

BOSQUES NATURALES DEL MEDITERRÁNEO 1, SOCIEDAD COMANDITARIA POR ACCIONES

Informe de Valoración. Año 2017



Madrid, a 10 de octubre del 2017

M^a Ángeles Membrillo Lucena
Ingeniero Agrónomo
Colegiada 466 del Ilustre Colegio Oficial de Ingenieros Agrónomos de Extremadura

BOSQUES NATURALES DEL MEDITERRÁNEO 1, SOCIEDAD COMANDITARIA POR ACCIONES

Informe de Valoración. Año 2017

1. Antecedentes.

Se realiza este informe a petición de la sociedad Administraciones agroforestales S.L., actual socio comanditario de la sociedad Bosques Naturales del Mediterráneo 1. En dicho informe, todos y cada uno de los datos relevantes han sido obtenidos del informe anual de la sociedad Bosques Naturales S.A. y la información facilitada por el Administrador único. En fechas recientes, he realizado una visita a la finca situada en Arenys de l'Ampurda para conocer las características del proyecto y la situación real de mantenimiento de la finca.

2. 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, norte de Gerona, con una superficie cultivable de 68,5 hectáreas útiles, en una Plantación Agroforestal organizada en su origen por **23.648 árboles de frondosas nobles** de alto valor económico, en la que se deben aplicar, según indica el folleto informativo de la CNMV y los documentos contractuales y estatutos de la empresa que vinculan las prestaciones accesorias del socio comanditario responsable del mantenimiento para la producción maderera, técnicas agronómicas dirigidas al cultivo intensivo de los citados árboles de frondosas nobles.

Dicha actividad se basa, teóricamente, según indica el folleto informativo, en un Proyecto técnico elaborado por el Departamento de Producción Vegetal-Fitotecnia de la Universidad Politécnica de Madrid en colaboración con BOSQUES NATURALES, S.A. realizado por los Profesores Dr. D. Pedro Urbano y Dr. D. Carlos Rojo, ambos profesores sin ninguna relación contractual ni laboral previa, ni durante el proyecto, con la empresa Bosques Naturales S.A.

La firmante del presente documento no ha tenido acceso a este Proyecto técnico, dado que, según información del Administrador único, dicho Proyecto técnico de Mantenimiento no se realizó nunca por los citados Ingenieros agrónomos. Por tanto, nos ceñiremos a la información del folleto informativo disponible en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

De los 23.648 árboles indicados en el folleto registrado en la CNMV, 9.400 son nogales (*Juglans major y nigra x Juglans regia*) y 14.248 cerezos (*Prunus avium*), de cuyas especies se han seleccionado, según se indica en informes anteriores,

variedades población elegidas en su momento por su amplio potencial de crecimiento.

Según se indica en el mencionado folleto publicado en la CNMV y disponible en su página web, al cabo de 25 años desde el momento de su plantación (año 2023) se procederá a la corta por parte de la Sociedad de la totalidad de la masa arbórea plantada, vendiendo la madera y los terrenos referenciados, y distribuyendo entre los socios el importe obtenido, del cual y en función del resultado, si supera el coste del proyecto completo, el 10% de los beneficios se repartirían, el 6 % a la empresa socio colectivo de mantenimiento y el 2% a la empresa socio colectivo administradora.

Al año siguiente de su constitución, BOSQUES NATURALES, S.A., realiza una OPV por 869.463 acciones de clase C; el 51% del capital captado se conduce a la adquisición de un producto financiero de renta fija a largo plazo; el 31% a la compra y preparación de terrenos, selección de especies y plantación; el 7%, a infraestructuras; el restante 11% se emplea en gastos de la ampliación, cuotas, gastos bancarios y publicidad.

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 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 acciones clase A con valor nominal de 60,10 euros/acción (sesenta euros con diez céntimos de euro/acción).

3. 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.
- b) 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.

4. Sobre los beneficios operativos de la Sociedad.

La Sociedad incurrirá progresivamente en gastos de mantenimiento de las plantaciones agrícolas para producción de madera, estando obligados a 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.**

5. 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.

6. Sobre derechos de acciones preferentes.

Hay que tener en cuenta que las ocho acciones de clase A 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.

