

Precio Actual: MXN 23.30

Precio Objetivo 12 meses: MXN 39.30

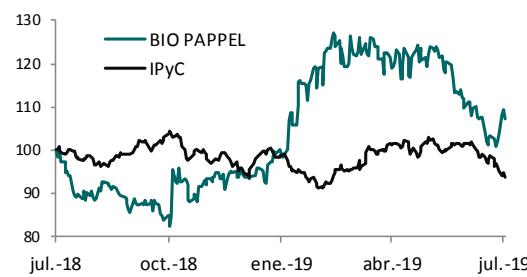
viernes, 26 de julio de 2019

Dinamismo en ventas resiente baja actividad económica, aunque margen EBITDA aumenta a nivel récord en el 2T19. Mantenemos precio objetivo a 12 m

Datos Clave

Clave Pizarra	PAPPEL* MM
Bolsa de valores	BMV
Página oficial	www.biopappel.com
Último precio	MXN 23.30
Precio objetivo (12 meses)	MXN 39.30
Rendimiento de últimos 12 meses	8.9%
Rango de precios (últimos 12 meses)	(27.69 - 17.93)
Rendimiento de dividendo esperado	0.0%
Rendimiento total esperado	68.7%
Acciones en circulación (millones)	290.0
Bursatilidad	Media
Valor de capitalización (millones)	USD 354.36
Valor de la empresa (millones)	USD 682.70
P/U (últimos 12 meses)	2.4x
P/VL	0.4x

Rendimiento 12 meses vs IPyC



	2016	2017	2018	2019e
Valuación				
P/U	-22.8x	6.5x	2.6x	2.5x
P/VL	0.6x	0.6x	0.4x	0.4x
Rentabilidad				
Margen EBITDA	12.6%	10.5%	15.1%	17.5%
Margen Operativo	17.2%	14.9%	19.9%	20.6%
Margen Neto	-1.6%	4.3%	8.5%	9.9%
ROE	-3.1%	9.2%	18.5%	19.0%
Apalancamiento				
Deuda neta / EBITDA	1.7x	1.7x	0.9x	1.1x

	Estimados (MXN) millones			
Ventas Netas	21,862	23,902	26,452	27,520
Var. %	+9.3%	+10.7%	+4.0%	
Utilidad Operativa	2,756	2,508	4,000	4,803
Var. %	-9.0%	+59.5%	+20.1%	
EBITDA	3,756	3,557	5,255	5,678
Var. %	-5.3%	+47.7%	+8.1%	
Utilidad Neta	-353	1,039	2,253	2,737
Var. %	N.A.	+116.8%	+21.5%	

Calificación crediticia	HR Ratings
Largo plazo	HR AA (grado de inversión)
Corto plazo	HR 1
Perspectiva	Estable

Fuente: Prognosis con base en Bio PAPPEL, Bloomberg LP y HR Ratings

N.A.: no aplica

- Ventas resienten el bajo dinamismo económico local.** En 2T19/2T18: Las ventas cayeron -5.5%. Los embarques a terceros fueron de 398 mil toneladas en 2T19, que comparan con las 451 mil toneladas del 2T18. El EBITDA brincó de manera importante +23.6%, con un margen récord de 23.2%.
- Sólido perfil crediticio.** La razón de Deuda Neta a EBITDA cierra el 2T19 en un saludable 1.0X, a pesar de la adquisición del 55% de *US Corrugated* en EUA.
- Registra una **utilidad neta** de 804 mdp, saltando +227.7% a/a.
- Revisamos estimaciones 2019.** Prevemos un crecimiento en ventas de +4.0%, dado un ambiente económico en México de desaceleración. Sin embargo, anticipamos una mejora general en los márgenes respecto a los observados en 2018. El margen EBITDA se estabilizaría alrededor de 20.6% en 2019. Así, proyectamos una generación de flujo operativo de alrededor de 5,678 mdp.
- Valuación y Precio Objetivo.** El P/VL actual es 0.4X. Usando un múltiplo de 0.61X, (superior a la historia reciente, pero que refleja el menor riesgo crediticio de la emisora) y nuestra estimación de valor en libros del 2T20, llegamos a un Precio Objetivo de 39.30 ps. Antes de la transacción de SCRIBE, sin embargo, el mercado llegó a pagar un múltiplo P/VL de hasta 0.75X, reconociendo la capacidad de generación de flujo de la empresa. El P/U conocido es de 2.4X, mientras el valor teórico que arroja nuestro modelo de DCF es mayor a 40 pesos.
- Riesgos:** Económico, de competencia desleal, y de ejecución.

