de 2010.

Para el análisis de escenarios consideramos tres alternativas, donde los cambios en los precios se deben principalmente a los cambios en las tasas de crecimiento a perpetuidad.
En el escenario más conservador, consideramos un crecimiento a perpetuidad del 0% anual en tableros aglomerados y un 1% anual en MDF obteniendo un precio objetivo de $9,4 para 2010 y $10,5 para 2011.

Valoración	
VPN FCL	**61.395**
VPN Valor de Continuidad	**202.180**
= Valor de la Operación	263.575
+ Disponible e Inver. Temp.	3.860
+ Inversiones Permanentes	20
+ Cultivos en Desarrollo	6.157
= Valor Activos	273.612
(-) Pasivos Financieros	22.678
(-) Otros Pasivos	12.998
(-) Total Pasivos	35.676
= Equity	237.937
# Acciones	25.397.390.819
Precio Objetivo 2010	**9,4**
Ke	11,8%
Precio objetivo jun. 2011	**10,5**
precio actual	8,15
Upside	**28,5%**

En un escenario moderado consideramos un crecimiento a perpetuidad del 1% anual en tableros aglomerados y de 1% en MDF, obteniendo como precio objetivo $10,8 para 2011.

Valoración	
VPN FCL	**61.395**
VPN Valor de Continuidad	**210.717**
= Valor de la Operación	272.111
+ Disponible e Inver. Temp.	3.860
+ Inversiones Permanentes	20
+ Cultivos en Desarrollo	6.157
= Valor Activos	282.148
(-) Pasivos Financieros	22.678
(-) Otros Pasivos	12.998
(-) Total Pasivos	35.676
= Equity	246.473
# Acciones	25.397.390.819
Precio Objetivo 2010	**9,7**
Ke	11,8%
Precio objetivo jun. 2011	**10,8**
precio actual	8,15
Upside	**33,1%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

En el escenario optimista consideramos un crecimiento a perpetuidad del 1% en tableros y del 3% en MDF, obteniendo como resultado un precio objetivo para 2011 de $12,1.

Valoración	
VPN FCL	**61.395**
VPN Valor de Continuidad	**239.069**
= Valor de la Operación	300.464
+ Disponible e Inver. Temp.	3.860
+ Inversiones Permanentes	20
+ Cultivos en Desarrollo	6.157
= Valor Activos	310.501
(-) Pasivos Financieros	22.678
(-) Otros Pasivos	12.998
(-) Total Pasivos	35.676
= Equity	274.825
# Acciones	25.397.390.819
Precio Objetivo 2010	**10,8**
Ke	11,8%
Precio objetivo jun. 2011	**12,1**
precio actual	8,15
Upside	**48,4%**

Se debe aclarar que los crecimientos proyectados en ventas y a perpetuidad son inferiores en todos los escenarios al crecimiento que han tenido los mercados nacionales e internacionales de tableros aglomerados y MDF. Hemos considerados crecimientos en ventas y de la perpetuidad inferiores a los datos históricos con el fin de mantener una valoración conservadora frente al futuro de la empresa.

COMPARACIÓN POR MULTIPLOS O RELATIVA

Actualmente los múltiplos de Tablemac muestran que la valoración está acorde con los de las empresas del sector.

			EV/EBITDA		P/E		ROE	
Cia.	Pais	US$Mil	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Tablemac	Colombia	108,9	9,34	7,75	33,7	63,62	3,69	1,93
Duratex	Brasil	4.418,10	12	9,06	45,9	9,18	4,1	12,8
Trex Compan	US	340	6,47	5,1	47,72	16,12	12,62	13,87
Klabin	Brasil	1682,4	5,38	4,69	7,57	6,22	5,4	5,2
Masisa	Chile	930,6	6,29	6,08	13,59	13,59	7,56	8,65
CMPC	Chile	9668,5	11,45	10,16	20,61	16,4	9,43	11,12
	Promedio		8,5	7,1	28	20,6	7,1	8,9

Fuente: Bloomberg

El múltiplo EV/EBITDA de Tablemac comparado con el de sus pares demuestra que se encuentra cerca del promedio lo que podría sugerir que existen posibilidades de valorización especialmente en el 2011.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura.

Desde hace más de 20 años la compañía Tablemac S.A., fabrica y comercializa tableros de madera, hecho que la ha convertido en una de las principales empresas productoras de este insumo para el sector del mobiliario arquitectónico, en Colombia y en algunos países del área Andina. La construcción de su primera planta de tableros aglomerados en la ciudad de Manizales se realizó en el año 1992; entonces contaba con una capacidad de producción de 38 mil metros cúbicos de tableros al año. En la década de los 90 por una mayor demanda de tableros en el mercado colombiano la compañía decide en 1994, construir una nueva fábrica ubicada en el corregimiento de Llanos de Cuivá, municipio de Yarumal (Antioquia), que producía cerca de 72 mil metros cúbicos de tablero al año, que también fue inaugurada en el año 1997.

En la gerencia de David Duque, quien desde diciembre de 2001 enfrentó la situación de la empresa acogiéndose al régimen de la Ley 550, Tablemac registraba ventas por unos 23.347 millones de pesos y un pasivo financiero que bordeaba los $82.000 millones de pesos. Al retiro David Duque en el 2009, dejó una compañía con un acuerdo de Ley 550 totalmente cancelado con cero endeudamiento financiero, muy modernizada y con unas ventas por valor de $85.432 millones de pesos en el año 2009.

ANÁLISIS DOFA

Fortalezas:

- Utilización de mano de obra especializada
- Productos con pocos volúmenes exclusivos y finos acabados.
- Inversión en la planta de MDF
- Posibilidad de compra por parte de una empresa internacional.
- La composición accionaria de Tablemac no está muy concentrada, y no cuenta con ningún grupo de accionistas mayoritario

Oportunidades:

- Desarrollar la marca-país.
- Apoyo por parte del Gobierno.
- Tablemac puede ser una compañía atractiva para un jugador internacional.
- Ventaja frente a la competencia de productos importados, especialmente desde Venezuela y Ecuador: Tablemac puede penetrar el mercado compitiendo con un menor precio por los altos costos de transporte al interior del país.
- Optimización de la Estructura de Capital
- Colombia tiene grandes ventajas en términos de suelo y clima que le permiten la proliferación rápida de bosque.

