

Fideicomisos Financieros
Forestal I – Fondo de Inversión

Fiduciario:

Fideicomisos Provincia S.A.U.

Fiduciantes:

ANSES-FGS y Kevilmare S.A.

Coordinador del proyecto y

Operador:

Garruchos S.A.

Calificación:

TDF “A – (ff)” Estable

CP “B – (ff)” Estable

Tipo de informe: Seguimiento

Calificación anterior: 23/06/2025

TDF “A-(ff)” Estable

CP “B-(ff)” Estable

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:

Jorge Dubrovsky,

jdubrovsky@untref.edu.ar

Walter Severino,

wseverino@untref.edu.ar

Fecha de evaluación:

09/10/2025

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.

Calificaciones

Clase	Monto VN U\$S	Monto actualizado en \$ al 30/06/2025	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	15.082.876.342.-	“A- (ff)”	Estable	“A-(ff)” Estable
CP	15.000	9.027.061.-	“B- (ff)”	Estable	“B-(ff)” Estable

Fundamentos de la calificación

Situación actual del Fideicomiso: El Comité Ejecutivo del Fideicomiso se reunió el 21 de abril pasado y resolvió en forma unánime,

-Aprobar el Presupuesto del Fideicomiso al 31/12/2025.

-Aprobar el Cronograma de Liquidación elaborado por el Coordinador del Proyecto y Operador, requerido por la Comisión Nacional de Valores.

-Dar conformidad a los honorarios y propuestas de trabajo presentadas por las firmas José M. Zimmermann y Asociados y Bullrich Campos para realizar las tareas de venta de los Bienes Fideicomitados.

-Designar al corredor inmobiliario (broker) que intermediará en la venta de los Bienes Fideicomitados, con ajuste a la ‘Metodología de Venta y Términos de Referencia para la Valoración del Fideicomiso Financiero aprobada por Asamblea de Inversores del 5/12/2024.

Relación Deuda/Valor: En base al avalúo realizado por la Universidad Nacional de Misiones, el patrimonio forestal representa 1,89 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 1,79 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30/06/2025.

Evolución del valor residual de los TDF y CP: Al 30/06/2025, los TDF tendrían un rendimiento positivo de U\$S 6.470.185.- y los CP un rendimiento también positivo de U\$S 11.154.033.-, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP.

Relación Deuda / Valor

Cuadro 1 – Cobertura Patrimonio Forestal (En miles de pesos de cada período).

	31/12/2010	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Avalúo Forestal (1)	121.330	663.856	752.907	836.748	1.155.513	1.398.887	1.726.670	2.157.150	3.574.286	13.894.925	24.748.113	28.485.038
Estructura de capital												
Títulos de Deuda												
Fiduciaria	61.602	79.773	112.410	144.872	224.036	356.845	504.959	804.343	1.863.920	4.292.944	12.598.306	15.082.876
Certificados	39	76	103	126	186	280	382	528	1.102	2.773	7.731	9.027
Otros pasivos	37.967	175.485	197.011	571.613	492.449	150.902	32.046	37.865	110.033	265.892	837.803	819.232
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	8,32	6,70	5,78	5,16	3,92	3,42	2,68	1,92	3,24	1,96	1,89
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	2,60	2,43	1,17	1,61	2,75	3,21	2,56	1,81	3,05	1,84	1,79

(1) Avalúo Patrimonio Forestal realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Hasta el 2014 valuado en dólares y convertido al tipo de cambio oficial de cada período. Desde el 2015 valuado en \$ de cierre de cada período.

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Contables del Fideicomiso y Avalúo Forestal UNM-FCF

En base al avalúo realizado por la Universidad Nacional de Misiones, el patrimonio forestal representa 1,89 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 1,79 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30 de junio de 2025.

Liquidez

Según los estados contables, el fideicomiso cerró el 30 de junio de 2025, con saldos de caja e inversiones temporarias mayores a \$ 54,7 millones. El ratio de liquidez fue de 33 centavos de activos corrientes por cada peso de pasivo corriente y considerando solo los saldos de Caja y Bancos, Inversiones Temporarias y Créditos por Ventas, (Liquidez Ácida), el ratio se reduce a 3 centavos. Se destaca que los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), están considerados como pasivo corriente.

Calidad del activo – Gestión del operador

El coordinador del Proyecto y operador, se ubica entre las primeras cinco empresas con mayor superficie forestada de la Argentina. Administra aproximadamente 36.000.- ha de tierras en la Argentina y además explota 21.000.- ha en Paraguay.

