

Fideicomisos Financieros
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)” PN

CP “B – (ff)” PN

Calificación anterior:

TDF “A – (ff)” PE

CP “B – (ff)” PE

por UNTREF-Acrup 27/09/2018

Tipo de informe: Seguimiento**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

Juan Manuel Salvatierra,

jmsalvatierra@untref.edu.ar**Responsable de la función de****Relaciones con el Público:**

Raquel Kismer de Olmos

rkolmos@untref.edu.ar**Fecha de evaluación:** 20/12/2018

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 a Sep 2018 (\$)	Vencimiento	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	190.275.180.-	mar-2021	“A- (ff)”	Negativa	“A-(ff)” PE
CP	15.000.-	159.140.-	mar-2021	“B- (ff)”	Negativa	“B-(ff)” PE

Cambio en la Perspectiva asignada a la Calificación: UNTREF ACR UP decidió cambiar la Perspectiva asignada a la Calificación de Estable a Negativa, con la fundamentación de que la fecha de vencimiento del fideicomiso, 15 de marzo de 2021, no es un horizonte adecuado para el desarrollo del proyecto forestal de acuerdo al objetivo del contrato y la falta de la actualización del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE), lo que está produciendo una reducción de las hectáreas forestadas y el deterioro del desempeño operativo.

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Gestión del operador – Plazo de vencimiento: UNTREF ACR UP necesario señalar que la falta de la actualización del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) produce la reducción de las hectáreas forestadas y el deterioro del desempeño operativo.

Relación Deuda / Valor: El patrimonio forestal representa 4,40 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 2,36 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30-09-2018 (Ver Cuadro1). UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor: Desde el 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2017, el valor de la explotación aumentó en casi 14 millones de dólares, significando un aumento de valor de aproximadamente 46%. A septiembre de este año, producto de la devaluación del peso, de la valuación contable y no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó más de 9 millones de dólares con respecto a 31 de diciembre de 2010.

Evolución del valor residual de los TDF y CP.: El rendimiento total de los TDF y CP al 30/09/2018 es de U\$S 5.932.352.- y U\$S 10.453.077.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 5).

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

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	30/09/2018
Avalúo Forestal ⁽¹⁾	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	836.748	838.005
Estructura de capital									
TDF									
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	141.401	185.819
Intereses	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.471	4.456
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872	190.275
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	103	126	159
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	154.297	165.203
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	8,32	6,70	5,78	4,40
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,43	2,80	2,36

(1) 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, 2016 2017, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en \$. Patrimonio Forestal Septiembre 2018, Bienes de uso según valuación contable, terrenos según avalúo contable. Valuado en pesos.

Desde el 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2017, el valor de la explotación aumentó en casi de 14 millones de dólares, significando un aumento de valor de aproximadamente del 46%. A septiembre de este año, producto de la devaluación del peso, a la valuación contable y a no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó más de 9 millones de dólares con respecto a 31 de diciembre de 2010.

Liquidez

Al 30 de septiembre de 2018, el Fideicomiso cuenta con saldos de Caja y Bancos e Inversiones Temporarias por más de 2,4 millones de pesos, representando un 4 % del devengamiento anual de actualización por CER más intereses de los Títulos de Deuda Fiduciaria y de los Certificados de Participación (Ver Cuadro 2).

A septiembre de este año, el índice de liquidez corriente contable alcanzó 1,94, y el índice de liquidez ácida se redujo a 0,84, habiendo sido de 1,13 de diciembre de 2017.

