

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO OFERTA PÚBLICA SECUNDARIA DE ACCIONES – LA ENSENADA FORESTAL (COVEFOREST) S.A.

Quito – Ecuador

Sesión de Comité No. 038/2016, del 23 de febrero de 2016  
Información Financiera cortada al 31 de diciembre de 2015

Analista: Econ. Darwin Yumiceba I.  
[darwin.yumiceba@classrating.ec](mailto:darwin.yumiceba@classrating.ec)  
[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

**La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A.** es una empresa propietaria de 386,82 hectáreas, ubicadas en el Cantón Balzar (Provincia del Guayas) y en el cantón Pichincha (Provincia de Manabí), de las cuales 320,04 (82,74%) están destinadas a la siembra de teca. 125,32 hectáreas fueron sembradas a inicios del año 2014 y las restantes 194,72 fueron sembradas entre diciembre de 2015 y enero de 2016. El área destinada a la siembra de teca corresponde al máximo aprovechable de la propiedad, el 17,26% no aprovechable corresponde a caminos, obras civiles y servidumbres. El principal mercado para la venta de madera de teca es el internacional, especialmente en países Asiáticos. El grupo promotor de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. ha desarrollado otros 16 proyectos forestales similares (todos exitosos).

**Nueva.**

### Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 038/2016 del 23 de febrero de 2016 decidió otorgar la calificación de “AAA-” (Triple A menos) a la Oferta Pública Secundaria de Acciones – La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. por dos millones quinientos mil dólares 00/100 (USD 2.500.000,00).

**Categoría AAA** “Corresponde a las acciones cuya emisora presenta una excelente situación económico – financiera, difunde amplia información al mercado, tiene la más alta liquidez, ha generado utilidades superiores a lo previsto en los últimos tres años, y presenta, en el último año, una fuerte tendencia alcista del precio en el mercado, sin tomar en cuenta factores especulativos”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo relativo de los títulos o valores. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Consejo Nacional de Valores, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada utilizada en los análisis que se publican proviene de fuentes oficiales. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos de seis meses si la calificadora decide revisarla en menor tiempo.

La calificación otorgada a la Oferta Pública Secundaria de Acciones – La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. se fundamenta en:

### Sobre el Emisor y el Proyecto:

- Con fecha 09 de junio de 2014, ante la Notaría Décima Sexta del cantón Guayaquil, se constituyó la compañía La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., misma que fue inscrita en el Registro Mercantil del cantón Guayaquil el día 11 de julio del mismo año.
- La Junta General Ordinaria y Universal de Accionistas de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., celebrada el 10 de febrero de 2016, resolvió por unanimidad realizar la oferta pública secundaria de 2'500.000 acciones de la empresa.
- Conforme el Registro de Sociedades de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros los accionistas de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. son: GINK REGRUB S.A. con USD 2'499.992,00 y Martín Umpierrez con USD 8,00.
- El respaldo del grupo SIEMBRA (Sistema Integrado de Empresas Basadas en Recursos Ambientales), es de suma importancia para el desarrollo de las operaciones de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., debido

1

a la experiencia técnica del grupo, así como el reconocimiento que tienen en el mercado al contar con otros diecisésis proyectos de teca, de los cuales quince han participado en el Mercado de Valores con muy buena acogida.