Debilidades:

- Incertidumbre sobre el suministro de materias primas.
- Poca experiencia en negociación internacional y grandes contratos.
- Alta dependencia del ciclo económico de la construcción en Colombia.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Amenazas:

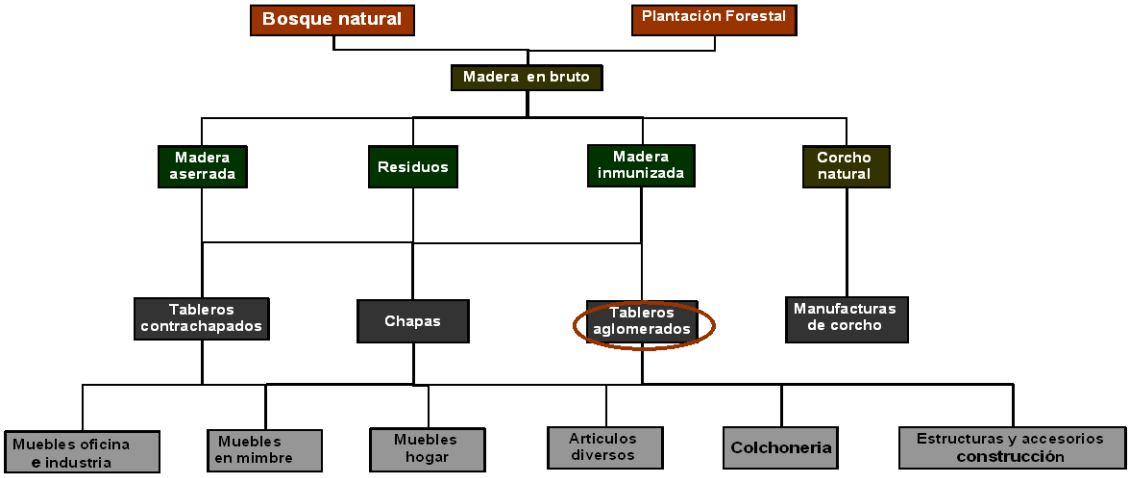
- Competir en el mercado nacional con países exportadores mundiales de muebles y maderas y acabados arquitectónicos y materias primas sin ningún arancel.
- En Estados Unidos los principales proveedores de madera y muebles de madera en ese país son Canadá, China, Italia e Indonesia con una participación de 72,9%. Canadá es de lejos el principal proveedor, ya que 46,9% de las importaciones que realiza Estados Unidos en esta cadena provienen de ese país. La debilidad del sector construcción en Estados Unidos puede incentivar a que los grandes exportadores mundiales de maderas exploren su ingreso a otros mercados como el colombiano.
- Se requiere impulsar la formalización del sector y adquirir más tecnologías en varios niveles productivos.

Productos y servicios.

Tablemac se ha convertido en una de las empresas líderes del mercado nacional ofreciendo a la industria maderera y de la construcción, un completo portafolio de productos conformado por: tableros, puertas, partes y piezas para mobiliario y muebles modulares.

La empresa trabaja bajo dos líneas de producto: los tableros aglomerados de partículas de madera y los muebles modulares. Dentro de los tableros ofrecen varias marcas y también se producen muebles modulares, especialmente bibliotecas, centros de cómputo, armarios, escritorios y centros de entretenimiento.

Etapas productivas



Fuente: Informe de Gestión Tablemac 2009

Estrategia y Desarrollos Recientes

La empresa dentro de su plan de expansión y posicionamiento en Colombia, tiene el proyecto de invertir 45 millones de dólares en una nueva planta MDF (tableros de densidad media), que le permitirá liderar esta línea de tableros por encima de los importados de Chile, Brasil y Ecuador.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Tablemac, según estimaciones financiará el proyecto con recursos propios (10 millones de dólares), con la banca internacional (25 millones de dólares) y el resto con créditos de la banca local; estos datos se incluirán en la proyección del flujo.

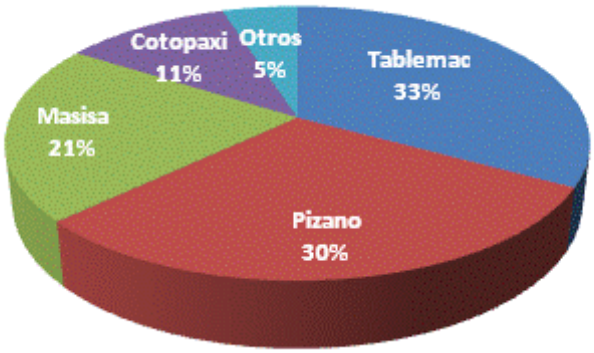
Adicionalmente al proyecto líder; durante los últimos años Tablemac ha adquirido más de 5,000 hectáreas para reforestación, ubicadas en Yarumal (Antioquia), Pácora (Caldas) y en Herveo (Tolima), de las cuales aproximadamente el 50% se encuentran cultivadas y el resto están en proceso de siembra.

En el primer semestre del 2010 Tablemac desarrolló recientemente la planta de resinas, la cual se encuentra en pruebas de funcionamiento y entraría en producción a partir del segundo semestre de 2010. La planta permitirá que la compañía reduzca entre el 3% y 5% los costos totales de producción de los tableros y contribuirá a la eficiencia de los procesos de todas sus plantas.

Análisis de los Competidores

El nivel de competencia del mercado es muy alto, a pesar de estar concentrado en pocas empresas. Las importaciones vienen ganando cada vez más participación.

Participación mercado colombiano 2010



Fuente: www.supersociedades.gov.co

Pizano también es una compañía dedicada a la transformación, fabricación y comercialización de productos forestales como lo es Tablemac. Tablemac y Pizano son los líderes en el mercado de aglomerados en Colombia, con una participación del 66% aproximadamente, mientras que el 34% restante se encuentra en un 21% en cabeza de Masisa, empresa Chilena y Cotopaxi empresa ecuatoriana un 13%.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Tablemac contó por muchos años con el saliente gerente David Duque que administró por 11 años la empresa; se retiró el 25 de marzo de 2009 y gestionó inversiones que sumaron 15 millones de dólares y se tradujeron en la compra de equipos y plantaciones de bosques, el montaje de la nueva planta en Guarne (3,2 millones de dólares). Además logró superar las dificultades de estar en la Ley 550 antes de su retiro.