7. Valoración liquidativa.

Partiendo de las cuentas auditadas de la empresa (Balance de Situación de la Sociedad y Resultados de la Explotación) del ejercicio **2016**, se obtiene un valor total del activo de **5.497.668,74 € (cinco millones cuatrocientos noventa y siete mil seiscientos sesenta y ocho con setenta y cuatro céntimos de euro).**

No se observan activos de difícil liquidación. El activo no corriente, **3.054.369,16 € (tres millones cincuenta y cuatro mil trescientos sesenta y nueve con dieciséis céntimos de euro)**, sigue el principio de coste histórico menos reducciones 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, éste como un valor razonable de venta de activos. Las mejoras iniciales de infraestructuras y de instalaciones y su conservación, según obligación del socio colectivo responsable del mantenimiento y conservación, se entiende pendientes de valoración y en funcionamiento hasta la liquidación final a la corta, según indica Bosques Naturales S.A.

Pasivos reales existen tan sólo bajo el epígrafe de Acreedores comerciales, por valor de **396.907,75 € negativos (menos trescientos noventa y seis mil novecientos siete euros con setenta y cinco céntimos de euro)**

El valor neto liquidativo es, por tanto de **5.497.668,74 € (cinco millones cuatrocientos noventa y siete mil seiscientos sesenta y ocho con setenta 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 recolectada 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 **19.002** árboles valorables y tomando los precios promedio del año 2016 de pulpa para *sustrato hortícola* 10,3 euros/m³), el valor antes de impuestos sería, en el mejor de los casos, de 19.420 € (diecinueve mil cuatrocientos veinte euros), considerando gastos asociados un mínimo de 7 € (siete euros) por árbol en las operaciones de apeo de 7.493 árboles sin destoconado (52.451 euros) más otros gastos, 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 **6,32 €** (seis euros con treinta y dos 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 **6,92 €** (seis euros con noventa y seis céntimos de euro).

8. Valoración por descuento de flujos de caja.

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, deben 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 2016, 2015, 2014, 2013, 2012 y del 2011, y tras la revisión de los árboles en la plantación de la Sociedad por parte del Administrador único, se detecta **mal estado o desaparición en un 30% de las unidades observadas. 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. En torno a 7.243 árboles se han perdido o se perderán, árboles sin valor económico valorable.

Se insiste en el carácter conservador de la medida de valoración adoptada.

b) A la vista de los datos de mediciones de los años 2012, 2013, 2014, 2015 documentados en informes realizados por Bosques Naturales S.A. **se mantiene el descenso en el ritmo adecuado por año de crecimiento de ambas especies plantadas, cerezo y nogal, para conseguir los mejores resultados.** La deceleración en el crecimiento anual ya se observó en años anteriores, pero en cualquier caso su significancia estadística era relativamente baja. En estos últimos años, sin embargo, el descenso es estadísticamente significativo, y muy acusado. Las gráficas documentadas en la sociedad Administraciones agroforestales S.L. muestran la desaceleración en el crecimiento en los 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 seis 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 seis 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 2015 se ha realizado una medición sobre 843 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 con aplicación de técnicas de cultivo en cumplimiento del proyecto técnico, en dos o tres años como máximo, las estimaciones dadas se consideran matemáticamente consistentes con los datos.

c) 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 mismos 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.

9. Valoración de la opción de retrasar el momento de corta.

El modelo de crecimiento, especialmente con los datos de los cinco 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.*