Resultados 2T19

Resumen del estado de resultados

Cifras en millones de pesos

	Cifras desacumuladas		
	2T19	2T18	Variación anual
Ventas totales	6,595	6,976	-5.5%
Costos de ventas	4,948	5,633	-12.1%
Utilidad bruta	1,647	1,343	+22.6%
<i>Margen bruto</i>	25.0%	19.3%	+571 pb
Gastos de operación	404	389	+3.9%
Utilidad operativa	1,243	954	+30.2%
<i>Margen operativo</i>	18.8%	13.7%	+516 pb
UAFIRDA	1,530	1,237	+23.6%
<i>Margen UAFIRDA</i>	23.2%	17.7%	+546 pb
Costo de financiamiento	270	493	-45.1%
Resultado antes de impuestos	1,179	458	+157.4%
Resultado neto consolidado	804	245	+227.7%
<i>Margen neto</i>	12.2%	3.5%	+867 pb
Resultado integral consolidado	769	389	+97.8%

Fuente: BIO PAPPEL

Ventas. Las ventas netas cayeron -5.5% en el 2T19 vs 2T18, sumando 6,595 millones de pesos (mdp). El volumen de embarques a terceros fue de 398 mil toneladas en 2T19, que comparan con las 451 mil toneladas del 2T18. “Debido a una mayor venta de productos de mayor valor agregado el precio de venta promedio subió un +7.0% a 16,551 pesos por mayor venta de cajas corrugadas, sacos multicapa y cuadernos”.

Costo de ventas. Por su parte, los costos de ventas cayeron -12.1% anual, en menor medida de lo que crecieron las ventas netas. Esto resultó en un incremento del margen bruto de 25.0% en el 2T19, mayor que el 19.3% en 2T18.

Gastos operativos. Los gastos operativos avanzaron +3.9% a/a, representando el 6.1% de las ventas en el 2T19.

EBITDA. Por otra parte, el EBITDA ganó +23.6% a/a, a 1,530 mdp en 2T19, con lo que el margen EBITDA también mejoró a 23.2%, desde 17.7% hace un año. La utilidad de operación creció +30.2% a/a.

Utilidad neta. La utilidad neta sumó 804 mdp, un brinco sustancial de +227.7% a/a.

Visión 2019

Estimamos que, en 2019, PAPPEL alcanzará ventas por alrededor de 27,520 millones de pesos, +4.0% por arriba del 2018. Detrás de este pronóstico se encuentran un menor dinamismo esperado en la economía mexicana y a nivel global.

Por el lado de la estructura de costos, anticipamos una mejora de los márgenes operativos. Pronosticamos que el margen EBITDA mejorará moderadamente a 20.6% en 2019, desde 19.9% en 2018. Así, esperamos una generación de flujo operativo de 5,678 mdp.

Esperamos una utilidad neta consolidada de 2,737 mdp, un crecimiento de +21.5% respecto a 2018.

Por último, anticipamos que el apalancamiento se mantenga alrededor de niveles actuales, dadas las inversiones por mantenimiento y otras que la compañía tiene contempladas para 2019.

Valuación. Creemos que el precio actual de los títulos subvalora la capacidad de generación de flujo libre de efectivo de la emisora en el largo plazo.

Precio Objetivo 12-meses: 39.3 pesos

El P/BV que asigna el mercado hoy a Pappel es de 0.41X, un castigo importante respecto a valuaciones recientes (entre 0.65-0.70 veces), quizás relacionado con la poca visibilidad de la acción y el incremento en el riesgo país, juzgado por los diferenciales crediticios de la deuda soberana mexicana.

En nuestra opinión este castigo es injustificado, dado el perfil crediticio de la empresa (Grado de Inversión asignado por HR) y su alentadora perspectiva en el mediano plazo.

