

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
Dirección de Informes Financieros y Contables
C/ Serrano, 47
28001 MADRID

Madrid, 9 de julio de 2013

Muy señores nuestros:

En relación a la obligación, incorporada en el folleto informativo de lanzamiento de OPV, a informar sobre la valoración de las acciones de nuestra sociedad, cada año, les resumimos los datos y criterios más relevantes de la valoración para el 2012. El trabajo ha sido realizado por el Ingeniero Agrónomo D. José Luis González García de Ángela Colegiado nº 2054 del Ilustre Colegio Oficial de Ingenieros Agrónomos de Centro y Canarias.

Informe de Valoración. Año 2012

1.-Descripción de la Sociedad y Objeto

BOSQUES NATURALES DEL MEDITERRÁNEO 1, es una Sociedad Comanditaria por Acciones, constituida el 19 de octubre de 1998 por tiempo limitado (26 años desde su constitución). La Sociedad centra su actividad en transformar una finca agrícola de su propiedad, ubicada en Arenys de l'Ampurda, en el norte de Gerona, con una superficie cultivable de 68,5 hectáreas útiles, en una Plantación Agroforestal organizada de **23.648** árboles de frondosas nobles de alto valor económico, en la que se aplican técnicas agronómicas dirigidas al cultivo intensivo de los citados árboles de frondosas nobles.

El objeto de este informe es valorar las 869.463 acciones de clase C, que constituyen el 98,86 % del capital social de la Sociedad, cuyo valor nominal es de 6,01€ (seis euros y un céntimo de euro) y de forma similar las 992 acciones (novecientas noventa y dos) de clase B, con valor nominal de 60,10 euros (sesenta euros con diez céntimos de euro). No es objeto de este documento, la valoración las 8 (ocho) acciones clase A con valor nominal de 60,10 euros/ acción (sesenta euros con diez céntimos de euro/acción)

Valoración de las acciones

Se valorarán las acciones de la empresa siguiendo los siguientes criterios

- a) El criterio liquidativo (tal y como se sugiere en el propio folleto de emisión de la OPV), analizando el valor inmediato de venta de activos y cancelando deuda.
- b) El mismo caso anterior, pero con la salvedad de actualizar los valores de mercado de la superficie agrícola con la mejora de la explotación, de secano a regadío, con un valor de mercado superior.
- c) El criterio de flujos de caja futuros descontados, que entendemos está más acorde con el valor razonable de la acción. Se tratará de calcular, trayéndolo a presente, el valor de la madera a la corta al cabo de los 25 años de plantación, es decir en 2023, salvo variación en fechas por decisiones de la JGO de la sociedad o por razones de fuerza mayor. Se requerirá de un modelo predictivo (tanto para el volumen de madera por especie como para el precio) y una tasa de actualización adecuada al riesgo de la inversión.

Hechos a reseñar

1. Sobre los beneficios operativos de la Sociedad.

La Sociedad incurrirá progresivamente en gastos de mantenimiento de las plantaciones forestales, estando obligados en mantener la explotación acorde a los niveles de cantidad y calidad, en principio exigibles a la madera que va a cortarse. Los trabajos de adecuación del terreno se consideran activados y se reflejan en un mayor valor en el Capítulo de Terrenos y Bienes Naturales; los trabajos de Asesoría técnica (Servicios exteriores en general) van contra la cuenta de Pérdidas y Ganancias, constituyendo junto con la amortización de las instalaciones técnicas, la mayor partida de gasto. Estas partidas de gastos solo pueden verse compensadas apreciablemente por el rendimiento del producto financiero a largo plazo que constituirá la partida de ingresos más significativa de la compañía. En consecuencia, la Sociedad no incurrirá en beneficios o pérdidas significativos durante su vida útil (en todo caso, pérdidas ligeras) compensadas con beneficios limitados en el transcurso de la explotación. La principal conclusión obtenible de este primer comentario es que la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa resulta irrelevante, hasta el año final de la corta, en la valoración de las acciones.

