

Informe de actualización sobre Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión

Fiduciario: Bapro Mandatos y Negocios S.A.

Fiduciantes: ANSES – FGS y Kevilmare S.A.

Coordinador y Operador: Garruchos S.A.

Calificación: TDF “A – (ff)”
 CP “B – (ff)”

Calificación anterior: TDF “A – (ff)”
 CP “B – (ff)” por Untref – Acrup
 24/05/2016

Tipo de informe:

Actualización

Metodología de Calificación:

Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financieros aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17283/14

Analistas:

Verónica Saló vsalo@untref.edu.ar

Walter Severino
wseverino@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Raquel Kismer de Olmos
rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de evaluación: 13/10/2016

Observaciones: El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación. El mismo debe leerse conjuntamente con la documentación legal e impositiva.

Calificación

| Clase | Monto VN U\$S | Monto actualizado al Junio 2016 \$ | Venc. | Calificación | Perspectiva | Calificación anterior |
|-------|---------------|------------------------------------|----------|--------------|-------------|-----------------------|
| TDF | 21.400.000.- | 97.737.350.- | mar-2021 | “A – (ff)” | Estable | “A – (ff)” |
| CP | 15.000.- | 91.414.- | mar-2021 | “B – (ff)” | Estable | “B – (ff)” |

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Relación Deuda / Valor

El patrimonio forestal representa casi 7 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y de 2,4 veces el total de los pasivos y los Certificados de Participación (CP) al 31-06-2016. (Ver cuadro I).

Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor

El activo del Fideicomiso, avaluado por la Universidad Nacional de Misiones, ha aumentado su valor en 5,47 veces, en los últimos cinco años. (Desde el 01/01/2011 al 31/12/2015)

La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 a 6,82 al 30/06/2016.

La evolución de la relación avalúo forestal sobre el Total pasivos más certificados de participación (CP) fue de 1,22 al cierre del 2010 a 2,52 al cierre de 30/06/2016. (Ver Cuadro 1).

| | 30/12/2010 | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 30/12/2014 | 31/12/2015 | 30/06/2016 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Avaluo Forestal (I) | 121.330 | 208.301 | 250.685 | 326.942 | 455.758 | 663.856 | 666.402 |
| Estructura de capital | | | | | | | |
| TDF | | | | | | | |
| Capital | 60.842 | 60.443 | 63.505 | 66.107 | 75.919 | 77.823 | 95.443 |
| Interes | 761 | 756 | 794 | 1.680 | 1.937 | 1.950 | 2.295 |
| Total | 61.602 | 61.199 | 64.299 | 67.787 | 77.856 | 79.773 | 97.738 |
| Certificados participación | 39 | 43 | 48 | 53 | 66 | 76 | 91 |
| Otros pasivos | 37.967 | 43.400 | 47.200 | 96.311 | 134.436 | 175.485 | 174.897 |

| | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Cobertura avaluo sobre TDF | 1,97 | 3,40 | 3,90 | 4,82 | 5,85 | 8,32 | 6,82 |
| Cobertura avaluo sobre total pasivos y CP | 1,22 | 1,99 | 2,25 | 1,99 | 2,15 | 2,60 | 2,44 |

Patrimonio Forestal Diciembre 2010 al 2014, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en dólares y convertido al tipo de cambio oficial de cada periodo.

Patrimonio Forestal Diciembre 2015, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en pesos.

Patrimonio Forestal Junio 2016, según la registración en los estados contables del Fideicomiso.

En todos los casos incluye el valor de la tierra.

Plazo de Vigencia

El vencimiento actual del fideicomiso financiero, 15 de marzo de 2021, es un adecuado horizonte para el desarrollo del proyecto forestal de acuerdo al objetivo del contrato.

Liquidez

Al cierre del ejercicio 30/06/2016, el Fideicomiso cuenta con saldos de caja y bancos e inversiones temporarias de casi 6 millones de pesos, representando 1,5 veces los pagos de los intereses preferidos de los Títulos de Deuda Fiduciaria realizados desde mayo 2015 a febrero 2016. (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2.

| | 31/06/2016 | 31/12/2015 | 30/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|--|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| Caja y Bancos | 5.569.406 | 2.776.119 | 3.404.382 | 4.747.519 | 2.050.713 |
| Inversiones temporarias | 15 | 8.573.383 | 4.864.741 | 1.708.337 | 4.112.748 |
| Total Liquidez | 5.569.421 | 11.349.502 | 8.269.123 | 6.455.856 | 6.163.461 |
| 4 últimos pagos de servicios intereses | | | | | |
| - Monto | 3.810.248 | 3.821.392 | 3.554.486 | 2.442.878 | 3.019.381 |
| Relacion Liquidez sobre ultimos 4 pagos | 1,5 | 3,0 | 2,3 | 2,6 | 2,0 |

Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó, entre 31/12/2011 y 31/12/2015, aproximadamente U\$S 30 millones. Significando un aumento de valor de más del 66%.