Usando un múltiplo de 0.61X, y nuestra estimación de valor en libros que anticipamos para el 2T20 (64.10 pesos), llegamos a un Precio Objetivo de 39.30 ps por acción, un rendimiento potencial atractivo respecto al precio de hoy de 23.30 ps.

Es oportuno recordar que antes de la transacción de SCRIBE, el mercado llegó a pagar un múltiplo P/VL de hasta 0.75X por Pappel*, reconociendo la capacidad de generación de flujo de la empresa.

Por último, el valor teórico que arroja nuestro modelo de DCF es mayor a 40.00 pesos, con supuestos relativamente conservadores de flujo operativo y de costo de capital promedio.

BIO PAPPEL. Mayor productor integrado de papel en México. Produce papeles cafés, blancos, papel periódico, empaques de cartón corrugado, papel bond cortado para copias e impresión, cuadernos, sacos y otros productos de papel. Opera 41 plantas industriales y 13 centros de recolección de fibras recicladas en México, Estados Unidos y Colombia. Su capacidad de producción es de 3.2 millones de toneladas anuales. Es el líder en bio-sustentabilidad, reciclaje de papel y producción 100% bio-degradable de productos reciclables y reciclados.

Evento relevante

Bio PAPPEL adquiere U.S. CORRUGATED INC, integrando verticalmente sus operaciones en EUA y duplicando su tamaño en ese país

- **Aunque se desconocen los detalles de la operación, a nuestro juicio, la transacción tiene buen sentido estratégico en el ramo de mayor valor agregado del sector**

En la sesión del 24 de junio, Bio PAPPEL anunció que a través de McKinley Paper Company, su subsidiaria en EUA, adquirió el control mayoritario (55%) de la empresa papelera U.S. CORRUGATED INC. y de sus subsidiarias. Por el momento, no se han dado a conocer los detalles de la transacción.

Según información de la administración, la adquisición le permitirá a Bio PAPPEL lo siguiente: 1) Duplicar el tamaño de sus operaciones en EUA, consolidando su presencia en este país, 2) Propiciar el crecimiento orgánico de la empresa, enfocándose en productos de mayor valor agregado y 3) Incrementar las opciones de exportación de México a EUA, “apoyados en su nueva red de distribución”.

“U.S. Corrugated Holdings, Inc. es una empresa líder en la fabricación de empaques y envases de papel en los Estados Unidos y opera una red de producción y distribución con modernas plantas industriales en California, Georgia, Indiana y New Jersey, así como dos plantas más en la frontera de EUA-México localizadas en Tijuana y Mexicali, B.C., siendo un importante consumidor de papel, lo que permitirá una eficiente integración e importantes sinergias con nuestra empresa **McKinley Paper Company** que opera dos fábricas de papel en Nuevo México y en el Estado de Washington, cuya producción de papel se vendía en el mercado abierto y ahora se integrará directamente a la nueva empresa, lo que se traducirá en una mayor eficiencia y estabilidad de sus operaciones en ese país. Bio PAPPEL tiene el derecho de adquirir el 45% restante de esta compañía al quinto aniversario”.

Esta adquisición refleja el buen perfil financiero de Bio PAPPEL, cuya razón de deuda neta a EBITDA al cierre del 1T19 es de solamente 0.8X.

Es importante mencionar que, de acuerdo con la información publicada por la compañía en su reporte anual del 2018, McKinley Paper Company tendría una capacidad de producción inicial de 250 mil toneladas. Por su parte, Bio PAPPEL tendría actualmente la capacidad de producir un total de 3.3 millones de toneladas de papel.

BIO PAPPEL

Resumen del Estado de Resultados (MXN mn)