En su reemplazo se encuentra Juan Fernando Vásquez Duque, un ejecutivo antioqueño de amplia experiencia en empresas como Refisal (Brinsa) y Crystal Vestimundo, de la cual viene

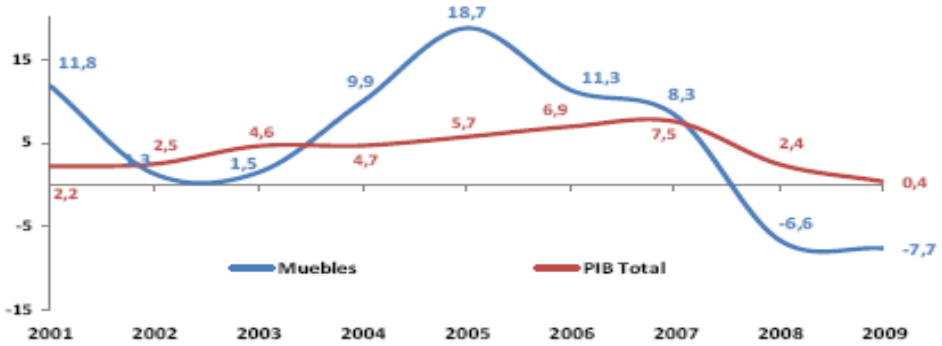
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

de ser el vicepresidente Ejecutivo. Además, ya tenía acercamiento y conocimiento de la empresa, porque era miembro suplente de la Junta Directiva.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El sector de madera y muebles estuvo muy afectado por la crisis de 1999, sin embargo el sector ha realizado grandes inversiones en nuevas plantas, maquinaria y equipo; además se fortaleció el mercado de muebles listos para armar, RTE (Ready To Assemble), y hoy está mejor preparado para afrontar la crisis financiera internacional y la desaceleración de la economía del país. Al cierre de 2009 la producción del sector de maderas y muebles, compuesto por los subsectores de silvicultura, madera y muebles, representó el 0,6% del PIB total.

Tasa de Crecimiento del PIB Muebles y el PIB total.

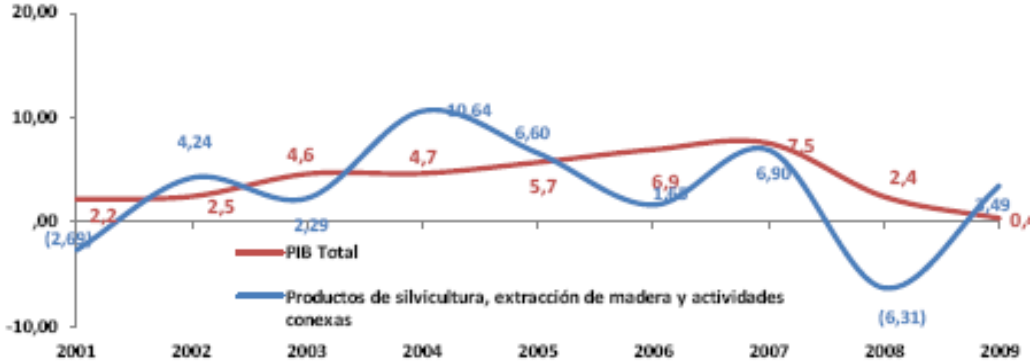


Fuente: DANE Cálculos: BPR Benchmark

El sector productor de muebles registró durante el segundo trimestre de 2009 la peor caída de los últimos 10 años. La producción del sector se contrajo 18% al comparar el segundo trimestre de 2009 con el mismo trimestre de 2008.

Entre 2001 y 2009 el sector productor de madera mantuvo un crecimiento anual promedio del 5% a pesar de la importante contracción registrada durante 2008, cuando cayó cerca del 10%. El sector había experimentado algunos aumentos en el costo de los insumos y la menor oferta de madera, debido al incremento del consumo por parte del sector de pulpa, papel y cartón. Para mitigarlo se vienen promoviendo los cultivos forestales, y la vinculación de capitales del exterior por la vía de la inversión extranjera.

Tasa de Crecimiento de Productos de silvicultura,
Extracción de madera y actividades conexas y el PIB total. (2001-2009)



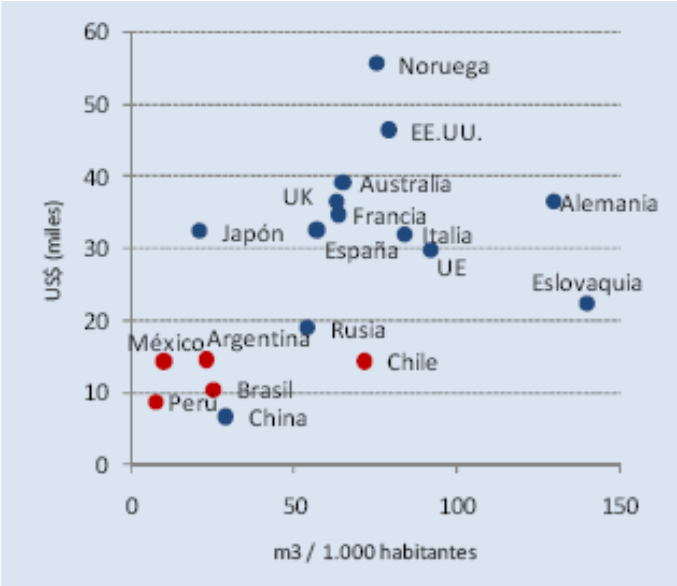
Fuente: DANE Cálculos: BPR Benchmark

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

La industria de muebles creció por la venta de muebles listos para armar en la mayoría de los grandes almacenes de cadena y por la aceptación del público por su precio y facilidad para armar, sin embargo tanto el sector de muebles como el de madera, tienen que competir con productos provenientes de China, Brasil, Venezuela y Chile, que han desarrollado al interior de sus países una industria de madera y muebles fuerte, con inversiones importantes en programas de plantaciones de árboles y que por su tamaño manejan importantes economías de escalas, convirtiéndose en una verdadera amenaza para los industriales colombianos.