2. Sobre el valor liquidativo.

En el balance de situación de la compañía, se reflejan tanto los activos en forma de terrenos y plantaciones como los activos financieros. Sobre estos activos financieros se asumirá que son liquidables en el mercado, al menos por el valor que se recoge en el balance de situación, dado que se sigue el principio de prudencia contable y quedan registrados al menor valor entre el coste de adquisición y el valor de mercado.

3. Sobre derechos de acciones preferentes.

Hay que tener en cuenta que las acciones de clase B incorporan el derecho de cobro del 10% del excedente el año de liquidación de la sociedad. Esto quiere decir que, para el cálculo del valor razonable de las acciones tipo C, hay que detraer el 10% del resultado positivo.

Valoración liquidativa

Partiendo de las cuentas auditadas de la empresa (Balance de Situación de la Sociedad y Resultados de la Explotación) del año **2012**, se obtiene un valor total del activo de **4.502.834,46 €** (cuatro millones quinientos dos mil ochocientos treinta y cuatro euros con cuarenta y seis céntimos de euro).

No se observan activos de difícil liquidación. El activo no corriente sigue el principio de coste histórico, más los trabajos realizados sobre los terrenos para el cultivo y para mejorar su productividad. Se asume que el importe pagado por dichos trabajos, que se encuentra activado dentro del capítulo de Terrenos y Bienes Naturales, contribuye realmente al incremento de su valor. Debe tenerse en cuenta que la propia revalorización de terreno en sí no se tiene en cuenta. Consideramos por tanto este como un valor razonable de venta de activos. Las mejoras iniciales de infraestructuras y de instalaciones, según obligación del socio colectivo responsable del mantenimiento y conservación se entienden repuestas en plazo y forma y en pleno funcionamiento hasta la liquidación final a la corta.

Pasivos reales existen tan sólo bajo el epígrafe de Acreedores comerciales, por valor de **240,67 €** negativos (menos doscientos cuarenta euros con sesenta y siete céntimos de euro)

El valor neto liquidativo es, por tanto de **4.801.903,44 €** (cuatro millones ochocientos un mil novecientos tres euros con cuarenta y cuatro céntimos de euro). Como la enajenación de activos se supone se realiza a valor en libros, no existiría beneficio asociado y, por tanto, el impacto en el Impuesto de Sociedades es nulo.

La posibilidad de vender en el mercado la madera recolectable en la actualidad, es muy escasa; el principio de prudencia aconseja no considerar el incremento de valor liquidativo por la venta de la madera (quien comprara los terrenos a la Sociedad haría mejor dejando crecer los árboles).

Como ejemplo de la escasa contribución económica de la corta inmediata, si se considerara la venta de toda la producción en este año (evaluando volúmenes por árbol de alrededor de 0,0912 m³ de **21.798** árboles valorables y tomando los precios promedio del año 2012, de pulpa para *hortifibra* 8,5 euros/m³, el valor antes de impuestos sería en el mejor de los casos de 16.898 € (dieciséis mil ochocientos noventa y ocho euros); considerando gastos asociados un mínimo de 5 € (cinco euros) por árbol en las operaciones de apeo se deducen gastos de 110.000 € (ciento diez mil euros), siendo por tanto negativo el resultado.

Las cuestiones anteriores nos llevan a considerar como el valor liquidativo más razonable el que se limita a enajenar terrenos (sin corta y venta de madera, claramente destructora de valor en este estadio) y abonar deuda viva pendiente. Esto supone un precio por acción tipo C de 5,64 € (cinco euros con sesenta y cuatro céntimos de euro), suponiendo el valor del suelo el de la compra, en caso de revalorización a un promedio 2%-3,5 % /año el precio por acción tipo C sería de 6,96 € (seis euros con noventa y seis céntimos de euro).