	2016	2017	2018	2019e
Ventas	21,862	23,902	26,452	27,520
Costos de ventas	17,617	20,024	20,851	21,020
Utilidad bruta	4,245	3,878	5,601	6,501
<i>Margen bruto</i>	19.4%	16.2%	21.2%	23.6%
Gastos de operación	1,489	1,369	1,601	1,698
<i>Gastos de operación / ventas</i>	6.8%	5.7%	6.1%	6.2%
EBITDA	3,756	3,557	5,255	5,678
<i>Margen EBITDA</i>	17.2%	14.9%	19.9%	20.6%
Utilidad de operación	2,756	2,508	4,000	4,803
<i>Margen operativo</i>	12.6%	10.5%	15.1%	17.5%
Otros gastos	47	98	0	-311
Costo de financiamiento	2,406	1,007	979	922
Utilidad antes de impuestos	306	1,405	3,028	4,191
<i>Impuestos totales</i>	1,114	366	775	1,268
<i>Tasa ISR</i>	363.7%	26.1%	25.6%	30.3%
Utilidad neta consolidada	-353	1,039	2,253	2,737
<i>Crecimiento en ventas</i>	+28.8%	+9.3%	+10.7%	+4.0%
<i>Crecimiento en utilidad operativa</i>	+51.9%	-9.0%	+59.5%	+20.1%
<i>Crecimiento en EBITDA</i>	+50.1%	-5.3%	+47.7%	+8.1%
<i>Crecimiento en utilidad neta</i>	N.A.	N.A.	+116.8%	+21.5%

Resumen del Balance General (MXN mn)

	2016	2017	2018	2019e
Activo total	27,491	28,212	29,829	35,727
Pasivo total	16,211	16,008	15,410	18,639
Capital contable	11,280	12,204	14,419	17,089

Otros rubros e indicadores

	2016	2017	2018	2019e
Número de acciones (millones)	290.0	290.0	290.0	290.0
Dividendos/acción	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo operativo (EBITDA) por acción	13.0	12.3	18.1	19.6
Rendimiento sobre capital (ROE)	-3.1%	9.2%	18.5%	19.0%
EV / EBITDA	3.5	3.6	2.0	2.3
Utilidad neta por acción	-1.1	3.6	7.8	9.4
Valor en libros por acción	38.9	42.1	49.7	58.9
P/U (12 meses)	-22.8x	6.5x	2.6x	2.5x
P/VL	0.6x	0.6x	0.4x	0.4x

Fuente: Prognosis con datos de Bio PAPPEL y Bloomberg LP

Cifras en millones de pesos nominales, excepto razones financieras y número de acciones; UPA en pesos nominales

N.A.: no aplica

BIO PAPPEL

Precio Actual: MXN 23.30

Precio Objetivo 12 meses: MXN 39.30



Reporte Trimestral 2T19

viernes, 26 de julio de 2019



Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- Más de 30 años de experiencia directa analizando valores de deuda y de capital
- Reportes y promoción de títulos en colocación primaria y del mercado secundario
- Sólido equipo de analistas con experiencia en Wall Street, la "City", América Latina y México
- Líder en cobertura de empresas medianas y pequeñas
- Reconocido proveedor independiente de proyecciones económicas y financieras

Carlos Fritsch
cfritsch@prognosismex.com

Mauricio Tavera
mtavera@prognosismex.com

Rubí Grajales
rgrajales@prognosismex.com

+52 (55) 5202 9964
+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901
Col. Lomas de Chapultepec 11000
México D.F.

Información relevante sobre Prognosis, sus analistas y este reporte

La empresa Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) ha sido aprobada por la BMV para actuar como Analista Independiente y está sujeta a lo dispuesto por el Reglamento Interior de la BMV. Dicha aprobación en ningún momento implica que la empresa Prognosis ha sido autorizada o supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Socios, analistas y todo el personal que labora en Prognosis, declara: (1) tener solvencia moral tanto, en nuestra actividad profesional como en la personal; (2) cumplir con los criterios de independencia que señala el Reglamento interior de la BMV, que entre otros incluye en que no incurrimos en labores de corretaje de emisora alguna y tampoco relación de negocios con dichas emisoras; (3) apego y cumplimiento en todo momento a los Códigos de Ética Profesional de la comunidad Bursátil Mexicana y de Prognosis; (4) estar libre de conflictos de interés patrimonial o económico respecto de las emisoras a las cuales cubrimos.

Nosotros, Carlos Fritsch y Mauricio Tavera certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo certificamos que no hemos recibido, ni recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento. Los analistas que prepararon este reporte no tienen posiciones en los valores mencionados. Los analistas fundamentales involucrados en la elaboración de este documento reciben compensaciones basadas en la calidad y precisión de este reporte y factores competitivos.