Latinoamérica presenta una de las más bajas tasas de consumo de tableros del mundo –tanto en términos absolutos como per. Cápita, debido principalmente al menor desarrollo económico de los países de la región, lo que conlleva a un mercado inmobiliario poco desarrollado y a una baja penetración de la industria. Dentro del continente, sólo Chile alcanza el nivel de consumo de tableros de países desarrollados como Francia, el Reino Unido y Australia, pero aún por debajo de Estados Unidos, Italia, la Unión Europea, Alemania y Eslovaquia. Sin embargo, países como México, Perú, Argentina y Brasil se encuentran en niveles muy inferiores al de economías europeas y norteamericanas, por lo que el potencial de crecimiento de consumo de tableros en dichos países –y en la región como un todo – es aún bastante elevado.

Consumo de Tableros y MDF vs PIB per cápita. 2010



Fuente: FAO. Banco Mundial.

A 2009, Ecuador es el principal proveedor extranjero de productos de madera en Colombia: 19,5% seguido por Venezuela (17,2%), Chile (13,5%) y China (12,7%). Ecuador provee 56,2% de las importaciones de los tableros contrachapados, Venezuela 94,2% de la madera aserrada y China 47,8% de los artículos diversos. El subsector dedicado a la silvicultura y extracción de madera contribuye modestamente a la actividad económica del país y, apenas, contribuye con el 2.3% del PIB agropecuario.

El consumo de tableros de madera se encuentra altamente correlacionado con el comportamiento del sector de construcción de edificaciones, pues éstos son las grandes demandantes de estos productos. Se debe considerar que el consumo de madera en las edificaciones se realiza generalmente al final de la construcción por lo que se presenta un rezago entre el inicio de obras y el incremento en las ventas de productos de madera.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Para aumentar las ventas la administración de Tablemac está buscando diversificar su portafolio; para esto desarrolló nuevas líneas como las formaletas, que se usan al inicio de la construcción, o productos dirigidos a líneas de oficina. Estas estrategias apuntan a tener mayor participación de la mezcla de ventas del mercado nacional.

La producción de Tablemac cubre el mercado nacional pero sus exportaciones son bajas, no representan más del 6% de las ventas totales, sin embargo, su alta presencia nacional le permite tener ventajas en la logística de transporte, servicio y calidad diferente a los competidores extranjeros de Venezuela, Ecuador y Chile. La concreción del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos y Colombia, representa una nueva oportunidad para el desarrollo del sector forestal, particularmente de la cadena madera y muebles de madera en los próximos años.

RIESGOS DE INVERSIÓN

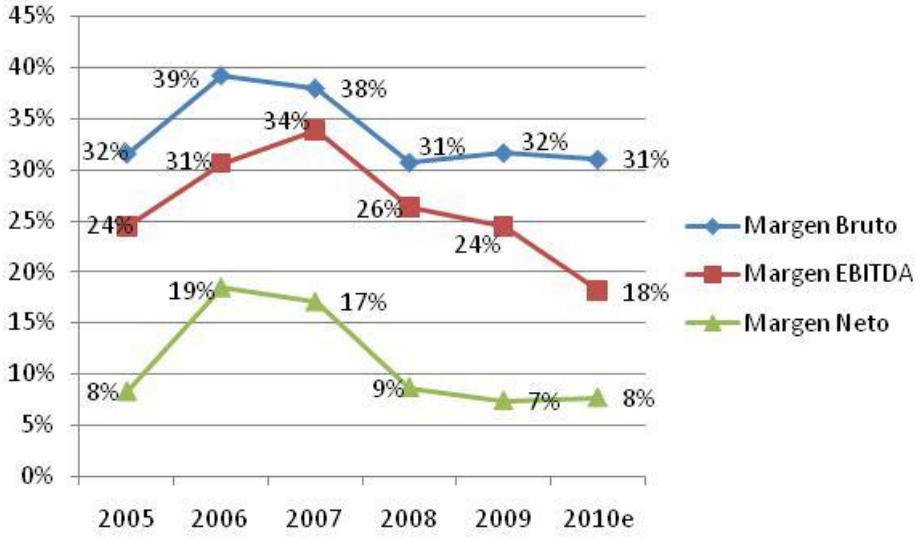
En los últimos años Tablemac se ha centrado en el mercado nacional, debido a la mayor rentabilidad que le ofrecen éstas respecto a sus ventas en los mercados externos.

Riesgo de mercado

El mercado inmobiliario y en especial la demanda por los diferentes tableros que produce y comercializa Tablemac, guardan estrecha relación con el crecimiento económico del país y regiones en los que la compañía está presente. Una recaída de la economía colombiana afectaría la demanda por estos productos y los resultados proyectados para la compañía. En sentido contrario, una recuperación más pronunciada que la de nuestro escenario base podría afectar positivamente sus resultados.

Con la estabilidad en las ventas, las estrategias por reducir los costos de ventas y las políticas de control de gastos trazadas por la empresa han favorecido los estables resultados del margen neto en los últimos años.

Evolución de los márgenes Tablemac. 2005-2010



Fuente: Libros de Informe y Balances Tablemac

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Riesgo de mercado internacional (Precio)
Los resultados de la compañía podrían verse afectados por bruscas variaciones en los precios de las materias primas − entre ellos los activos forestales de Tablemac − o si siguen una trayectoria distinta a la proyectada en este informe. El precio de éstos es el resultado de la interacción de la oferta y demanda mundial, las cuales están muy relacionadas al ciclo económico.

La eliminación o retraso de alguno de los proyectos de inversión considerados en nuestra valoración tendrían un impacto negativo sobre los flujos proyectados. En efecto, un retraso en la puesta en marcha de la nueva planta MDF – que proyectamos para el tercer trimestre del 2011– podría traer consecuencias negativas en nuestra valoración.