Situación actual del fideicomiso

La “Fecha de Vencimiento” del Fideicomiso Financiero Forestal I - Fondo de Inversión Directa - ocurrió el 15 de marzo de 2023, luego de varias extensiones.

La cláusula 2.2 del Contrato de Fideicomiso establece que la Fecha de Vencimiento del Fideicomiso podrá ser extendida por decisión de la Asamblea de Inversores, dentro del plazo máximo de 30 años contados desde la celebración del contrato. En virtud de lo expuesto, el “Período de Vigencia” del Fideicomiso podría haber sido prorrogado hasta el 3 de julio de 2028.

El 19 de Marzo de 2019 fueron tratados y aprobados por el Comité Ejecutivo, la prórroga hasta el año 2028 del Período de Vigencia Fideicomiso, y el nuevo Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE), con el nuevo horizonte dado por la prórroga de la Fecha de Vencimiento. En la misma reunión se instruyó al Fiduciario a que convoque a la Asamblea de Inversores para que proceda a considerar el

nuevo PIPE y la prórroga de la Fecha de Vencimiento, de acuerdo con artículo 7.5.2. del Contrato de Fideicomiso.

El 31 de mayo de 2020 se reunió, en forma unánime, la Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa, y se abstuvo de aprobar un nuevo PIPE y la prórroga de la Fecha de Vencimiento del Fideicomiso hasta el 3 de julio de 2028. Asimismo resolvió encomendar al “Auditor” (externo) y al “Asesor Impositivo” del Fideicomiso un estudio del impacto impositivo y patrimonial de su eventual liquidación a su Fecha de Vencimiento en marzo del año 2021 y al Fiduciario que evalúe el impacto comparativo de la liquidación del Fideicomiso a marzo del año 2028, considerando implementado el nuevo PIPE aprobado por el Comité Ejecutivo el 19 de Marzo de 2019.

El 12 de junio de 2020, luego del cambio de autoridades en el Fiduciante / Inversor mayoritario (ANSES-FGS), se reunió el Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa para considerar la propuesta de ‘Proyección Financiera 2020’ presentada por el “Coordinador del Proyecto” y “Operador” del Fideicomiso.

Por unanimidad el Comité Ejecutivo resolvió,

- Aprobar la propuesta del Coordinador del Proyecto y Operador del Fideicomiso, de **no** efectivizar “Distribuciones” correspondientes a los Títulos de Deuda emitidos bajo el Fideicomiso.
- Instruir al Fiduciario a atender los “Gastos del Fideicomiso” previsionados por el Operador y a constituir dos inversiones indisponibles (a plazo fijo y en fondos comunes de inversión).
- Instruir al Coordinador del Proyecto y Operador del Fideicomiso a proporcionar las aperturas, aclaraciones e información de soporte de la antedicha ‘Proyección Financiera 2020’, así como una ‘Planificación Económico-Financiera’ con horizonte el 15 de marzo de 2021 y un nuevo Plan de Inversión y Producción Estratégico (PIPE) con horizonte marzo de 2028.
- Gestionar, con el Auditor externo y/o el Asesor Impositivo del Fideicomiso, el estudio encomendado por Asamblea de Inversores del 31 de mayo de 2019.
- Fijar en \$ 1.900.000.- el “Fondo de Reserva” durante el ejercicio ‘2020, encomendando al Fiduciario y al Coordinador del Proyecto y Operador del Fideicomiso a proponer alternativas de inversión para dicho Fondo de Reserva.

Cumplido el plazo de vigencia del contrato del Fideicomiso el 15 de marzo de 2020, el Comité Ejecutivo convocó a una Asamblea de Inversores para considerar una nueva extensión del Período de Vigencia del Fideicomiso.

El 22 de marzo de 2021 la Asamblea de Inversores aprobó, por unanimidad, la extensión, por seis (6) meses, del Plazo de Vigencia del Fideicomiso, a contar del 15 de marzo de 2021, fijando la nueva Fecha de Vencimiento el 15 de septiembre del 2021. Los Inversores expresaron que, durante la antedicha extensión de seis meses, evaluarían las posibilidades de proceder a una eventual liquidación o bien migrar el negocio a otra estructura.