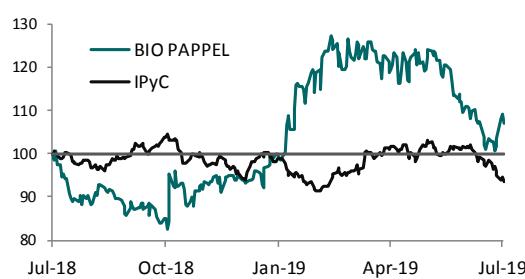
El precio objetivo incluido en este reporte refleja el desempeño esperado de la acción en un período específico de tiempo. Este desempeño podría estar relacionado con el método de valuación y con otros factores. El método fundamental de valuación utilizado por Prognosis se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas de análisis financiero que pueden incluir valuación por múltiplos, flujos de efectivo descontados (DCF), suma de partes, valor de liquidación y cualquier otra metodología apropiada para el caso particular. Otros factores incluyen flujo de noticias generales o específicas de la compañía, percepción de inversionistas del momento adecuado para invertir, operaciones de fusiones y adquisiciones y el apetito del mercado en industrias específicas, entre otros. Alguno o todos estos factores pueden llevar a una recomendación contraria a la indicada por la simple valuación fundamental. Asimismo, las proyecciones incluidas en este reporte están basadas en supuestos que pueden o no cumplirse. Rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros. Actualizaciones constantes pueden ser realizadas para cualquier emisora dependiendo de la periodicidad de eventos, anuncios, condiciones de mercado o cualquier otra información pública.

Este reporte está basado en información pública y fuentes que se consideran fidedignas; no se garantiza la precisión, veracidad o exhaustividad de dicha información. La información y las opiniones dentro de este reporte no constituyen una oferta para comprar o vender ni una invitación para hacer una oferta para comprar o vender cualquier valor u otro instrumento financiero. Este documento no provee asesoría personalizada y no toma en consideración estrategias y objetivos específicos de inversión, situación financiera, o necesidades particulares de cualquier persona que pueda recibir este reporte. El destinatario de este reporte debe tomar sus propias decisiones y considerarlo como un factor entre muchos en su toma de decisiones.

Sales dynamism suffers from low economic activity, although EBITDA margin hits a record high in 2Q19. We reiterate our 12 m target price

Key Data	
Local Ticker	PAPPEL* MM
Exchange	BMV
Official Website	www.biopappel.com
Last price	MXN 23.30
Target price (Estimated fair value)	MXN 39.30
Last 12-month return	8.9%
Last 12-month price range (MXN)	(27.69 - 17.93)
Expected dividend yield	0.0%
Total expected return	68.7%
Shares outstanding (millions)	290.0
Marketability	Medium
Market capitalization (USD millions)	USD 354.36
Enterprise value (USD millions)	USD 682.70
P/E (TTM)	2.4x
P/BV	0.4x

12M Return vs IPyC



	2016	2017	2018	2019f
Valuation				
P/E	-22.8x	6.5x	2.6x	2.5x
P/BV	0.6x	0.6x	0.4x	0.4x
Profitability				
Operating margin	12.6%	10.5%	15.1%	17.5%
EBITDA margin	17.2%	14.9%	19.9%	20.6%
Net margin	-1.6%	4.3%	8.5%	9.9%
ROE	-3.1%	9.2%	18.5%	19.0%
Leverage				
Net debt / EBITDA	1.7x	1.7x	0.9x	1.1x
Estimates (MXN million)				
Net sales	21,862	23,902	26,452	27,520
YoY%	+9.3%	+10.7%	+4.0%	
Operating income	2,756	2,508	4,000	4,803
YoY%	-9.0%	+59.5%	+20.1%	
EBITDA	3,756	3,557	5,255	5,678
YoY%	-5.3%	+47.7%	+8.1%	
Net income	-353	1,039	2,253	2,737
YoY%	n.m.	+116.8%	+21.5%	

Credit Rating	HR Ratings
Long Term	HR AA (investment grade)
Short Term	HR 1
Outlook	Stable

Source: Prognosis based on Bio PAPPEL, Bloomberg LP and HR Ratings
n.m.: not meaningful