Riesgo de Recursos Naturales (producto)
Tablemac cuenta con plantaciones forestales en Colombia, las cuales son utilizadas como abastecimiento de materia prima para disminuir la dependencia de proveedores externos. Siniestros que sufran éstas plantaciones, tales como plagas o incendios, o nacionalizaciones de algunos bosques, podría tener efectos adversos en las estimaciones de nuestra valorización. Con el desarrollo de la planta MDF, Tablemac tiene una excelente oportunidad para incentivar proyectos del tipo forestal, pues el país cuenta con las tierras necesarias (17 millones de hectáreas con aptitud forestal) para desarrollar plantaciones comerciales y sustituir así a largo plazo, la importación de los derivados de la madera. Se debe aclarar que por ahora la empresa parece estar cómoda con el nivel de tierras y bosques que posee, pues considera que la disponibilidad de maderas en los alrededores de sus plantas es adecuada y suficiente para el abastecimiento de sus plantas.

Riesgo Legal
Esta valoración asume las actuales normativas medioambientales, en Colombia. La aplicación de regulaciones más estrictas o cambios en la interpretación de la normativa actual puede afectar los resultados de la compañía a través de mayores costos operacionales, inversiones en instalaciones y mejoras ambientales, y/o en la limitación de la producción.

Riesgo de Competencia
Tablemac es una empresa que puede ser de interés para ser comprada por la empresa chilena Masisa, compañía con una gran operación de Tableros en Latinoamérica, en especial Brasil, porque dentro de sus intereses está posicionarse en Colombia debido a los positivos niveles de desarrollo inmobiliario del país.

Riesgo de Tipo de Cambio
El impacto de la tasa de cambio se evidencia en las exportaciones valoradas en pesos que mostró Tablemac y pasaron de 2.489 millones de pesos en el primer semestre del año pasado a 1.828 millones de pesos en igual periodo de 2010.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

En el mes de mayo, la composición accionaria de Tablemac tuvo un cambio significativo, su principal accionista, la Corporación Financiera de Colombia con un 11.89%, realizó la venta del total de su participación por 23.000 millones de pesos, lo que equivale a 3.019 millones de acciones.

Este paquete fue comprado en su mayoría por el fondo de acciones de Bolsa y Renta Comisionista de Bolsa S.A con una participación del 7.88% como se ve a continuación:

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Principales accionistas de Tablemac Periodo: 30/06/2010

Accionistas	%
Fondo Acciones Bolsa y Renta	7,88%
Cementos Argos S.A	3,93%
Valores Incorporados S.A	3,32%
Nelly Navarro Zuluaga	2,55%
ASA Cia Suramericana de Seg.	2,16%
Fondo de Valores Surenta Acciones	1,93%
A.Compañia Suramericana de Seg.	1,88%
Natalia Moreno de Echavarria	1,82%
Nicolas Echavarria Moreno	1,81%

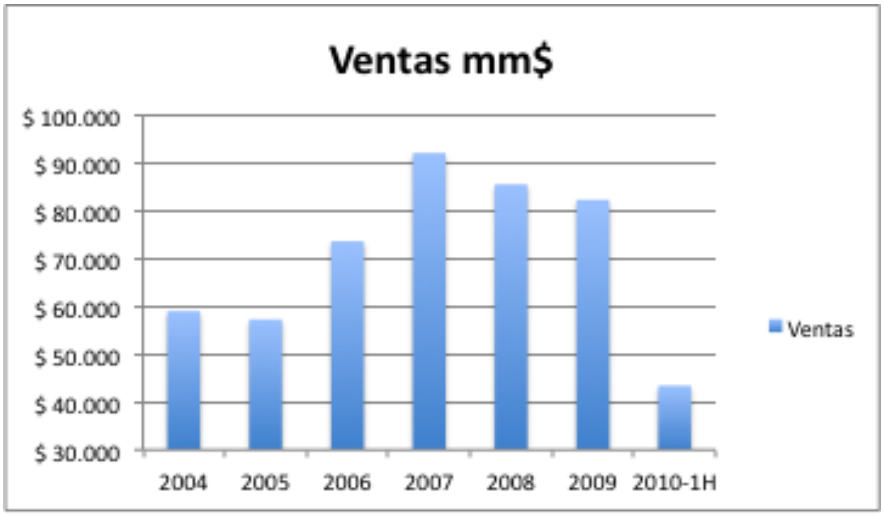
Fuente: www.superfinanciera.gov.co

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Ventas estimadas

Las ventas de la compañía decrecieron en 2009 un 3.8% respecto a las de 2008 cerrando en 82.169$ millones de pesos. Entre los productos más afectados estuvo la Formaleta T que se utiliza para el encofrado de concreto y está directamente relacionada con la actividad constructora. La reducción en ventas de este producto fue de 2.764$ millones de pesos.

Comportamiento de los Ingresos 2004-2009



Fuente: www.superfinanciera.gov.co.

En 2009 Tablemac exportó 4.151 millones de pesos (creció el 1,4 por ciento) y los destinos fueron Panamá (87 por ciento), Honduras (7,9 por ciento), Guatemala (2,4 por ciento), Costa Rica (2 por ciento) y Venezuela (1,6 por ciento).

Frente los resultados del primer semestre del 2010 la empresa reportó ventas acumuladas por 43.393 millones de pesos, contra 42.627 millones de pesos en los dos primeros trimestres del año pasado.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Las ganancias netas también aumentaron, al pasar de 3.162 millones de pesos a 3.327 millones de pesos, según reportó en su informe.

Sin embargo, la ganancia operacional, la derivada de la actividad principal, de Tablemac cayó de 5.888 millones de pesos a 4.961 millones debido a la revaluación y a los menores ingresos no operacionales.

Costo de la mercancía vendida

Positivo fue el comportamiento de los costos para Tablemac en el 2009; logro mejores precios en la madera, un menor precio de la resina comprada a terceros como consecuencia de la reducción en los precios de las principales materias primas que la componen y una reducción en el costo del papel impregnado, fueron los principales factores que permitieron aun con menores ventas conservar casi el mismo nivel de utilidad bruta y mejorar el margen en 0.9%.