Valoración por descuento de flujos de caja

a) Crecimiento

Existen en este año, así como en años anteriores datos de mediciones suficientes como para estimar los volúmenes futuros de madera, establecidos sobre muestras según criterio del socio colectivo Bosques Naturales S.A. Esta metodología, en resumen, parte de las mediciones de los diámetros normalizados de los árboles y, mediante técnicas estadísticas Bayesianas, calcula las probabilidades de alcanzar determinados tamaños (metros cúbicos) en el futuro, pudiendo como consecuencia estimar el valor esperado del volumen obtenible de cada especie.

El modelo estadístico se aplica a cada una de las especies por separado (cerezo y nogal), puesto que las características de crecimiento de cada una de ellas es diferente, ajustando por tanto a curvas distintas.

Previo a la descripción de las curvas de previsión de crecimiento, debe destacarse los siguientes importantes hechos:

a) A la vista del informe técnico y del documento de certificación emitido por Bosques Naturales S.A. de los ejercicios 2011, 2010 y del 2009, tras la revisión de

los árboles en la plantación de la Sociedad, se detecta mal estado en varias de las unidades observadas, en torno a 1.850 árboles. No implicando esto que todos los árboles en malas condiciones se pierdan y, sin embargo, existiendo una cierta y alta probabilidad de que definitivamente eso suceda, se procede a eliminarlos completamente de la valoración y de la estimación del valor de la masa forestal resultante. Estas unidades ascienden aproximadamente a 1.850 árboles. Se insiste en el carácter conservador de la medida de valoración adoptada.

b) A la vista de los datos de mediciones de los años 2009, 2010, 2011 y 2012, **llama poderosamente la atención el descenso en el ritmo de crecimiento de ambas especies plantadas, cerezo y nogal**. La deceleración en el crecimiento ya se observó en años anteriores, pero en cualquier caso su significancia estadística era relativamente baja. Estos últimos cuatro años, sin embargo, el descenso es estadísticamente significativo, y muy acusado. Las gráficas siguientes muestran la desaceleración en el crecimiento en los dos últimos años, para ambas especies y la estimación de tendencias.

La consecuencia inmediata del comportamiento del crecimiento de los árboles durante los últimos años, especialmente durante los cuatro últimos, es un fuerte reajuste de los parámetros del modelo de estimación. Siendo aún importante la opinión de los expertos técnicos en la distribución final esperada de volúmenes finales (es una aproximación Bayesiana), comienzan a pesar más los datos de escaso crecimiento de los últimos cuatro años, vinculado a aplicaciones limitadas de riego, abonado y otros factores no predecibles.

En el año 2010 se ha realizado una medición completa sobre la plantación de todos los árboles con posibilidad de poder terminar el ciclo esperable en el año 2023, o en su caso si así se decidiera, en hasta 6 años más, porque a partir del año 2029 el crecimiento de los árboles, es decir la cantidad de madera, no compensaría con el aumento del valor de las acciones, siendo casi asintótico a partir del 2032. En el año 2011 se ha realizado una medición sobre 523 árboles.

Probablemente, de seguir con malas tasas de crecimiento, el modelo continuará ajustando a la baja las previsiones futuras. Con los datos actuales, no obstante, y habida cuenta de la posibilidad de corrección de aplicación de técnicas de cultivo cumplimiento del proyecto técnico en dos o tres años como máximo, las estimaciones dadas se consideran matemáticamente consistentes con los datos.

b) Precio

Se dispone de varias series de precios de las maderas de nogal y cerezo (Universidad de Purdue, Base de Datos de diversos Forestry Council de EEUU) que permiten construir series temporales de los precios hasta la fecha de las maderas de calidad prime de cerezo y nogal.

Usando modelos ARIMA se puede extraer la tendencia, creciente en ambos casos) y obtener el valor esperado al cabo de 25 años tras su plantación.

Valoración de la opción de retrasar el momento de corta

El modelo de crecimiento, especialmente con los datos de los tres últimos años, cuenta ya con un número suficiente de medidas temporales como para considerarlo robusto.