- **Sales were affected by the weak economic dynamism.** In 2T19/2T18: Sales slid -5.5% y/y, Shipments reached 398 tons in 2Q19, below the 451 tons recorded in 2Q18. EBITDA jumped +23.6% y/y, a margin of 23.3%.
- **Solid credit profile.** The Net Debt to EBITDA ratio closed the second quarter at 1.0X, despite the acquisition of US Corrugated.
- **Net profit reached 804 million pesos (mp), +227.7% y/y.**
- **2019 forecasts.** We expect revenues to grow +4.0%, given an expected weak local economic environment in 2019. However, we also estimate a moderate improvement in operating margins from those observed in 2018. The EBITDA margin would stabilize around 20.6% in 2019. Thus, we forecast an EBITDA generation of 5,678 mp.
- **Valuation and Target Price.** The P/BV that the market assigns to Pappel today is 0.4X. Using a multiple of 0.61X (higher than that of recent records, although it reflects a lower credit risk profile) and our estimated 2Q20 book value, we reach a target price of 39.30 pesos. Before the SCRIBE transaction, the market came to pay a P/BV multiple of up to 0.75X, recognizing the company's EBITDA generation capacity. The theoretical value of our DCF model is higher than 40 pesos.
- **Risks:** Economic, unfair competition, and execution.

2Q19 Results

Summary of the income statement

MXN millions

	Non-accumulated data		
	2Q19	2Q18	YoY Change
Revenue	6,595	6,976	-5.5%
COGS	4,948	5,633	-12.1%
Gross profit	1,647	1,343	+22.6%
<i>Gross margin</i>	25.0%	19.3%	+571 bp
SG&A	404	389	+3.9%
Operating profit	1,243	954	+30.2%
<i>Operating margin</i>	18.8%	13.7%	+516 bp
EBITDA	1,530	1,237	+23.6%
<i>EBITDA margin</i>	23.2%	17.7%	+546 bp
Comprehensive financing cost	270	493	-45.1%
Earnings before taxes	1,179	458	+157.4%
Net profit	804	245	+227.7%
<i>Net margin</i>	12.2%	3.5%	+867 bp
Comprehensive result	769	389	+97.8%

Source: BIO PAPPEL

Sales. Net sales fell -5.5% in 2Q19 vs. 2Q18, totaling 6,595 million pesos (mp). The volume of shipments reached 398 tons in 2Q19, below the 451 tons recorded in 2Q18. "Due to a greater sale of products with greater added value, the average sale price rose + 7.0% to 16,551 pesos due to the higher sale of corrugated boxes, multilayer bags and notebooks."

COGS. On the other hand, sales costs fell -12.1% annually, to a lesser extent than net sales grew. This resulted in a 25.0% gross margin increase in 2Q19, greater than 19.3% in 2Q18.

Operating expenses. Operating expenses also grew +3.9% y/y, representing 6.1% of sales in 2Q19.

EBITDA. On the other hand, EBITDA gained + 23.6% y / y, to 1,530 million pesos in 2Q19, with which the EBITDA margin also improved to 23.2%, from 17.7% a year ago. Operating income grew +30.2% y/y.

Net profit. Net income totaled 804 million pesos, a substantial jump of + 227.7% y/y.

2019 Outlook

We believe that PAPPEL will reach sales of 27,520 million pesos (mp) in 2019, +4.0% higher than the sales in 2018. Behind this forecast, there is a low expected activity in the Mexican economy and around the world.

We anticipate stable operating margins in 2019. We forecast that the EBITDA margin will rise moderately to 20.6% in 2019, from 19.9% in 2018. Thus, we expect a generation of operating cash flow of 5,678 mp.

We forecast consolidated net profit of 2,737 mp, an increase of +21.5% vs 2018.

Finally, we anticipate that leverage will remain around current levels, given the investments for maintenance and CAPEX that the company has contemplated for 2019.

Valuation: The current stock price undervalues the company's long-term-cash-flow-generation potential, in our opinion

2019 target price: 39.3 pesos

The P/BV that the market assigns today to Pappel is about 0.4X, an undervaluation considering historic valuations (between 0.65x-0.70x), perhaps related to the low visibility of the shares and a recent increase in the risk perception of Mexico as measured by CDS on Mexican sovereign debt.

In our opinion, this undervaluation is unjustified, given the credit profile of the company and its promising outlook in the medium term.

Using a multiple of 0.61X, and our 2Q20 estimated book value (64.10 pesos), we reached a target price of 39.30 pesos per share, an attractive potential return over today's price.