Tablemac culminó en el primer semestre del 2010 con la planta de resinas, la cual se encuentra en pruebas de funcionamiento y entraría en producción a partir del segundo semestre de 2010. La planta permitirá que la compañía reduzca en entre el 3% y 5% los costos totales de producción de los tableros y contribuirá a la eficiencia de los procesos de todas sus plantas.

A junio 2010 donde se observa un control en los costos que permitió obtener un Margen Bruto del 35,1%, muy superior al que se esperaba. Si a lo anterior se suma el efecto que deberá tener la planta de resinas, se esperaría que el margen bruto se incremente en la misma proporción de los menores costos esperados, gracias a la planta de resinas (3%-5%)

Gastos de administración y de comercialización

Los gastos operacionales aumentaron un 34,6%, un 15,7% por encima de lo esperado para el 2010. El crecimiento se explica en parte por los descuentos comerciales, que se empezaron a contabilizar desde finales del 2009 dentro de los gastos de ventas, y por otros gastos que consideramos pueden corresponder a gastos de mercadeo, que aunque deterioran los márgenes en el corto plazo son necesarios para fortalecerse en el mercado.

Supuestos de Inversión

CAPEX/ventas: Se considera una relación del 5%, teniendo en cuenta que la empresa no manifiesta intenciones de realizar grandes inversiones en tableros en los próximos años. Estos recursos serían destinados al mantenimiento de las capacidades productivas actuales.

Se supone que el CAPEX será el 5% de las ventas, teniendo en cuenta que en los últimos años se han realizado diversas inversiones tanto en la planta MDF como en la de resinas. La compañía no manifiesta la intención de realizar nuevas inversiones en tableros, lo que hace que el CAPEX permanezca constante durante los próximos años.

Capital de Trabajo: Se estima que el KTNO de Tableros se mantendrá en el 37% de las ventas, mientras que en la planta MDF estará cercano al 20%.Como se evidencia en el los cuadros de Flujo de Caja Proyectado de MDF y Tableros.

Impuestos: Durante los últimos años, la compañía no ha presentado desembolsos importantes de impuesto de renta debido a que bajo las condiciones de la ley 550 desde el año 2001 y los 9 años posteriores la compañía no tiene que declarar renta por presuntiva.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

De esta manera la compañía ha podido amortizar sus pérdidas fiscales y amortizar gastos diferidos que le han permitido tener un pago de impuestos despreciable. Para el 2007 la mayoría de los cargos por amortizar se han agotado, por esto la compañía ha comenzado a realizar una provisión de impuesto de renta dentro de sus resultados, a Junio de 2007 esta ascendía a $750 millones. Para los años posteriores, se realizo una provisión de impuesto de renta a una tasa cercana a la tasa impositiva legal vigente del 33%.

Limitaciones de la valoración

Las proyecciones del flujo de caja se realizaron hasta el 2018, teniendo en cuenta la correlación que tienen las ventas con la construcción de obras civiles y edificaciones, dando como resultado un crecimiento esperado para 2010 de 2% con respecto al año anterior. Para el 2011 se espera que la producción de la planta de MDF aporte un crecimiento del ingreso operacional de 19,75%, con la venta adicional de $16,549 millones. Se planteo la valoración con un escenario conservador teniendo a partir del año 2010 un crecimiento promedio de 4% anual para tableros y de 5% para planta MDF.

Las proyecciones de perpetuidad se hicieron con estimaciones inferiores a los datos de crecimiento de la demanda mundial de tableros y de MDF, con el fin de realizar proyecciones conservadoras.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Pagina web del Ministerio del Medio Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial. Colombia. Enero de 2007. http://web.minambiente.gov.co/html/ecosistemas/EcForest/.
- Plan Nacional de Desarrollo Forestal. En: www.agrocadenas.gov.co/forestal/ Documentos/Plan_desarrollo_forestal.pdf. Agrocadenas. Colombia. Enero de 2007.
- Reportes Sectoriales BPR Benchmark 2009.
- Bloomberg: Ticker: Tablema cb equity
- Página web de Tablemac S.A; www.tablemac.com.
- Página web de Superintendencia Financiera de Colombia;www.superfinanciera.gov.co.
- Página web de Superintendencia de Sociedades de Colombia; www.supersociedades.gov.co.
- Informe de Gestión de Tablemac 2009.
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC)
- Damodaran Online; http//pages.stern.nyu.edu/ adamodar/New_home_page/datafile/betas.html .By Aswath Damodaran

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

$ Millones	2006	2007	2008	2009
Efectivo	$665	$329	$388	$86
Inversiones temporales	$8.588	$9.147	$3.472	$11.009
Cuentas por cobrar, neto	$17.034	$15.300	$14.376	$13.448
Inventarios, neto	$10.214	$15.510	$23.383	$24.225
Inversiones permanentes	$468	$209	$145	$10
PPE, neto	$66.487	$77.183	$75.100	$69.896
Intangibles	$32	$216	$32	$32
Otros activos	$3.457	$1.830	$2.100	$2.073
Total Activos	**$148.417**	**$169.925**	**$172.827**	**$174.214**
Obligaciones financieras CP y LP	$64	$5.747	$1.126	$318
Cuentas por pagar	$2.932	$2.760	$2.221	$3.409
Bonos	$0	$0	$0	$0
Otros pasivos	$495	$588	$284	$483
Total Pasivos	**$8.536**	**$14.354**	**$8.606**	**$8.373**
Total Patrimonio	**$148.416**	**$169.925**	**$164.221**	**$165.840**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