Cuadro 2. Liquidez (en pesos)

	30/09/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Caja y Bancos	882.586	1.857.943	2.702.565	2.776.119	3.404.382	4.747.519	2.050.713
Inversiones temporarias	1.541.096	1.664.223	1.512.329	8.573.383	4.864.741	1.708.337	4.112.748
Total Liquidez	2.423.682	3.522.166	4.214.894	11.349.502	8.269.123	6.455.856	6.163.461
Devengamiento de CER e intereses del período (12 meses)							
- Monto Devengado	61.268.900	32.483.880	33.602.470	14.534.347	19.804.409	9.961.831	9.124.440
Relación Liquidez sobre devengamiento	0,04	0,11	0,13	0,78	0,42	0,65	0,68

Calidad del activo – Gestión del operador

El coordinador y operador del proyecto, se ubica entre las primeras cinco empresas con mayor superficie forestada de la Argentina. Administra aproximadamente 38.500.- ha de tierras en la Argentina y 21.000.- ha en Paraguay.

En septiembre de 2011 el Comité Ejecutivo aprobó, a propuesta del operador, el último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE). Se encuentra pendiente la actualización del PIPE.

UNTREF ACR UP considera necesario señalar que la falta de actualización del PIPE produce la reducción de las hectáreas forestadas y el deterioro del desempeño operativo. (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. Estado de las hectáreas forestadas.

En hectareas

	Eucalipto					Pino					Total general				
	2011	2014	2015	2016	2017	2011	2014	2015	2016	2017	2011	2014	2015	2016	2017
Menor o igual a dos años	56	1.776	1.380	1.001	455	1.019	258	100	59	56	1.075	2.034	1.480	1.060	511
Mayor a dos años	2.062	1.746	2.507	3.167	3.829	5.987	5.816	5.708	5.528	5.064	8.049	7.562	8.215	8.695	8.893
Subtotal Forestado	2.118	3.522	3.887	4.168	4.284	7.006	6.074	5.808	5.587	5.120	9.124	9.596	9.695	9.755	9.404
Libres a Forestar											1.692	1.220	1.121	1.064	1.418
Total General											10.816	10.816	10.816	10.820	10.822

Desempeño operativo

UNTREF ACRUP considera que el vencimiento vigente del fideicomiso financiero, 15 de marzo de 2021, no es un horizonte adecuado para el desarrollo del proyecto forestal de acuerdo al objetivo del contrato.

Los ingresos por ventas de los primeros nueve meses de este año disminuyeron un 15,7 % en términos nominales, con respecto al período enero – septiembre del año pasado. (Ver Anexo III)

La explotación alcanzó un EBITDA de más de 50 millones de pesos durante el 2017 y de más de 15 millones de pesos en los primeros 9 meses del año 2018. (Ver Anexo III)

Durante los primeros 9 meses del año 2018, el fideicomiso afrontó necesidades de fondos por alrededor de un millón cien mil pesos. Estas necesidades las financió con disponibilidades y la reducción de inversiones temporarias. (Ver Cuadro 4).

Cuadro 4. Estado de flujo de efectivo.

AÑO	sep-18	2017	2016	2015	2014
CAJA INICIAL (1)	3.522.166	4.214.894	11.349.502	8.269.123	6.455.856
CAJA FINAL (1)	2.423.683	3.522.166	4.214.894	11.349.502	8.269.123
Variación (aumento/disminución)	(1.098.483)	(692.728)	(7.134.608)	3.080.379	1.813.267

Causas de las variaciones (en miles)

AÑO	sep-18	2017	2016	2015	2014
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	(814.949)	(123.970)	(6.134.608)	15.580.379	11.500.228
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	(283.534)	(568.758)	0	0	0
FLUJO DE FONDOS FINANCIAMIENTO	0	0	(1.000.000)	(12.500.000)	(9.686.961)
FLUJO DE FONDOS NETO	(1.098.483)	(692.728)	(7.134.608)	3.080.379	1.813.267

(1) Comprende los rubros Caja y bancos e Inversiones temporarias (plazo inferior a los tres meses)

Desempeño de la serie

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

El rendimiento total de los TDF y CP al 30/09/2018 es de U\$S 5.932.352.- y U\$S 10.453.077.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 5).

Cuadro 5. Resumen Inversión inicial, pago de servicios y principal, y valor residual. (En U\$S).