Por otro lado, la serie temporal de precios de las maderas consideradas es suficientemente larga como para que los modelos ARIMA de estimación sean asimismo robustos estadísticamente.

Ambos modelos combinados (crecimiento, precio) son la base para la determinación del momento óptimo de corta. El disponer de unos modelos ya significativos posibilita el modelizar este momento de manera fiable.

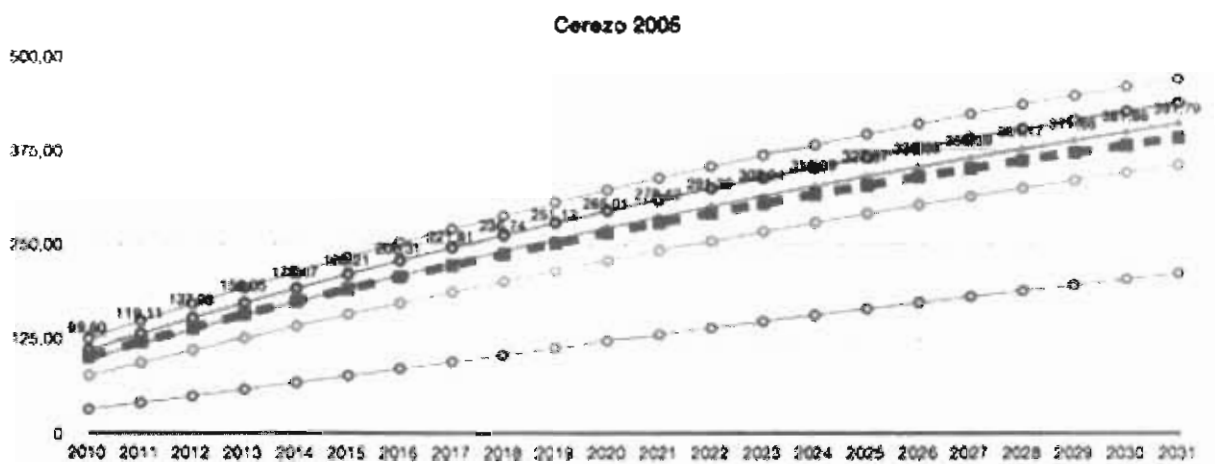
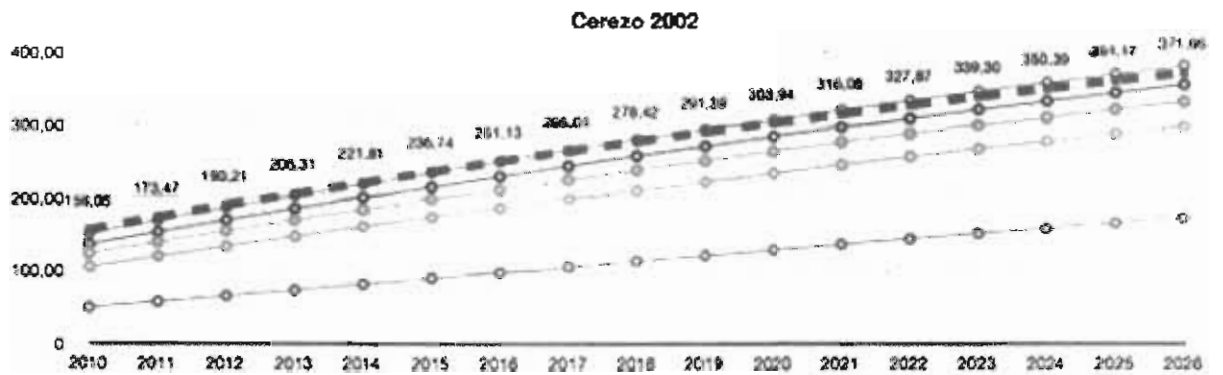
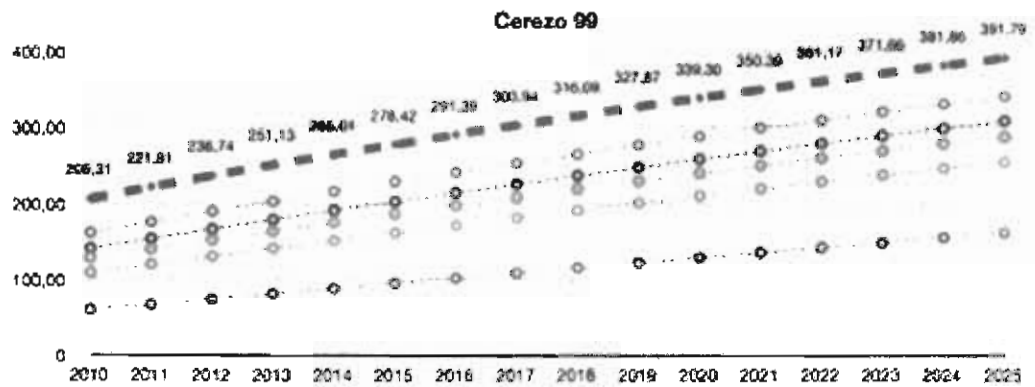
La empresa, *a priori*, se plantea la corta de los árboles a los 25 años de vida. Sin embargo, es posible que la decisión económicamente más acertada, en ese momento, sea prolongar varios años más, con cortas secuenciales en la vida de la explotación, en función del crecimiento y precios esperados. Al cabo del año 2023, podría plantearse la misma opción de espera.