Esta evolución es debida, entre otros factores a la gestión del operador en el cumplimiento del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico, (PIPE).

Las relaciones de ebitda y ventas del fideicomiso contra los intereses y actualizaciones por CER son robustas demostrando adecuados niveles de actividad económica para afrontar los intereses y actualizaciones de los TDF. (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. (En \$)

| | Ebitda | Intereses y act por cer | Ebitda / Intereses y cer TDF | ventas en pesos | Ventas / Intereses y cer TDF |
|------|---------------|----------------------------|------------------------------------|--------------------|------------------------------------|
| 2011 | 23.460.030,00 | 8.717.907,72 | 2,69 | 30.621.957,00 | 3,51 |
| 2012 | 23.168.234,00 | 9.086.162,65 | 2,55 | 33.837.591,00 | 3,72 |
| 2013 | 26.605.100,00 | 9.042.840,90 | 2,94 | 50.880.065,00 | 5,63 |
| 2014 | 75.260.588,00 | 19.518.245,35 | 3,86 | 61.627.605,00 | 3,16 |
| 2015 | 97.580.993,00 | 14.414.097,54 | 6,77 | 47.659.351,00 | 3,31 |

Fuente: Estados contables del fideicomiso

El coordinador y operador del proyecto, se ubica entre las primeras cinco empresas con mayor superficie forestada de la Argentina. Administra aproximadamente 34.500.- ha de tierras en la Argentina y 7.500.- ha en Paraguay.

Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE)

El último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) propuesto por Garruchos SA como operador y aprobado en septiembre del 2011 por el Comité Ejecutivo, busca la maximización del Valor Presente Neto de las forestaciones, cambiando el mix de producción entre las especies (eucaliptos / pinos) y garantizando la sustentabilidad del recurso forestal. En el siguiente cuadro (Cuadro 4) vemos la evolución de las superficies forestadas y el cambio que se va produciendo en el mix de las especies.

Cuadro 4

En hectareas

| | Eucalipto | | | Pino | | | Total general | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2011 | 2014 | 2015 | 2011 | 2014 | 2015 | 2011 | 2014 | 2015 |
| Menor ó igual a dos años | 56 | 1.776 | 2.507 | 1.019 | 258 | 100 | 1.075 | 2.034 | 2.607 |
| Mayor a dos años | 2.062 | 1.746 | 1.380 | 5.987 | 5.816 | 5.708 | 8.049 | 7.562 | 7.088 |
| Subtotal Forestado | 2.118 | 3.522 | 3.887 | 7.006 | 6.074 | 5.808 | 9.124 | 9.596 | 9.695 |
| Libres a Forestar | | | | | | | 1.692 | 1.220 | 1.121 |
| Total General | | | | | | | 10.816 | 10.816 | 10.816 |

(i) Pago a los instrumentos:

De acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Comité Ejecutivo tiene la facultad de instruir al fiduciario a imputar los montos de cada distribución que correspondan a los Títulos de Deuda Fiduciaria en exceso de los montos correspondientes al pago del interés preferido devengado y a la amortización del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria.

El 2 de mayo de 2016, de acuerdo a lo previsto en el contrato de fideicomiso, el Comité Ejecutivo dio conformidad al pedido del Coordinador del Proyecto de no distribuir intereses y/o amortizaciones.

El pedido se realizó en función del Flujo de Fondos y en razón de que durante el ejercicio 2016 el Fideicomiso deberá incurrir en costos propios del ciclo biológico, cíclico y productivo de plantaciones forestales que repercutirán fuertemente en el margen bruto de la operación del Fideicomiso.