	TDF	CP
Inversión Inicial	-21.400.000	-15.000
Rendimientos Pagados	5.747.042	0
Cancelación de capital	16.792.484	0
Valor Residual	4.792.826	10.468.077
Rendimiento Total	5.932.352	10.453.077

(ii) 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

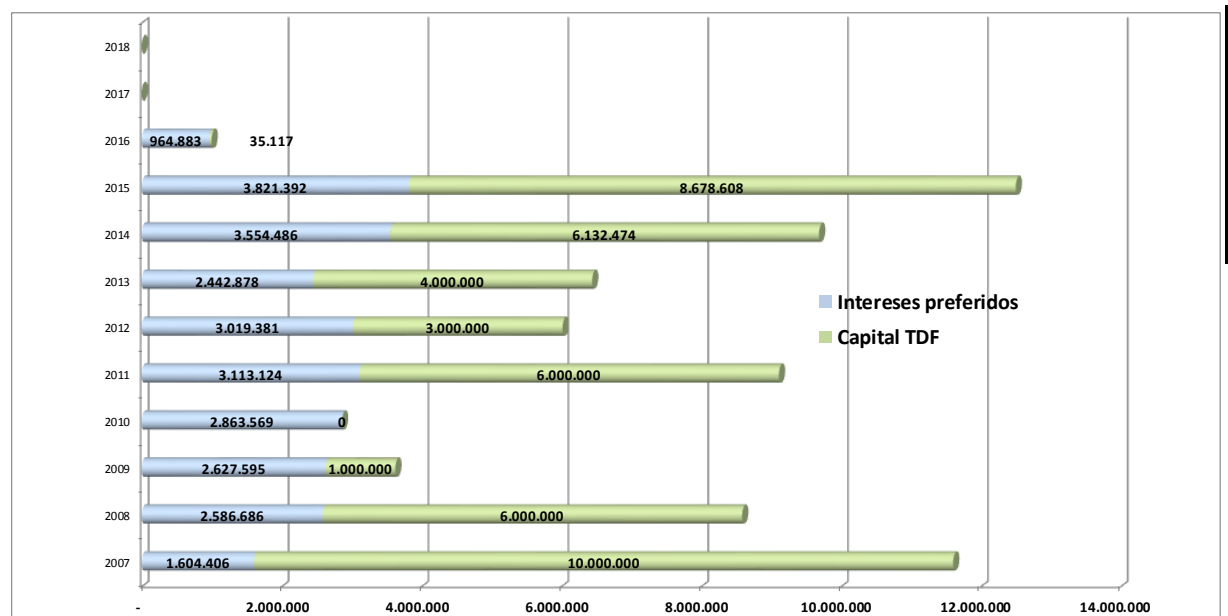
realizó en función del Flujo de Fondos y en razón de que durante el ejercicio 2016 el Fideicomiso debió incurrir en costos propios del ciclo biológico, cíclico y productivo de plantaciones forestales que repercutirán fuertemente en el margen bruto de la operación del Fideicomiso. El Coordinador ha indicado, 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. ⁽²⁾

Así también durante el resto del año 2016 y los años siguientes hasta el día de la fecha, en los avisos de pago presentados ante el Mercado de Valores de Bs.As. S.A. y la Bolsa de Comercio de Bs. As. (Ahora en el denominado BYMA), el fiduciario informa, la conformidad del Comité Ejecutivo y del Coordinador del Proyecto para no hacer efectivos los pagos de las distribuciones correspondientes a los Títulos de Deuda emitidos por el fideicomiso.

En el siguiente cuadro se detalla los últimos pagos realizados.

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

A continuación mostramos la evolución histórica de los pagos realizados:



⁽²⁾ Informado como hecho relevante, por el Fiduciario, con nota ingresada el 03/05/2016 en la Comisión Nacional de Valores.