It is appropriate to remember that before the SCRIBE transaction, the market came to pay a P/BV multiple of 0.75X, recognizing the cash flow generation capacity of the company.

Finally, the theoretical value of our DCF model is more than 40.00 pesos, with relatively conservative assumptions for operating cash flows and the average cost of capital.

BIO PAPPEL. Largest integrated paper producer in Mexico. It produces brown, white paper, newsprint, corrugated cardboard, bonded paper for copying and printing, notebooks, sacks and other paper products. It operates 41 industrial plants and 13 recycled fiber collection centers in Mexico, the United States and Colombia. Its production capacity is 3.2 million tons per year. It is the leader in bio-sustainability, paper recycling and 100% bio-degradable production of recyclable and recycled products.

Relevant Event

Bio PAPPEL completed the acquisition of U.S. CORRUGATED INC, integrating vertically its operations in the US and doubling its size in that country

- **Even if the details of the operation are still unknown, in our opinion, the transaction has good strategic sense and falls in the higher value-added sector of the paper industry**

On June 24, 2019, Bio PAPPEL announced the acquisition of the majority control (55%) of the paper company U.S. CORRUGATED INC and its subsidiaries. At the moment, the details of the transaction have not been disclosed.

According to information from the management, the acquisition will enable Bio PAPPEL to: 1) Double the size of its operations in the US, consolidating its presence in this country, 2) Boost organic growth in the company, focusing on products of higher added value and 3) Increase export options from Mexico to the US, "supported by its new distribution network".

"**U.S. Corrugated Holdings, Inc.** is a leading company in the production of packages and packaging paper in the United States. The company operates a production and distribution network with modern industrial plants in California, Georgia, Indiana, New Jersey and two more plants in the US-Mexico border, located in Tijuana and Mexicali, BC. U.S. Corrugated Holdings, Inc. is also an important paper consumer, which will allow the efficient integration and important synergies with our other company **McKinley Paper Company** that operates two paper mills in New Mexico and the State of Washington, whose paper production was sold on the open market and will now be directly integrated into the new company, which will translate into greater efficiency and stability of its operations in the U.S. Bio PAPPEL has the right to acquire later the remaining 45% of this company".

This acquisition reflects the good credit profile of Bio PAPPEL, whose net debt to EBITDA ratio is only 0.8X at the end of 1Q19.

It is important to mention that according to the information released by the company in its 2018 annual report, McKinley Paper Company would have an initial production capacity of 250 thousand tons. For its part, Bio PAPPEL would currently have the capacity to produce a total of 3.3 million tons of paper.

BIO PAPPEL

Income Statement Highlights (MP mn)

	2016	2017	2018	2019f
Revenue	21,862	23,902	26,452	27,520
COGS	17,617	20,024	20,851	21,020
Gross profit	4,245	3,878	5,601	6,501
<i>Gross margin</i>	19.4%	16.2%	21.2%	23.6%
SG&A	1,489	1,369	1,601	1,698
<i>SG&A as % of sales</i>	6.8%	5.7%	6.1%	6.2%
EBITDA	3,756	3,557	5,255	5,678
<i>EBITDA margin</i>	17.2%	14.9%	19.9%	20.6%
Operating income	2,756	2,508	4,000	4,803
<i>EBIT margin</i>	12.6%	10.5%	15.1%	17.5%
Other expenses	47	98	0	-311
Comprehensive financial result	2,406	1,007	979	922
EBT	306	1,405	3,028	4,191
Taxes	1,114	366	775	1,268
<i>Effective tax rate</i>	363.7%	26.1%	25.6%	30.3%
Consolidated net income	-353	1,039	2,253	2,737
<i>Growth in revenues, YoY</i>	+28.8%	+9.3%	+10.7%	+4.0%
<i>Growth in operating income, YoY</i>	+51.9%	-9.0%	+59.5%	+20.1%
<i>Growth in EBITDA, YoY</i>	+50.1%	-5.3%	+47.7%	+8.1%
<i>Growth in net income, YoY</i>	n.m.	n.m.	+116.8%	+21.5%

Balance sheet highlights (MP mn)