Por todo lo anterior (cálculos en cuadro 1 y 2) se deduce lo siguiente:

A) Considerando el valor contable del valor de la finca (valor de secano en la compra) y con las estimaciones moderadas del precio actual de la madera (2012) como precio más moderado se obtiene como valor para la acción 5,64 euros.

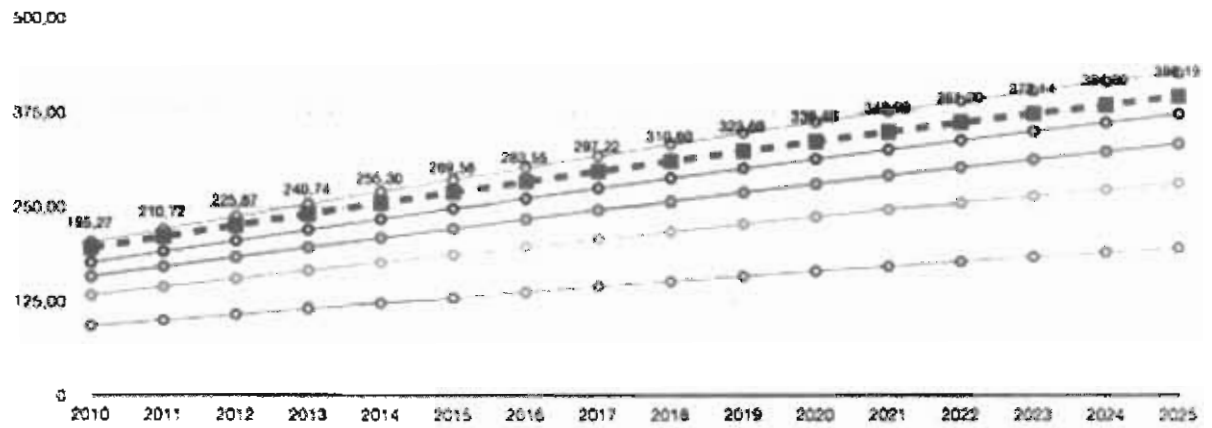
B) Considerando el valor moderado actual de la finca en regadío (precios de 62.000 a 80.000 euros/ha, con serias dificultades para encontrar ofertas en fincas de estas dimensiones y calidades en la zona, con creciente demanda y sin reducción de ésta en los últimos años, puesto que los compradores son tanto españoles como de otros países europeos) se obtendría como valor para la acción de 6,96 euros. La valoración ha sido estimada por la consulta a tasadores y empresas especializadas en Cataluña y en Madrid.