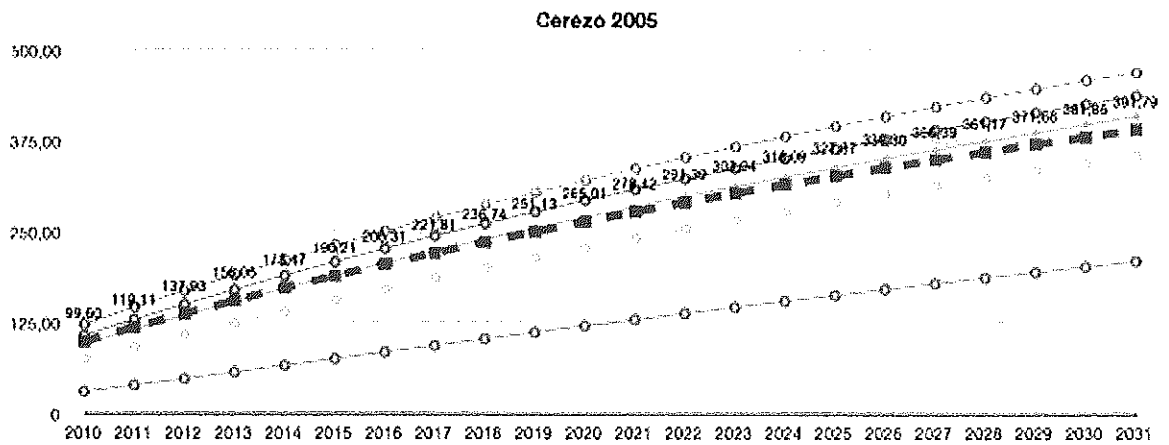
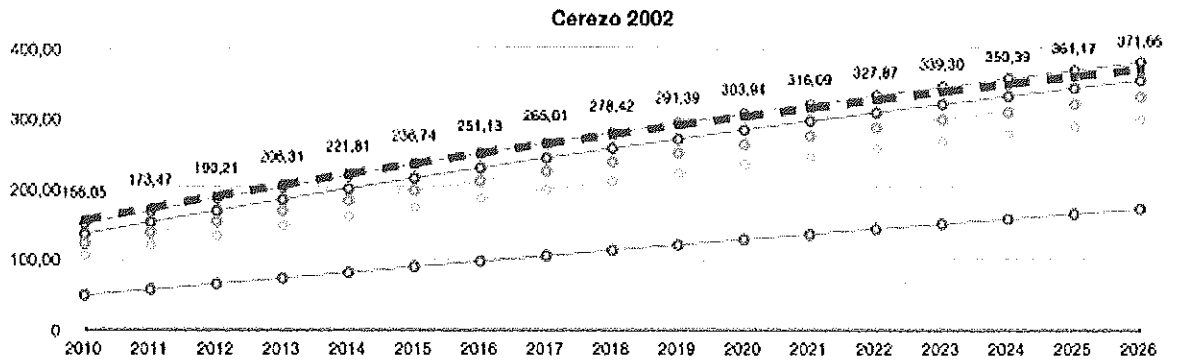
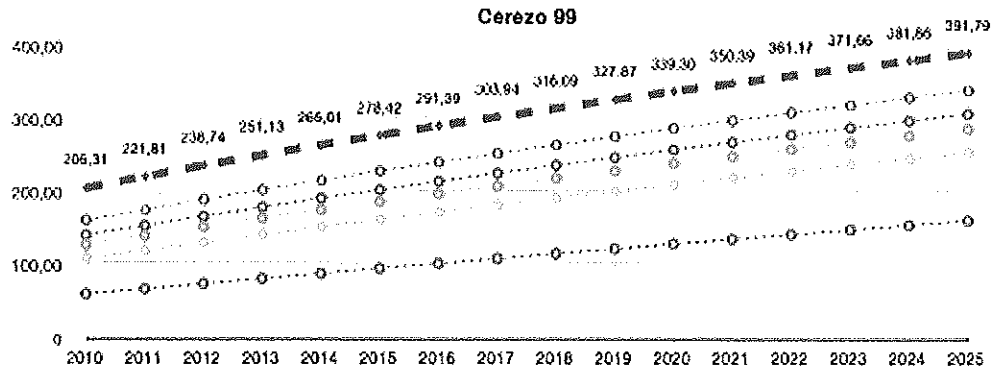
La empresa, *a priori*, se plantea la corta de los árboles a los 25 años de vida. Sin embargo, es posible que la decisión económicamente más acertada, en ese momento, sea prolongar varios años más, con cortas secuenciales en la vida de la explotación, en función del crecimiento y precios esperados. Al 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 (2016), como precio más moderado se obtiene como **valor para la acción 3,39 €**.