- La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. cuenta con el apoyo de Auditing & Taxes (AUDITAX) Cía. Ltda. frente a la Gestión Contable; Operador Forestal Los Cauces (FORESTALOP) S.A. como Operador Forestal; del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. frente a los temas societarios; y de FreeMarket S.A. frente a la atención de la relación con los inversionistas.
- La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. es una compañía que se basa en el concepto de “proyecto en marcha financiado”, por tanto no requiere recursos adicionales para alcanzar sus metas económicas, pues desde un inicio dispone de todos los recursos necesarios para la operación.
- El mercado para la madera de teca muestra perspectivas positivas a futuro dado que la teca es considerada como una de las principales especies madereras de tipo exótico que existen en el mundo, es altamente demandada en los mercados internacionales para la construcción de muebles finos, puentes, cubiertas, pisos, tallados y ebanistería, en donde la apetecen por sus especiales características.
- Al 31 de diciembre de 2015, de acuerdo a los Estados de Situación Financiera auditados, La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. presentó un activo total que ascendió a la suma de USD 4,68 millones, de los cuales el 55,07% corresponde al Activo Biológico constituido por las plantaciones de teca (USD 2,58 millones); el siguiente rubro en importancia dentro de los activos no corrientes corresponde a Terrenos, constituido por una suma de USD 0,92 millones (19,65% del Activo Total). Las dos cuentas mencionadas representan en conjunto el 100,00% del total de activos no corrientes. Los Activos Corrientes, por otro lado, están compuestos básicamente por Inversiones Financieras Corrientes, USD 1,05 millones, 22,43% de los activos totales (88,71% de los activos corrientes).
- La información financiera de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. se encuentra expresada bajo normas NIIF, es de especial importancia la NIC 41 que corresponde a los Activos Biológicos, por revalorización la empresa registra un valor de USD 2,21 millones.
- Al 31 de diciembre de 2015, las Inversiones Financieras Corrientes (USD 1,05 millones), están compuestas principalmente por inversiones en acciones en compañías relacionadas que cotizan en bolsa, mismas que se utilizan como recursos disponibles para cubrir, a medida que se vayan presentando, los gastos de la plantación hasta su maduración. Razón por la cual este, al igual que los demás proyectos del grupo SIEMBRA, se encuentran totalmente financiados y no requieren de endeudamiento a lo largo de todo el ciclo productivo.
- Los recursos con los que cuenta la empresa para financiar su actividad serían utilizados a lo largo de los 20 años de maduración de la plantación, mientras tanto son invertidos en valores seguros, líquidos y rentables, en ese orden de prioridad, conforme a las políticas establecidas por el grupo. Los títulos y Obligaciones corresponden a documentos de renta fija registrados en el Mercado de Valores y a instrumentos financieros no bursátiles; mientras que las acciones corresponden a las empresas: La Vanguardia Forestal, La Cumbre Forestal, ALICOSTA BK Holding S.A., entre otras.
- El principio de las actividades de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. se basa en el concepto “proyecto en marcha financiado”, por lo tanto desde un inicio dispone de todos los recursos necesarios para operar, hacer frente a sus compromisos y generar resultados positivos para sus inversionistas, gracias al aporte inicial de los promotores. Tal es el caso que sus indicadores financieros al 31 de diciembre de 2015 reflejan una enorme liquidez, capital de trabajo positivo y apalancamiento casi nulo. Liquidez: 196,36 veces, Capital de Trabajo: USD 1,18 millones, y Apalancamiento: 0,12 veces.
- Al 31 de diciembre de 2015, La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. registra ingresos por USD 2,21 millones, conformado en su mayoría por ganancia en valor razonable de activos biológicos. Por otro lado, la compañía presenta un total de gastos de USD 36.967,11 relacionado con gastos administrativos, y USD 0,49 millones como impuesto a la renta diferido, de este modo la utilidad final asciende a la suma de USD 1,69 millones. Los Ingresos por ajustes al valor razonable del Activo Biológico generan un impuesto diferido y no son tributables en el ejercicio corriente. No obstante se debe aclarar que la generación de ingresos del proyecto corresponde a venta de madera y de raleos, así como también ingresos por rendimientos financieros de las inversiones, y hasta diciembre de 2015 únicamente hubo ingresos por rendimientos financieros, aquellos correspondientes a la venta de madera tienen su ubicación en el tiempo conforme al desarrollo de la plantación. Los promotores han aportado todos los recursos para la estructuración del proyecto y mantenimiento a lo largo de la vida de la plantación.

- Por otro lado, las proyecciones financieras que sustentan la rentabilidad que tendría el inversionista secundario al adquirir las acciones de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., señalan que los ingresos operacionales de la compañía estarán compuestos por concepto de venta de la madera obtenida del raleo, USD 2,01 millones, así como por la venta de la madera producto del corte final, USD 202,87 millones. El principal ingreso proviene de los cortes programados a los 20 años y a los 32 años de sembrada la planta.
- El Raleo es un proceso en el cual se van eliminando plantas que no adquieren una buena talla en su crecimiento, o que crecen torcidas; su eliminación produce a su vez una mayor holgura para el crecimiento de aquellas plantas que presentan mejores condiciones. La plantación tiene programados tres procesos de raleo, a los 6, a los 9 y a los 12 años. Del segundo y del tercero se obtienen recursos económicos por la venta de madera, los recursos que se obtienen del primer raleo sirven para cubrir gastos del propio raleo. La intensidad y la importancia del raleo son tales, que la densidad de siembra es de 833 plantas por hectárea, y la densidad esperada a los 20 años es de aproximadamente 200 árboles por hectárea; se da una reducción de más de cuatro veces.
- El proyecto será colocado mediante un proceso de oferta pública secundaria de acciones. Existe la referencia previa de liquidez en las acciones emitidas por otros proyectos de similares características por parte del Grupo SIEMBRA (15 proyectos desde el año 2002), lo cual hace pensar que las perspectivas de liquidez de las acciones de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., tendrían al menos la misma consistencia que las anteriormente emitidas por tales proyectos.
- Las proyecciones financieras realizadas por la compañía arrojan resultados positivos, estimando que en dicha proyección el inversionista gozaría de un retorno sobre su inversión (TIR) del 14,03% después de impuestos, tomando como referencia el precio de la acción de USD 2,60. El valor actual neto por acción asciende a USD 13,52 (5,20 veces superior, debido a los réditos de la inversión). Se debe señalar además que en el estudio técnico se presenta un análisis de sensibilidad de la tasa interna de retorno (TIR) a diferentes precios de la acción.
- Es importante anotar que en dichas previsiones de rentabilidad no se consideran los ingresos provenientes de los cortes posteriores a la segunda cosecha, ni tampoco los valores residuales de mercado de las tierras, alternativamente. Tampoco se han contemplado los ingresos posibles por la venta de oxígeno (fijación de carbono), una hectárea de teca atrapa 100 toneladas de carbono en 20 años; todo lo cual mejoraría materialmente la rentabilidad del proyecto y por tanto de sus accionistas. Todavía quedan muchos años de maduración del proyecto, en cuyo transcurso podría eventualmente concretarse alguna de estas alternativas.

## Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, sobre los cuales se trata a continuación:

Las proyecciones de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. han sido estimadas en un horizonte de vida de 32 años contados desde el año 2016, como año cero en la proyección, hasta el año 2048 y consideran dos cortes de madera final, los mismos que se realizarán en función de la edad de los árboles. A lo largo del proyecto se podrían presentar ciertos riesgos, los cuales a continuación se describen, así como la concepción que se tiene sobre su probabilidad y las medidas mitigantes al respecto, de ser el caso.

- La teca, para su crecimiento requiere de ciertas condiciones relacionadas con el nivel y la frecuencia de precipitaciones, así como con condiciones de temperatura, luz solar y calidad del suelo. Dichas condiciones son determinantes en el rendimiento por hectárea de las plantaciones, en la calidad futura de la madera y por consecuencia, en su precio en el mercado una vez que haya sido cosechada; la variación de estas condiciones por lo tanto, afectaría a la calidad del producto y a su precio. Al respecto, es importante mencionar que la plantación de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., no se encuentra expuesta a dicho riesgo. La zona donde está ubicada la plantación cuenta con la pluviosidad, la luminosidad y la calidad de suelos adecuadas para el desarrollo de una buena plantación de teca. En lo que se refiere a la pluviosidad, el grupo SIEMBRA mantiene un reporte de precipitación fluvial con mediciones mensuales de todos los proyectos a su cargo, los mismos que se encuentran en la misma zona de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A.; los promedios muestran una pluviosidad para el año 2015, de 1.709 mm al año (1.222 mm a 2014), condición

favorable para el desarrollo del proyecto, y que se mantiene en el rango adecuado desde hace una década que el grupo cuenta con el registro.

- La teca es resistente a las plagas, termitas e insectos como consecuencia de su estructura química y las condiciones mecánicas de la madera; sin embargo presenta vulnerabilidad ante el fuego hasta el cuarto año de haber sido sembrada. Para aplacar este riesgo, cada uno de los proyectos del Grupo SIEMBRA han suscrito una póliza de seguro contra incendios, por los primeros 4 años de vida de la plantación. Dichas pólizas de seguro se pueden contratar una vez que los árboles hayan alcanzado 6 meses de edad. Con fecha 21 de enero de 2016 la compañía contrató la póliza de seguro correspondiente a la siembra de 2014; y para iniciar el trámite de la póliza para la siembra de 2016, habrá que esperar a que ésta cumpla seis meses de edad. Adicionalmente, La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. contará con cortafuegos en el perímetro de la plantación y el retiro de material combustible a través de las labores de limpieza. A partir del quinto año, el árbol más bien se torna resistente al fuego y consecuentemente se elimina el riesgo de pérdida por su presencia. La plantación de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. está conformada por 125,32 hectáreas sembradas en 2014; y 194,72 hectáreas que fueron sembradas entre diciembre de 2015 y enero de 2016.
- Debido a la ubicación geográfica de las plantaciones de La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A., éstas podrían verse afectadas por lluvias fuertes y prolongadas, producto de la presencia del fenómeno de El Niño; sin embargo, debido a la topografía del terreno donde se desarrollan las plantaciones, el riesgo de inundación no se estima como probable, pues las plantaciones cuentan con muy buenos drenajes naturales como quebradas y canales que permitirían que el exceso de aguas lluvia fluya libremente hacia otras zonas.
- El riesgo de robo y daño a la propiedad se encuentra siempre latente en la actividad que desarrolla la compañía. Como medida atenuante, la propiedad se encuentra cercada y cuenta con casetas internas de control.
- Al no recibir ingresos en forma permanente, la actividad se encuentra sometida al riesgo de falta de liquidez para sobrelevar los gastos de mantenimiento inherentes a la plantación. No obstante, La Ensenada Forestal (COVEFOREST) S.A. cuenta con los recursos suficientes para afrontar estos gastos hasta la fecha de corte; es así, que no requerirá la contratación de crédito alguno durante su existencia. Los excedentes de liquidez mientras aguardan a ser utilizados serían invertidos en instrumentos seguros, rentables y líquidos, en ese orden.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA

GERENTE GENERAL