(Millones de pesos)	2010E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
DEUDORES	$ 17.592	$ 21.066	$ 27.753	$ 30.611	$ 33.915	$ 37.665	$ 41.918
INVENTARIO	$ 19.444	$ 23.284	$ 30.675	$ 33.834	$ 37.486	$ 41.630	$ 46.331
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	$ 40.897	$ 44.350	$ 58.429	$ 64.445	$ 71.402	$ 79.295	$ 88.249
PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO	$ 127.438	$ 131.702	$ 126.820	$ 128.281	$ 128.943	$ 130.168	$ 131.913
Costo propiedades planta y equ	$ 272.622	$ 280.722	$ 282.801	$ 285.379	$ 288.555	$ 292.429	$ 297.111
Depreciación acumulada	-$ 145.184	-$ 149.020	-$ 155.981	-$ 157.097	-$ 159.612	-$ 162.260	-$ 165.198
TOTAL VALORIZACIONES	$ 52.930	$ 54.518	$ 56.154	$ 57.838	$ 59.574	$ 61.361	$ 63.202
TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO	$ 198.859	$ 186.220	$ 182.973	$ 186.120	$ 188.517	$ 191.529	$ 195.115
TOTAL ACTIVO	**$ 239.756**	**$ 230.570**	**$ 241.402**	**$ 250.565**	**$ 259.919**	**$ 270.824**	**$ 283.364**
TOTAL PASIVO	**$ 62.342**	**$ 68.515**	**$ 66.580**	**$ 61.243**	**$ 53.277**	**$ 44.615**	**$ 34.208**
TOTAL PATRIMONIO	**$ 177.414**	**$ 162.055**	**$ 174.822**	**$ 189.322**	**$ 206.642**	**$ 226.209**	**$ 249.156**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	**$ 239.756**	**$ 230.570**	**$ 241.402**	**$ 250.565**	**$ 259.919**	**$ 270.824**	**$ 283.364**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

$ Millones	2006	2007	2008	2009
Ingresos	$73.530	$91.943	$85.416	$82.168
Costo de ventas	$44.735	$57.090	$59.178	$56.163
Utilidad bruta	**$28.799**	**$34.853**	**$26.238**	**$26.005**
Gastos operacionales	$11.532	$13.269	$14.557	$17.685
Utilidad operacional	**$17.267**	**$21.584**	**$11.680**	**$8.320**
EBITDA			$21.894	$19.507
Ingresos no oper. neto	**$1.622**	$2.087	$3.625	$2.272
Impuestos	$1.775	$3.118	$2.606	$1.861
Utilidad neta	**$13.630**	**$15.711**	**$7.400**	**$6.088**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

(Millones de pesos)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Ingresos Operacionales	$ 83.812	$ 100.361	$ 132.221	$ 145.837	$ 161.579	$ 179.441	$ 199.704
UTILIDAD BRUTA	$ 25.982	$ 33.807	$ 45.030	$ 51.043	$ 56.553	$ 62.804	$ 69.896
UTILIDAD OPERACIONAL	$ 7.589	$ 12.699	$ 16.682	$ 20.115	$ 22.887	$ 26.256	$ 30.169
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	$ 3.601	$ 8.056	$ 12.522	$ 16.547	$ 20.132	$ 22.723	$ 26.635
Menos Impuestos de Renta y Complementarios	$ 1.170	$ 2.421	$ 3.260	$ 4.055	$ 4.828	$ 5.169	$ 5.851
GANANCIAS Y PERDIDAS	**$ 2.432**	**$ 5.635**	**$ 9.262**	**$ 12.492**	**$ 15.304**	**$ 17.554**	**$ 20.784**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

(Millones de pesos)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Ingresos Operacionales	$ 83.812	$ 100.361	$ 132.221	$ 145.837	$ 161.579	$ 179.441	$ 199.704
UTILIDAD BRUTA	$ 25.982	$ 33.807	$ 45.030	$ 51.043	$ 56.553	$ 62.804	$ 69.896
UTILIDAD OPERACIONAL	$ 7.589	$ 12.699	$ 16.682	$ 20.115	$ 22.887	$ 26.256	$ 30.169
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	$ 3.601	$ 8.056	$ 12.522	$ 16.547	$ 20.132	$ 22.723	$ 26.635
Menos Impuestos de Renta y Complementarios	$ 1.170	$ 2.421	$ 3.260	$ 4.055	$ 4.828	$ 5.169	$ 5.851
GANANCIAS Y PERDIDAS	**$ 2.432**	**$ 5.635**	**$ 9.262**	**$ 12.492**	**$ 15.304**	**$ 17.554**	**$ 20.784**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

	2005	2006	2007	2008	2009
Ventas	**$ 57.211**	**$ 73.531**	**$ 91.944**	**$ 85.416**	**$ 82.169**
Crecimiento %	-3,0%	28,5%	25,0%	-7,1%	-3,8%
CMV	**-$ 39.146**	**-$ 44.735**	**-$ 57.090**	**-$ 59.178**	**-$ 56.163**
Margen Bruto	31,6%	39,2%	37,9%	30,7%	31,6%
Gastos Operacionales	**-$ 10.660**	**-$ 11.532**	**-$ 13.269**	**-$ 14.557**	**-$ 17.685**
Gastos Oper. / Ventas	-18,6%	-15,7%	-14,4%	-17,0%	-21,5%
EBIT	**$ 7.404**	**$ 17.264**	**$ 21.584**	**$ 11.680**	**$ 8.320**
Margen EBIT	12,9%	23,5%	23,5%	13,7%	10,1%
Depreciaciones y Amort.	**$ 6.568**	**$ 5.207**	**$ 9.476**	**$ 10.706**	**$ 11.668**
Depreci. y Amort. / Ventas	11,5%	7,1%	10,3%	12,5%	14,2%
EBITDA	**$ 13.972**	**$ 22.471**	**$ 31.060**	**$ 22.386**	**$ 19.988**
Margen EBITDA	24,4%	30,6%	33,8%	26,2%	24,3%
- Impuestos	**-$ 1**	**-$ 2**	**-$ 3.118**	**-$ 2.606**	**-$ 1.861**
Impuestos / Ventas	0,0%	0,0%	3,4%	3,1%	2,3%
Tasa Impuestos			8,0%	34,0%	33,0%
- Incremento KTNO		**-$ 5.445**	**$ 1.862**	**$ 4.736**	**$ 5.279**
Incremento KTNO / Ventas		-7,4%	2,0%	5,5%	6,4%
- Capex	**-$ 974**	**-$ 3.154**	**-$ 27.300**	**-$ 8.931**	**-$ 8.556**
capex / Ventas	-1,7%	-4,3%	-29,7%	-10,5%	-10,4%
= FCL	**$ 12.997**	**$ 13.870**	**$ 2.504**	**$ 15.585**	**$ 14.849**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	$ 83.812	$ 87.164	$ 90.651	$ 94.277	$ 98.048	$ 101.970	$ 106.049
Crecimiento %	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CMV	-$ 57.830	-$ 56.657	-$ 58.923	-$ 61.280	-$ 63.731	-$ 66.280	-$ 68.932
Margen Bruto	31,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Gastos Operacionales	-$ 18.392	-$ 19.128	-$ 19.893	-$ 20.689	-$ 21.516	-$ 22.377	-$ 23.272
Gastos Oper. / Ventas	-21,9%	-21,9%	-21,9%	-21,9%	-21,9%	-21,9%	-21,9%
EBIT	$ 7.589	$ 11.379	$ 11.835	$ 12.308	$ 12.800	$ 13.312	$ 13.845
Margen EBIT	9,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Depreciaciones y Amort.	$ 13.410	$ 13.946	$ 14.504	$ 15.084	$ 15.688	$ 16.315	$ 16.968
Depreci. y Amort. / Ventas	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
EBITDA	$ 20.999	$ 25.326	$ 26.339	$ 27.392	$ 28.488	$ 29.628	$ 30.813
Margen EBITDA	25,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
- Impuestos	-$ 1.899	-$ 1.975	-$ 2.054	-$ 2.136	-$ 2.221	-$ 2.310	-$ 2.402
Impuestos / Ventas	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Tasa Impuestos	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
- Incremento KTNO	$ 996	$ 1.240	$ 1.290	$ 1.342	$ 1.395	$ 1.451	$ 1.509
Incremento KTNO / Ventas	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
- Capex	-$ 4.191	-$ 4.358	-$ 4.533	-$ 4.714	-$ 4.902	-$ 5.098	-$ 5.302
capex / Ventas	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
= FCL	$ 15.906	$ 20.233	$ 21.043	$ 21.884	$ 22.760	$ 23.670	$ 24.617
FCL / Ventas	19,0%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Crecimiento FCL	7,1%	27,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KTNO	$ 31.010,39	$ 32.250,81	$ 33.540,84	$ 34.882,47	$ 36.277,77	$ 37.728,88	$ 39.238,04
KTNO/VENTAS	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
INCREMENTO KTNO	$ 995,92	$ 1.240,42	$ 1.290,03	$ 1.341,63	$ 1.395,30	$ 1.451,11	$ 1.509,16