	2016	2017	2018	2019f
Total assets	27,491	28,212	29,829	35,727
Total liabilities	16,211	16,008	15,410	18,639
Equity	11,280	12,204	14,419	17,089

Other items and ratios

	2016	2017	2018	2019f
Shares outstanding (millions)	290.0	290.0	290.0	290.0
Dividends / share	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA / share	13.0	12.3	18.1	19.6
ROE	-3.1%	9.2%	18.5%	19.0%
EV / EBITDA	3.5	3.6	2.0	2.3
EPS	-1.1	3.6	7.8	9.4
Book value per share	38.9	42.1	49.7	58.9
P/E	-22.8x	6.5x	2.6x	2.5x
P/BV	0.6x	0.6x	0.4x	0.4x

Source: Prognosis, Bio PAPPEL and Bloomberg LP

Figures in millions of MX\$, except ratios and shares outstanding; EPS in MX\$

n.m.: not meaningful

BIO PAPPEL

Current price: MXN 23.30

12-month Target Price: MXN 39.30



Quarterly Report 2Q19

Friday, July 26, 2019



Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- Over 30 years of direct experience analyzing debt and equity securities
- IPO and secondary market reports and promotion
- Solid team of analysts with experience in Wall Street, the "City", Latin America and Mexico
- Leader in the coverage of medium and small sized companies
- Renown independent provider of economic and financial forecasts

Carlos Fritsch
cfritsch@prognosismex.com

Mauricio Tavera
mtavera@prognosismex.com

Rubi Grajales
rigrajales@prognosismex.com

+52 (55) 5202 9964
+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901
Col. Lomas de Chapultepec 11000
México D.F.

Relevant information on Prognosis, its analysts and this report

The company Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) has been approved by the BMV (Mexican Stock Exchange) to act as an Independent Analyst and it is subject to the norms of the Internal Bylaws of the BMV. Such an approval by no means implies that Prognosis has been authorized or is supervised by the National Banking and Securities Commission (Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

The partners, analysts and the entire staff of Prognosis, represent that: (1) we are morally solvent, both in our professional activity and at a personal level; (2) we comply with the independence criteria indicated by the internal rules of the BMV, which among other criteria includes that we do not engage in brokerage activities for any issuer, and neither do we have a business relationship with said issuers; (3) we conform and comply at all times with the Professional Ethics Codes of the Mexican Stock Exchange community and Prognosis; (4) we are free of conflicts of patrimonial or economic interest with regard to the issuers we cover.

We, Carlos Fritsch and Mauricio Tavera certify that the opinions stated in this document are a faithful reflection of our personal opinion on the company(ies) or business(es) that are the subject of this report, its affiliates and/or the securities it has issued. Likewise, we certify that we haven't received, we don't receive and we will not receive any direct or indirect compensation whatsoever in exchange for stating any opinion on any specific regard in this document. The analysts who prepared this report have no positions in the aforementioned securities. The fundamental analysts involved in the preparation of this document receive compensations based on the quality and accuracy of this report and competitive factors.

The target price included in this report reflects the forecasted performance of the shares in a specific period. This performance may be related to the valuation method and other factors. The fundamental valuation method used by Prognosis is based in a combination of one or more generally accepted financial analysis methodologies that may include valuation using multiples, discounted cash flows (DCF), sum of the parts, liquidation value and any other methodology that may be adequate for each particular case. Other factors include the flow of general or specific news on the company, the perception of the investors regarding the right moment to invest, merger and acquisition operations and the appetite of the market in specific industries, among others. Any of these factors, or all of them combined, may lead to a recommendation that contradicts the one prescribed by the fundamental valuation on its own. Likewise, the fore-casts included in this report are based on assumptions that may or not be realized. Past returns do not guarantee future returns. Constant updates may be published by any issuer depending on the frequency of the events, announcements, market conditions or any other public information.

This report is based on public information and sources considered trustworthy; we do not guarantee the accuracy, truthfulness or thoroughness of said information. The information and opinions in this report do not constitute an offer to buy or sell nor an invitation to make an offer to buy or sell securities or any other financial instrument. This document does not provide personalized advice and it doesn't take into consideration specific investment strategies and goals, financial situation, or particular needs of any person that may receive the report. The recipient of this report shall make his/her own decisions and consider it as a factor among many others in their decision making.