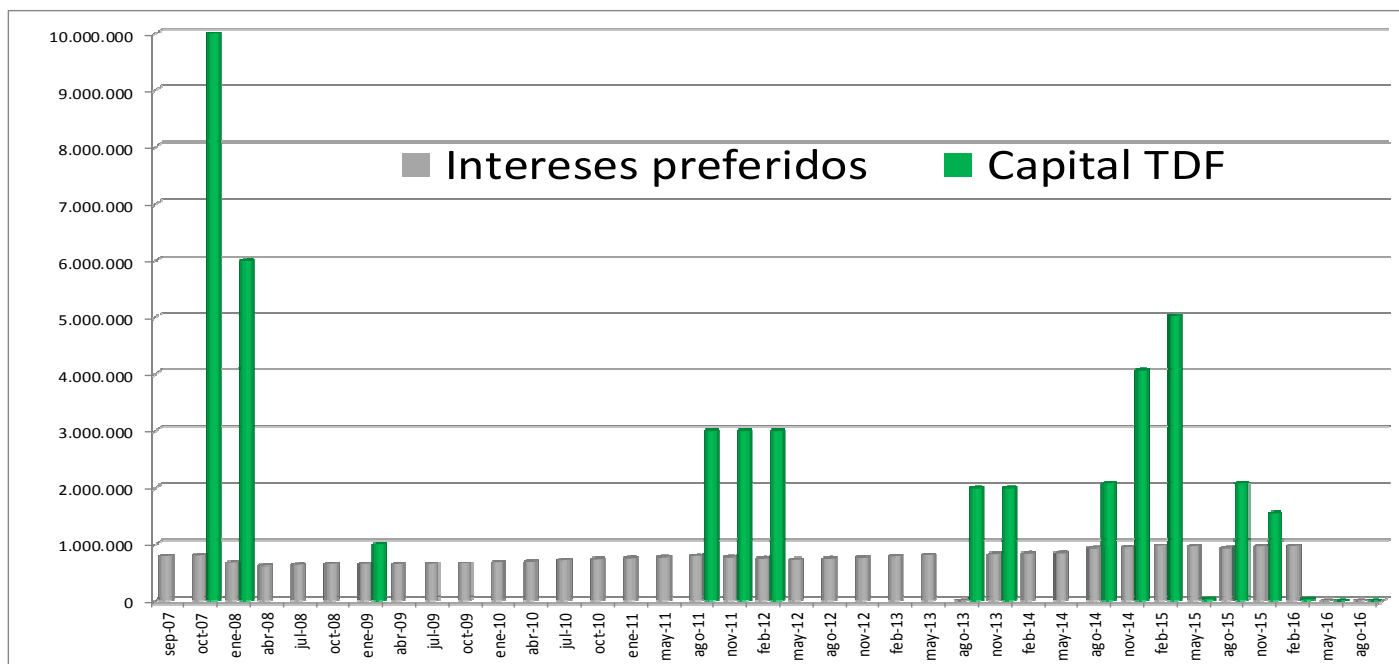
El Coordinador ha indicado, también, que las actividades y sus consecuencias que generen dichos costos no son excepcionales, anormales, ni extrañas a la actividad, sino propias del ciclo natural productivo de una forestación de algo más de 10.000.- ha.(1)

En el siguiente cuadro se detalla los pagos realizados los últimos cuatro cuatrimestres:

| Fecha de Pago | Intereses preferidos | Capital TDF | Total |
|---------------|----------------------|--------------|--------------|
| 15/05/2015 | 961.182,61 | 38.817,39 | 1.000.000,00 |
| 14/08/2015 | 926.310,97 | 2.073.689,03 | 3.000.000,00 |
| 13/11/2015 | 957.871,04 | 1.542.128,96 | 2.500.000,00 |
| 16/02/2016 | 964.883,25 | 35.116,75 | 1.000.000,00 |
| 13/05/2016 | - | - | - |
| 12/08/2016 | - | - | - |

(1) Informado como hecho relevante, por el Fiduciario, con nota ingresada el 03/05/2016 en la Comisión Nacional de Valores.

A continuación mostramos la evolución histórica del desempeño:



(ii) **Saldo de los instrumentos:**

Al 31-03-2016 el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria, actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a \$ 97.737.350.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación actualizado por CER asciende a \$ 91.414.-

ANEXO I – Estados Contables (En \$)