El 4 de octubre de 2021 tuvo lugar una Asamblea unánime de Inversores del Fideicomiso donde los tenedores del 100% de los “Títulos de Deuda Fiduciaria” resolvieron una nueva extensión del Período de Vigencia por 12 meses a partir del 15 de septiembre de 2021, en este caso hasta el 15 de septiembre de 2022.

El 15 de septiembre de 2022 se llevó a cabo una Asamblea unánime de Inversores en la cual, por decisión de los tenedores del 100% de los Títulos de Deuda Fiduciaria, volvieron a extender el Período de Vigencia del Fideicomiso hasta el 15 de marzo de 2023.

Finalmente, el 15 de marzo de 2023 ocurrió la Fecha de Vencimiento del Fideicomiso, finalizando su Período de Vigencia y principiando su etapa de liquidación.

De acuerdo con el Contrato de Fideicomiso (cl. 14.3. y conchs.), aprobada por el Comité Ejecutivo y los Inversores la “...metodología de venta de todo el Patrimonio Fideicomitado...” que propondrá el Coordinador del Proyecto, el Fiduciario actuará como “...liquidador...”, realizando los activos, cancelando los pasivos y distribuyendo el remanente entre los tenedores de “Certificados de Participación”.

El 5 de diciembre de 2024 se celebró una Asamblea unánime de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I - Fondo de Inversión Directa, en la cual, por unanimidad de votos, se resolvió:

- 1.- Tener por acaecido el evento de disolución del Fideicomiso Financiero Forestal I por vencimiento de su plazo de vigencia.
- 2.- Ratificar la disolución y liquidación del Fideicomiso.
- 3.- Instruir al Fiduciario a continuar con las tareas de liquidación del Patrimonio Fideicomitado de conformidad a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso.
- 4.- Mantener los Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso dentro del régimen de la oferta pública.
- 5.- Aprobar la Metodología de Venta del Patrimonio Fideicomitado presentada por el Coordinador del Proyecto e instruir al Fiduciario a adoptar todas las medidas necesarias para la ejecución de la venta de los inmuebles y vuelo forestal que conforman los Bienes Fideicomitados y el Patrimonio del Fideicomiso.

En la Asamblea el representante del Inversor ANSES-FGS informó que la valuación del Patrimonio Fideicomitado solicitada al Tribunal de Tasaciones de la Nación (“TTN”) se encuentra en revisión del TTN ante una actualización del inventario forestal que le comunicara el Operador y Coordinador del Fideicomiso el 20 de noviembre de 2024.

El Comité Ejecutivo del Fideicomiso se reunió el 21 de abril pasado y resolvió en forma unánime,

- Aprobar el Presupuesto del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2025.
- Aprobar el Cronograma de Liquidación elaborado por el Coordinador del Proyecto y Operador, requerido por la Comisión Nacional de Valores.
- Dar conformidad a los honorarios y propuestas de trabajo presentadas por las firmas José M. Zimmermann y Asociados y Bullrich Campos para realizar las tareas de venta de los Bienes Fideicomitados.

- Designar al corredor inmobiliario (broker) que intermediará en la venta de los Bienes Fideicomitidos, con ajuste a la 'Metodología de Venta y Términos de Referencia para la Valoración del Fideicomiso Financiero aprobada por Asamblea de Inversores del 5 de diciembre de 2024.

Desempeño operativo

**Cuadro 2. Evolución ventas.
(Interanual en términos reales.)**

	% l.a
1º semestre 2025	-46%
Año 2024	5%
Año 2023	-12%
Año 2022	-6%
Año 2021	6%
Año 2020	-40%

Ante la falta de reposición de la tala producida en los últimos años y de nuevas implantaciones el resultado de producción⁽¹⁾, durante el año 2023, fue negativo por \$1.962 millones, positivo por \$ 533 millones durante el año 2024 (en moneda homogénea de diciembre 2024) y volvió a ser negativo durante el 1º semestre de 2025 por \$ 281 millones (en moneda de junio de 2025).

(1) Los resultados de producción reflejan los cambios cuali-cuantitativos de las plantaciones sometidas al proceso de transformación biológica, medidos desde el inicio del ejercicio hasta la fecha de cierre del ejercicio, o de la tala, lo que suceda primero.

En el transcurso del ejercicio contable anual del año 2024, las aseguradoras del fideicomiso liquidaron varios siniestros, (incendios), ocurridos en la explotación durante los años 2023 y 2024. Según los Estados Contables, ajustados por inflación y en moneda homogénea de diciembre de 2024 se registraron ingresos por más de \$ 327 millones.