◇ TENDENCIA ○ G1 ○ G2 ○ G3 ○ G4 ○ G5

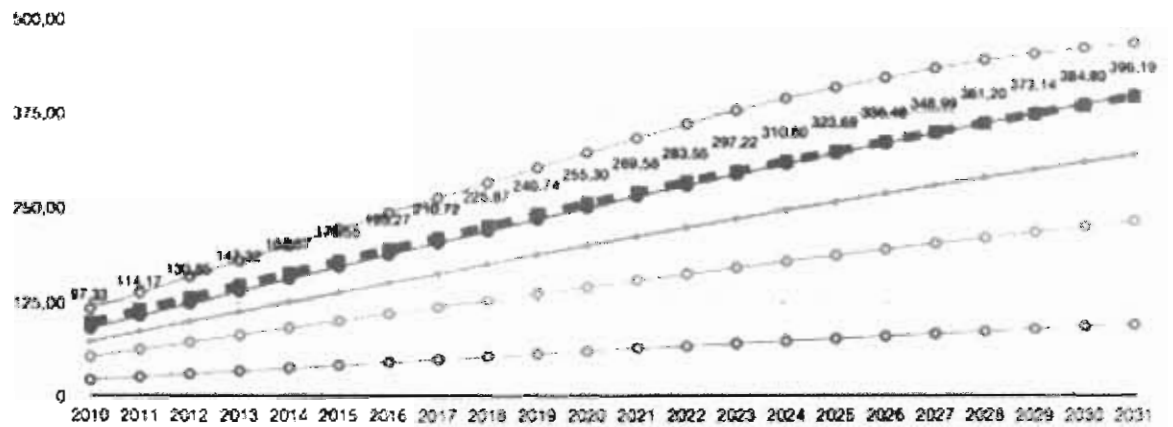


□ TENDENCIA ○ G1 ○ G2 ○ G3 ○ G4 ○ G5

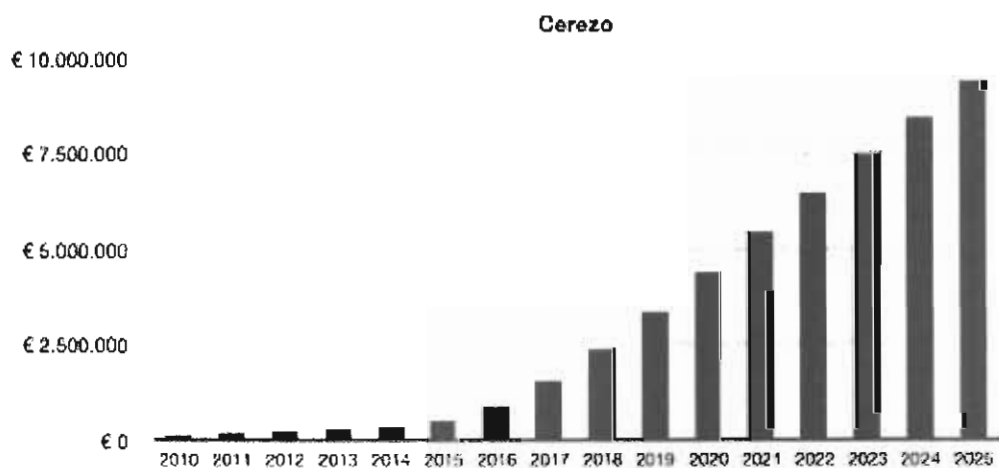
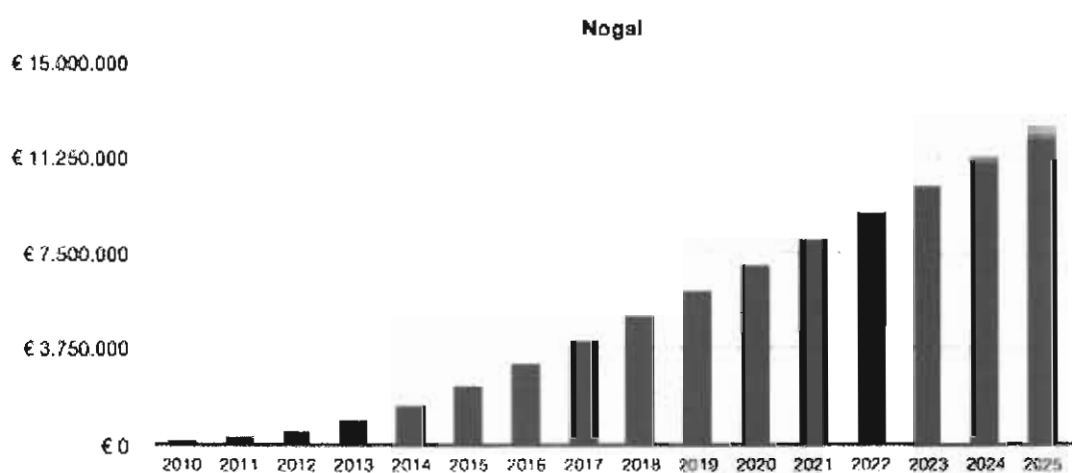
Nogal 99