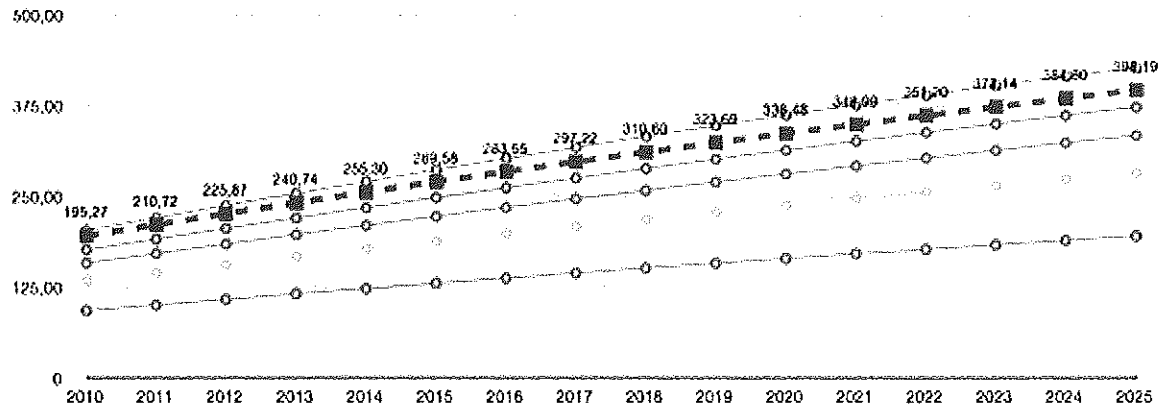
B) Considerando el valor moderado actual de la finca en regadío (precios de 62.000 a 80.000 euros/ha, con serias dificultades para encontrar ofertas en fincas de estas dimensiones y calidades en la zona, con creciente demanda y sin reducción de ésta en los últimos años, puesto que los compradores son tanto españoles como de otros países europeos), se obtendría como valor para la acción **4,71 €**. La valoración ha sido estimada por la consulta a tasadores y empresas especializadas en Cataluña y en Madrid, y facilitada por el Administrador único.

◇ TENDENCIA ○ G1 ○ G2 ○ G3 ○ G4 ○ G5

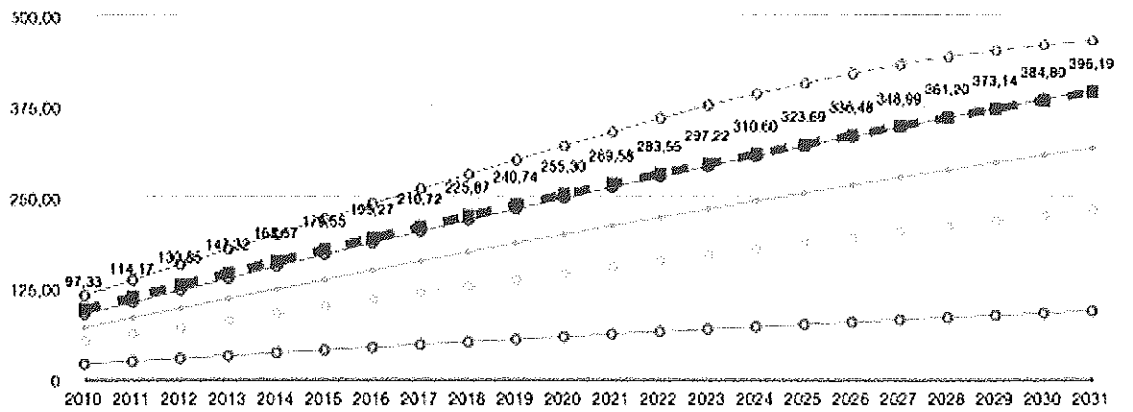


TENDENCIA
 G1
 G2
 G3
 G4
 G5

Nogal 99



Nogal 2005



CALCULOS ESTIMADOS A FECHA CIERRE 2016

PRECIO FINCA ESTIMADO 1.500.000€	
Arboles medidos:	19.002
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	8.258.085,34
Ganancia: Ingreso- cap. Social	2.972.512,74
Beneficio bruto por venta madera y Finca- CAPITAL	2.972.512,74
menos 10% de Socios Colect	-297.251,27
Beneficio antes de imp	2.675.261,47
Compensacion perdidas	900.000,00
Resultado fiscal	1.775.261,47
Impuesto Sociedades 25%	-443.815,37
Importe ingreso previsto	8.258.085,34
Socios colectivos	-297.251,27
IS	-443.815,37
RESULTADO A REPARTIR	7.517.018,70 €
Nº DE unidades de capital	879.463
Precio en 2023	8,55 €
Tasa de descuento anual	8,00%
Precio estimado actual	3,39 €
rendimiento de la inversion	1,42%