El 29/04/2025 se acreditó en una de las cuentas fiduciarias, el monto de \$254,4 millones correspondiente al 60% indemnización correspondiente a un evento (fuertes vientos), ocurrido al principio del año 2024.

Desempeño de la serie

(i) Evolución del rendimiento de los TDF y CP.

Al 30/06/2025, los TDF tendrían un rendimiento positivo de U\$S 6.470.185.- y los CP un rendimiento también positivo de U\$S 11.154.033.-, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP. (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. Inversión inicial, pago de servicios y principal, y valor residual. (En U\$S corrientes).

	TDF	CP
Inversión Inicial	-21.400.000	-15.000
Rendimientos Pagados	5.576.913	0
Cancelación de capital	9.879.382	0
Valor Residual	12.413.890	11.169.033
Rendimiento Total	6.470.185	11.154.033

Fuente: Elaboración propia con datos de los EECC y avisos de pago en CNV

(ii) Saldo de los instrumentos:

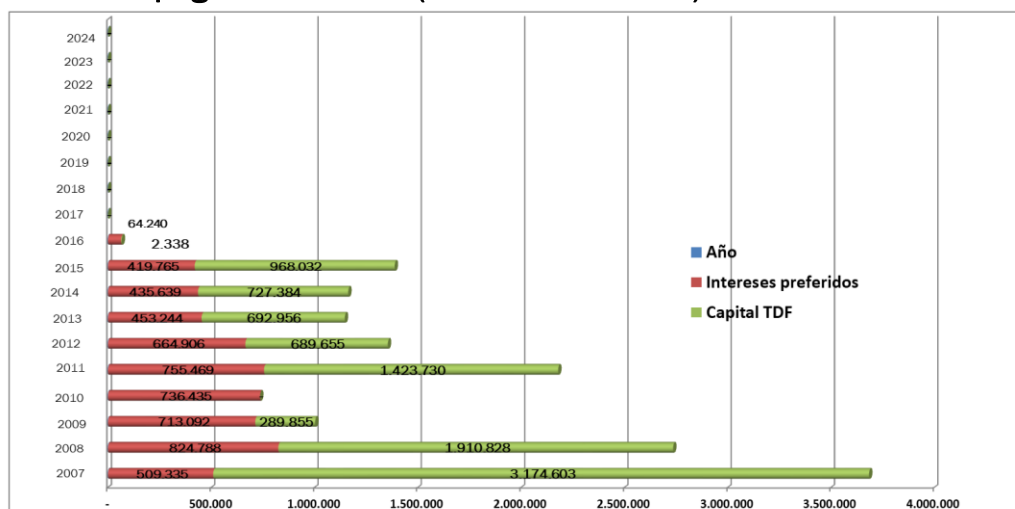
Al 30/06/2025, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER más intereses capitalizados, asciende a \$15.082.876.342.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP), actualizado por CER, asciende a \$ 9.027.061.-

(iii) Pago a los instrumentos:

De acuerdo con 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 con 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. Hasta el 15 de marzo de 2023, el Fiduciario informó la conformidad del Comité Ejecutivo a la iniciativa propiciada por el Coordinador del Proyecto, para no hacer efectivas Distribuciones correspondientes a los TDF emitidos por el Fideicomiso.

Gráfico 1. Evolución pagos realizados. (En U\$S nominales).



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV

Observaciones de impacto macroeconómico, ambiental y social.

El Fideicomiso Financiero Forestal I (FF Forestal I) está sujeto al cumplimiento de leyes y reglamentaciones con respecto al impacto de su actividad en el medio ambiente.

El objetivo de su Plan de Inversión, de Producción y Estratégico garantiza la sustentabilidad de los recursos forestales en una forma amigable con el medio ambiente e inmerso en el rol de responsabilidad social que le compete al Fideicomiso.