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $) - MDF

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Ingresos Operacionales	**$ 0**	**$ 13.197**	**$ 41.570**	**$ 51.560**	**$ 63.531**	**$ 77.471**	**$ 93.655**
Crecimiento %			$ 2	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0
CMV	**$ 0**	**-$ 9.898**	**-$ 28.268**	**-$ 33.514**	**-$ 41.295**	**-$ 50.356**	**-$ 60.876**
Margen Bruto	0,0%	25,0%	32,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
			185,6%	18,6%	23,2%	21,9%	20,9%
G Operacionales Administración			**-$ 2.114**	**-$ 2.560**	**-$ 2.688**	**-$ 2.822**	**-$ 2.963**
G Operacionales Ventas			**-$ 6.341**	**-$ 7.679**	**-$ 9.462**	**-$ 11.349**	**-$ 13.493**
Gastos Operacionales	**$ 0**	**-$ 1.980**	**-$ 8.455**	**-$ 10.239**	**-$ 12.150**	**-$ 14.171**	**-$ 16.456**
Gastos Oper. / Ventas	0,0%	-15,0%	-20,3%	-19,9%	-19,2%	-18,4%	-17,7%
EBIT	**$ 0**	**$ 1.320**	**$ 4.847**	**$ 7.807**	**$ 10.086**	**$ 12.944**	**$ 16.324**
Margen EBIT	0,0%	10,0%	11,7%	15,1%	15,9%	16,7%	17,4%
Depreciaciones y Amort.	**$ 0**	**$ 3.299**	**$ 9.702**	**$ 10.239**	**$ 12.150**	**$ 14.171**	**$ 16.456**
Depreci. y Amort. / Ventas		25,0%	23,3%	19,9%	19,1%	18,3%	17,6%
EBITDA	**$ 0**	**$ 4.619**	**$ 14.550**	**$ 18.046**	**$ 22.236**	**$ 27.115**	**$ 32.779**
Margen EBITDA	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
- Impuestos	**$ 0**	**-$ 198**	**-$ 727**	**-$ 1.171**	**-$ 1.513**	**-$ 1.942**	**-$ 2.449**
Tasa Impuestos	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
KNTO/Ventas		30,0%	30,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
- Incremento KTNO		**-$ 3.959**	**-$ 8.512**	**-$ 1.998**	**-$ 2.394**	**-$ 2.788**	**-$ 3.237**
Incremento KTNO / Ventas	0,0%	-30,0%	-20,5%	-3,9%	-3,8%	-3,6%	-3,5%
- Capex	**-$ 72.900**	**-$ 8.100**	**-$ 2.079**	**-$ 2.578**	**-$ 3.177**	**-$ 3.874**	**-$ 4.683**
capex / Ventas			-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
= FCL	**-$ 72.900**	**-$ 7.638**	**$ 3.232**	**$ 12.299**	**$ 15.152**	**$ 18.512**	**$ 22.411**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (Miles con punto, decimales con coma, moneda $) **A JUNIO 30 DE 2010**

La presente valoración de Tablemac S.A incluye las proyecciones para la empresa de Tableros incluyendo los efectos financieros de la nueva planta MDF.

Valoración	
VPN FCL	**61.395**
VPN Valor de Continuidad	**210.717**
= Valor de la Operación	272.111
+ Disponible e Inver. Temp.	3.860
+ Inversiones Permanentes	20
+ Cultivos en Desarrollo	6.157
= Valor Activos	282.148
(-) Pasivos Financieros	22.678
(-) Otros Pasivos	12.998
(-) Total Pasivos	35.676
= Equity	246.473
# Acciones	25.397.390.819
Precio Objetivo 2010	**9,7**
Ke	11,8%
Precio objetivo jun. 2011	**10,8**
precio actual	8,15
Upside	**33,1%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son reportes de valoración de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Programa Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/burkenroad.aspx
http://www.latinburkenroad.com/

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia - Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 ext. 9585