| | 30/06/2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|---------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| ACTIVO | | | | |
| ACTIVO CORRIENTE | | | | |
| Caja y Bancos | 5.569.406 | 2.776.119 | 3.404.382 | 4.747.519 |
| Inversiones Temporarias | 15 | 8.573.383 | 4.864.741 | 1.708.337 |
| Créditos por Ventas | 4.937.627 | 1.258.627 | 9.808.532 | 9.216.385 |
| Otros Créditos | 3.887.425 | 4.478.509 | 3.265.569 | 874.977 |
| Bienes de Cambio | 19.328.057 | 25.911.930 | 32.228.205 | 22.812.850 |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | 33.722.530 | 42.998.568 | 53.571.429 | 39.360.068 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | | | | |
| Bienes de Cambio | 309.755.800 | 271.739.505 | 186.571.535 | 138.681.274 |
| Bienes de Uso | 338.633.653 | 338.649.496 | 219.875.775 | 153.737.904 |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE | 648.389.453 | 610.389.001 | 406.447.310 | 292.419.178 |
| TOTAL ACTIVO | 682.111.983 | 653.387.569 | 460.018.739 | 331.779.246 |
| PASIVO | | | | |
| PASIVO CORRIENTE | | | | |
| Deudas Comerciales | 3.429.784 | 3.806.334 | 5.367.570 | 3.970.378 |
| Deudas Fiscales | 353.796 | 158.925 | 180.987 | 2.923.178 |
| Anticipos de clientes | 921.372 | 1.046.623 | 501.555 | 841.177 |
| Titulos de deuda fiduciaria | 2.294.581 | 1.984.846 | 6.961.182 | 1.680.344 |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | 6.999.533 | 6.996.728 | 13.011.294 | 9.415.077 |
| PASIVO NO CORRIENTE | | | | |
| Deudas Fiscales | 169.927.763 | 170.219.512 | 128.155.175 | 88.403.115 |
| Titulos de deuda fiduciaria | 95.442.769 | 77.787.682 | 70.894.599 | 66.106.753 |
| Previsiones | 265.316 | 253.815 | 230.818 | 173.589 |
| TOTAL PASIVO NO CORRIENTE | 265.635.848 | 248.261.009 | 199.280.592 | 154.683.457 |
| TOTAL PASIVO | 272.635.381 | 255.257.737 | 212.291.886 | 164.098.534 |
| PATRIMONIO NETO | 409.476.602 | 398.129.832 | 247.726.853 | 167.680.712 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 682.111.983 | 653.387.569 | 460.018.739 | 331.779.246 |

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

| | 30/06/2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Período en meses | 6 | 12 | 12 | 12 |
| Resultado por producción | 31.268.933 | 88.221.486 | 78.874.048 | 28.257.802 |
| Ingresos netos por venta | 16.547.732 | 47.659.351 | 61.627.605 | 50.880.065 |
| Costo de ventas | -15.759.590 | -44.962.748 | -57.571.248 | -46.868.218 |
| Resultado por venta de bienes | 788.142 | 2.696.603 | 4.056.357 | 4.011.847 |
| Resultado Bruto | 32.057.075 | 90.918.089 | 82.930.405 | 32.269.649 |
| Gastos de comercialización | -957.987 | -2.878.336 | -4.623.508 | -3.970.435 |
| Gastos de administración | -1.640.128 | -2.955.502 | -2.753.792 | -1.800.409 |
| Total Gastos Operativos | -2.598.115 | -5.833.838 | -7.377.300 | -5.770.844 |
| Resultado Operativo | 29.458.960 | 85.084.251 | 75.553.105 | 26.498.805 |
| Resultados Financieros y por tenencia | -18.448.727 | -12.865.843 | -18.313.318 | -9.370.874 |
| Otros ingresos y egresos netos | 28.904 | 1.414.799 | -281.157 | 72.318 |
| Ganancia antes de impuesto | 11.039.137 | 73.633.207 | 56.958.630 | 17.200.249 |
| Impuesto a las ganancias | 291.749 | -463.623 | -19.935.521 | -6.024.939 |
| Resultado neto | 11.330.886 | 73.169.584 | 37.023.109 | 11.175.310 |

Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000.-: “A – (ff)”.

Certificados de Participación por VN U\$S 15.000.- : “B –(ff)”.

Las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones buena, siendo más sensible ante cambios en las condiciones económicas, del sector o en el emisor, que aquellas con más alta calificación.

Las emisiones o emisores calificados en “B” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy débil, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.”

Los valores representativos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros que correspondan a un fideicomiso financiero contarán con un indicador adicional “(ff)”.

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” ó “-”, para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica.

La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada. La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación. El mismo debe leerse conjuntamente con la documentación legal, impositiva y el contrato de fideicomiso.

Fuentes de información

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones asignadas:

- (i) Texto ordenado del Contrato de Fideicomiso Financiero al del 15 de marzo de 2011. Disponible en la Autopista de información de CNV (www.cnv.gob.ar).
- (ii) Estados Contables anuales y trimestrales del Fideicomiso Financiero. Disponible en la Autopista Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar).
- (iii) Hecho Relevante. Disponible en la Autopista Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar).
- (iv) Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en www.bolsar.com
- (v) Avalúo Forestal 2015. Dictamen independiente de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.

Manual de calificación

Para realizar el presente informe se utilizó el Manual de la Metodología de Calificación de Riesgos para Fideicomisos Financiero aprobado por la CNV bajo la Resolución CNV 17283/14.

Analistas a Cargo

Verónica Saló vsalo@untref.edu.ar
Walter Severino wseverino@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Raquel Kismer de Olmos rkolmos@untref.edu.ar