ANEXO I – Estados Contables (En \$)

	30/06/2025		31/12/2024	
ACTIVO				
Caja y Bancos	2.765.254	0,0%	2.843.163	0,0%
Inversiones Temporarias	51.950.003	0,2%	180.924.348	0,6%
Créditos por Ventas	265.023.987	0,9%	286.292.336	1,0%
Otros Créditos	213.341.492	0,7%	268.701.850	0,9%
Bienes de Cambio	4.687.299.645	15,9%	4.686.724.963	15,9%
Bienes de Uso	24.252.103.100	82,3%	24.019.211.534	81,6%
TOTAL ACTIVO	29.472.483.481	100,0%	29.444.698.194	100,0%
PASIVO				
Deudas Comerciales	806.979.210	2,7%	951.640.122	3,2%
Deudas Fiscales	4.596.692	0,0%	4.516.852	0,0%
Anticipos de clientes	7.554.313	0,0%	8.014.569	0,0%
Previsiones	102.020	0,0%	114.582	0,0%
Titulos de deuda fiduciaria	15.082.876.342	51,2%	14.500.265.741	49,2%
TOTAL PASIVO	15.902.108.577	54,0%	15.464.551.866	52,5%
PATRIMONIO NETO	13.570.374.904	46,0%	13.980.146.328	47,5%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	29.472.483.481	100,0%	29.444.698.194	100,0%

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	30/06/2025		30/06/2024	
Período en meses	6		6	
Resultado por producción	-281.026.989	-43,2%	701.339.192	58,4%
Ingresos netos por venta	649.896.607	100,0%	1.200.268.748	100,0%
Costo de ventas	-645.737.490	-99,4%	-1.176.771.793	-98,0%
Resultado por venta de bienes	4.159.117	0,6%	23.496.955	2,0%
Resultado Bruto	-276.867.872	-42,6%	724.836.147	60,4%
Gastos de comercialización	-4.177.458	-0,6%	-24.225.504	-2,0%
Gastos de administración	-99.874.101	-15,4%	-101.777.848	-8,5%
Total Gastos Operativos	-104.051.559	-16,0%	-126.003.352	-10,5%
Resultado Operativo	-380.919.431	-58,6%	598.832.795	49,9%
Resultados Financieros y por tenencia (Incluido REPCAM)	-495.148.314	-76,2%	-3.237.689.440	-269,7%
- Intereses y rendimientos	-80.151.276	-12,3%	-139.071.783	-11,6%
- Actualizaciones por Cer	-499.769.606	-76,9%	-2.880.717.831	-240,0%
- Diferencias de cambio y otros	-74.514	0,0%	13.293.409	1,1%
- Repcam	84.847.082	13,1%	-231.193.235	-19,3%
Otros ingresos y egresos netos	232.029.956	35,7%	320.075.465	26,7%
Resultado antes de impuesto	-644.037.789	-99,1%	-2.318.781.180	-193,2%
Impuesto a las ganancias	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto	-644.037.789	-99,1%	-2.318.781.180	-193,2%

ANEXO III– Indicadores y ratios

	30/06/2025	30/06/2024
Período en meses	6	6
Resultado por producción	-281.026.989	701.339.192
Ingresos netos por ventas	649.896.607	1.200.268.748
Costo de ventas	-645.737.490	-1.176.771.793
Resultado Bruto	-276.867.872	724.836.147
Resultado Operativo	-380.919.431	598.832.795
Resultado Neto	-644.037.789	-2.318.781.180
Liquidez Corriente	0,33	0,35
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,02	0,03
Capital de Trabajo Neto Contable	-10.681.728.196	-10.039.065.206
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	-10.736.443.453	-10.222.832.717

Definición de las calificaciones asignadas

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

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

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 “+” o “-”, 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 de su comportamiento en el mediano y largo plazo. Para las categorías CCC o menores, no aplica la perspectiva dado que la probabilidad de incumplimiento para estas categorías es elevada y tienen por definición incorporada la perspectiva negativa. 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 puede ser:

- Positiva: la calificación puede subir.
- Estable: la calificación probablemente no cambie.
- Negativa: la calificación puede bajar. La revisión especial puede ser:

La asignación de Perspectiva y de Revisión Especial es excluyente. Si ocurriera que aplica colocar una calificación en Revisión Especial no se asignará Perspectiva. Resuelto el hecho que impulsó la Revisión Especial se asignará la perspectiva correspondiente

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 juntamente 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 del 15 de marzo de 2011. Disponible en la Autopista de Información Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar).
- II. Estados Contables anuales y trimestrales del Fideicomiso Financiero. Disponibles en www.bolsar.com.
- III. Hechos Relevantes. Disponibles en la Autopista de Información Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar)
- IV. Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponibles en www.bolsar.com.
- V. Avalúos Forestales de los años 2015 al 2024. Dictámenes independientes de la Facultad de Ciencias Forestales de la 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

Walter Severino wseverino@untref.edu.ar

Jorge Dubrovsky, jdubrovsky@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de la calificación asignada: 09 de octubre de 2025.