Nogal 2005



DESCRIPCIÓN	RESUMEN POBLACIÓN					
	Total	Muestra	Porcentaje muestra	DAP (mm)	H (m)	Desviación Típica
NOGAL SEMILLA 99	8111	136	1,68%	162,64	11,04	36,81
NOGAL SEMILLA 2005	2133	35	1,64%	78,48	5,82	32,31
CEREZO SEMILLA 99	8913	66	0,96%	128,33	8,39	34,52
CEREZO CLON 2002	1199	25	2,09%	120,99	7,82	34,69
CEREZO CLON 2005	1122	23	2,05%	91,92	7,21	32,76



CALCULOS A FECHA 2012**PRECIO FINCA ESTIMADO 1.500.000€**

Arboles medidos:	21.405
Precio final Finca	1.500.000,00 €
Acciones socios comanditarios:	5.225.578,00
Capital Social con derecho a reparto	5.285.572,60
Prevision Ingreso por venta madera + FINCA	15.627.119,12
Ganancia: Ingreso- cap. Social	10.341.546,52
Ingreso por venta de finca	
Suma de ingresos finales	
Ganancias de la sociedad:	
Beneficio bruto por venta madera y Finca- CAPITAL	10.341.546,52
menos 10% de Socios Colect	-1.034.154,65
Beneficio antes de imp	9.307.391,87
Compensacion perdidas	900.000,00
Resultado fiscal	8.407.391,87
Impuesto Sociedades 25%	-2.101.847,97
Importe ingreso previsto	15.627.119,12
Socios colectivos	-1.034.154,65
IS	-2.101.847,97
RESULTADO A REPARTIR	12.491.116,50 €
Nº DE unidades de capital	879.463
Precio en 2023	14,20 €
Tasa de descuento anual	8,00%
Precio actual	5,64 €

PRECIO FINCA ESTIMADO 5.854.536€

Árboles medidos: 21.405

Precio final Finca 5.854.536,00 €

Acciones socios comanditarios: 5.225.578,00

Capital Social con derecho a reparto 5.285.572,60

Prevision Ingreso por venta madera + FINCA 19.981.655,12

Ganancia: Ingreso- cap. Social 14.696.082,52

Ingreso por venta de finca

Suma de ingresos finales

Ganancias de la sociedad:

Beneficio bruto por venta madera y Finca- CAPITAL 14.756.077,12

menos 10% de Socios Colect -1.475.607,71

Beneficio antes de imp 13.280.469,41

Compensacion perdidas 900.000,00

Resultado fiscal 12.380.469,41

Impuesto Sociedades 25% -3.095.117,35

Importe ingreso previsto 19.981.655,12

Socios colectivos -1.475.607,71

IS -3.095.117,35

RESULTADO A REPARTIR 15.410.930,06

Nº DE ACCIONES 879.455

Precio en 2023 17,52 €

Tasa de descuento anual 8%

Precio actual 6,96 €

CONCLUSIONES Y OBSERVACIONES

1.-Se han establecido valores para la acción desde 5,64 euros a 6,96 euros dependiendo del mercado de la madera, de los crecimientos y del precio de las fincas en regadío en la zona.