CALCULOS ESTIMADOS A FECHA CIERRE 2016

PRECIO FINCA ESTIMADO 5.854.536€	
Arboles medidos:	19.002
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	12.612.621,34
Ganancia: Ingreso- cap. Social	7.327.048,74
Beneficio bruto por venta madera y Finca- CAPITAL	7.387.043,34
menos 10% de Socios Colect	-738.704,33
Beneficio antes de imp	6.648.339,01
Compensacion perdidas	900.000,00
Resultado fiscal	5.748.339,01
Impuesto Sociedades 25%	-1.437.084,75
Importe ingreso previsto	12.612.621,34
Socios colectivos	-738.704,33
IS	-1.437.084,75
RESULTADO A REPARTIR	10.436.832,25
Nº DE ACCIONES	879.455
Precio en 2023	11,87 €
Tasa de descuento anual	8%
Precio estimado actual	4,71 €
rendimiento de la inversion	2,76%

10. Conclusiones y valoraciones.

- A. Se han establecido valores para la acción desde 3,39 euros a 4,71 euros dependiendo del mercado de la madera, de los crecimientos y del precio de las fincas en regadío en la zona.
- B. 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 se mantiene actualmente tendencia al alza**, en especial por el crecimiento económico y el efecto de nuevas viviendas. En el mercado europeo los precios son también al alza, en los países que muestran crecimiento positivo. El potencial del mercado asiático es otro valor a tener en cuenta.
- C. Hay que tener en consideración también el precio de cambio de la moneda, relación dólar/ euro por ejemplo, en su caso libra/ euro, dependiendo del mercado final de la madera.
- D. Se aprecian por parte de la firmante de este documento hechos relevantes a destacar y salvedades:

El socio colectivo Bosques Naturales S.A. ha reducido su labor de mantenimiento y conservación según proyecto de mantenimiento y contratos correspondientes establecidos al inicio de la plantación, como esta misma empresa reconoce en sus propias certificaciones de 2014, 2015 y 2016; y, según informa el Administrador único y las justificaciones públicas en Junta General de Bosques del Mediterráneo por sus representantes legales en la misma, y que constan en acta, las cuales expresan que no les es rentable cuidar de forma diferente o con mayor intensidad las plantaciones encomendadas, pasando a cuidados con técnicas silvopastoriles. Es una de las principales causas técnicas de pérdida de valor de la acción, por la merma del crecimiento anual de los árboles de la plantación.

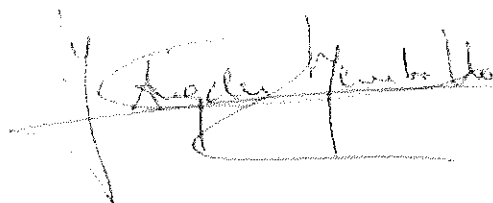
En informe realizado por el Departamento Técnico de Bosques Naturales S.A. en poder del Administrador único de Administraciones Agroforestales S.L., los responsables técnicos de esta empresa indicaron la necesidad urgente de aclareos por exceso de población de árboles, hecho que mantienen en los últimos años, lo que supondría una tala en torno a 6.430 árboles y una pérdida superior al 40 % de la masa arbórea. Dado que sobre esta tala no se dispone en la actualidad de confirmación y sólo se dispone del **dato de 19.002 árboles en producción** (dato facilitado en este mes de octubre por los ingenieros agrónomos auditores después de haber evaluado y medido cada uno de los árboles de las fincas de Bosques Naturales S.A., sin descartar aún los que evidentemente, pero no de forma segura, no producirán con valor económico en el 2023 o que será preciso talar según

instrucciones de la empresa Bosques Naturales S.A. por restar crecimiento a los actuales en un porcentaje del 60%), de los cuales habría que quitar los no productivos, estos datos no se estiman en este informe auditoría, y dejamos constancia de la reserva de esta minusvalía de la cantidad de árboles en su caso.

Es recomendable a efectos productivos realizar, como ya se ha indicado en informes anteriores, 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.

Las enfermedades detectadas en la finca (*Rosellinia* y *Brenneria* entre otras) documentadas ampliamente en los informes disponibles en la web de Bosques Naturales del Mediterráneo, han supuesto una pérdida progresiva de cerezos (en proceso de inventario final) y de nogales (en proceso de inventario final y tratamiento) que parece serán del orden de 1.908 unidades (este valor ha de ajustarse después de resultados).

Madrid a 10 de octubre del 2017



Mª Ángeles Membrillo Lucena
Ingeniero agrónomo.
Colegiada 466 del Ilustre Colegio Oficial de Ingenieros Agrónomos de
Extremadura