2.-Se han detectado en los últimos años reducciones de los crecimientos esperables y de los precios internacionales del mercado de la madera, en el primer caso por inconvenientes en el mantenimiento, características ambientales y problemas bióticos. Y en el segundo caso por la crisis internacional. En cuanto a los primeros con solución correctiva y en el segundo con la mejora de la situación económica esperable. Las materias primas son de precios a estimar de ciclos largos y con tendencia al alza moderada hasta equilibrar rendimientos, como se puede observar en los últimos cincuenta años. **Estos hechos han hecho bajar el precio de las acciones siendo coyuntural y según previsiones de mercados norteamericanos hay tendencia al alza.**

Como hecho significativo aunque el precio de la madera en 2012 es menor que en 2007, el precio de la moneda es mayor al cambio.

3.-Se aprecian por parte del firmante de este documento hechos relevantes a destacar y salvedades:

3.1. El socio colectivo Bosques Naturales S.A. ha reducido su adecuada labor de mantenimiento y conservación según proyecto de mantenimiento y contratos correspondientes establecidos al inicio de la plantación, como esta misma empresa reconoce en su propia certificación de 2010 y 2011 y las justificaciones públicas en Junta General de Bosques del Mediterráneo por sus representantes legales en la misma y que constan en acta, que expresan que no les es rentable cuidar adecuadamente las plantaciones encomendadas. Se recuerda la provisión con cargo a los accionistas de Bosques Naturales S.A. de más de dos millones de euros, además de lo que se recibe de Bosques Naturales del Mediterráneo, S. Com por A., como pago anual de servicios. Es una de las principales causas de pérdida de valor de la acción por la merma del crecimiento anual de los árboles de la plantación.

3.2 Para mejorar la valoración anual de las acciones, el firmante ha empleado una valoración de volumen de madera realizada para una muestra universal de 22.000 árboles realizada por la empresa Delta 95, especializada en este tipo de actuaciones en el año 2010 y una muestra significativa elegida de 523 árboles en 2011 que dicha empresa a puesto a mi disposición con las aclaraciones y documentación que la fundamenta. Al tratarse de un inventario detallado y no una simple muestra, no admite discusión, siendo evidente la necesidad de una corrección en el mantenimiento anual de la plantación por parte del socio colectivo responsable, la muestra posterior mantiene esta tendencia de limitado

crecimiento. A juicio de otros expertos técnicos en producción agrícola maderera consultados y que conocen y han visitado la finca objeto de valoración, la tendencia de reducción productiva puede corregirse con cambios en las líneas básicas de las tareas y labores del mantenimiento actual, en especial en la aplicación de riegos y abonados.

Es recomendable a efectos productivos realizar en éste o en el próximo ejercicio, una revisión de la situación actual por el crecimiento y proceder a las correcciones oportunas en el mantenimiento por parte de Bosques Naturales S.A. evaluando la posible limitación de mantenimiento a zonas y árboles sin capacidad progresiva de crecimiento.

Los datos han sido contrastados con datos procedentes de fincas con menores capacidades agrológicas y ambientales, misma tipología de material vegetal y en cambio productividades actuales y esperables superiores.

El Administrador Unico
ADMINISTRACIONES AGROFORESTALES, S.L.
PP Ángel Briones Nieto

GRAN VÍA, 78
28013 MADRID
Telf. +34 91 758 54 40 adagro@adagro.es