(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 30-09-2018, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$ 190.275.180.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 159.140.-

ANEXO I – Estados Contables (En \$)

ACTIVO	30/09/2018		31/12/2017		31/12/2016		31/12/2015		31/12/2014		31/12/2013	
ACTIVO CORRIENTE												
Caja y Bancos	882.586	0,1%	1.857.943	0,2%	2.702.565	0,4%	2.776.119	0,4%	3.404.382	0,7%	4.747.519	1,4%
Inversiones Temporarias	1.541.096	0,2%	1.664.223	0,2%	1.512.329	0,2%	8.573.383	1,3%	4.864.741	1,1%	1.708.337	0,5%
Créditos por Ventas	10.606.165	1,4%	9.254.057	1,2%	8.290.785	1,2%	1.258.627	0,2%	9.808.532	2,1%	9.216.385	2,8%
Otros Créditos	4.625.466	0,6%	5.463.039	0,7%	5.647.417	0,8%	4.478.509	0,7%	3.265.569	0,7%	874.977	0,3%
Bienes de Cambio	12.474.319	1,6%	29.235.176	3,9%	27.191.131	3,9%	25.911.930	4,0%	32.228.205	7,0%	22.812.850	6,9%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	30.129.632	3,9%	47.474.438	6,3%	45.344.227	6,4%	42.998.568	6,6%	53.571.429	11,6%	39.360.068	11,9%
ACTIVO NO CORRIENTE												
Bienes de Cambio	401.533.380	52,1%	365.498.392	48,6%	320.136.401	45,5%	271.739.505	41,6%	186.571.535	40,6%	138.681.274	41,8%
Bienes de Uso	339.397.909	44,0%	339.151.022	45,1%	338.617.808	48,1%	338.649.496	51,8%	219.875.775	47,8%	153.737.904	46,3%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	740.931.289	96,1%	704.649.414	93,7%	658.754.209	93,6%	610.389.001	93,4%	406.447.310	88,4%	292.419.178	88,1%
TOTAL ACTIVO	771.060.921	100,0%	752.123.852	100,0%	704.098.436	100,0%	653.387.569	100,0%	460.018.739	100,0%	331.779.246	100,0%
PASIVO												
PASIVO CORRIENTE												
Deudas Comerciales	9.841.094	1,3%	6.750.191	0,9%	9.397.964	1,3%	3.806.334	0,6%	5.367.570	1,2%	3.970.378	1,2%
Deudas Fiscales	136.159	0,0%	266.637	0,0%	156.950	0,0%	158.925	0,0%	180.987	0,0%	2.923.178	0,9%
Anticipos de clientes	1.127.586	0,1%	827.480	0,1%	416.028	0,1%	1.046.623	0,2%	501.555	0,1%	841.177	0,3%
Titulos de deuda fiduciaria	4.455.937	0,6%	3.470.877	0,5%	2.699.546	0,4%	1.984.846	0,3%	6.961.182	1,5%	1.680.344	0,5%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	15.560.776	2,0%	11.315.185	1,5%	12.670.488	1,8%	6.996.728	1,1%	13.011.294	2,8%	9.415.077	2,8%
PASIVO NO CORRIENTE												
Deudas Fiscales	154.080.752	20,0%	146.439.150	19,5%	186.761.877	26,5%	170.219.512	26,1%	128.155.175	27,9%	88.403.115	26,6%
Titulos de deuda fiduciaria	185.819.243	24,1%	141.400.663	18,8%	109.711.323	15,6%	77.787.682	11,9%	70.894.599	15,4%	66.106.753	19,9%
Previsiones	17.479	0,0%	14.448	0,0%	276.812	0,04%	253.815	0,04%	230.818	0,05%	173.589	0,1%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	339.917.474	44,1%	287.854.261	38,3%	296.750.012	42,1%	248.261.009	38,0%	199.280.592	43,3%	154.683.457	46,6%
TOTAL PASIVO	355.478.250	46,1%	299.169.446	39,8%	309.420.500	43,9%	255.257.737	39,1%	212.291.886	46,1%	164.098.534	49,5%
PATRIMONIO NETO	415.582.671	53,9%	452.954.406	60,2%	394.677.936	56,1%	398.129.832	60,9%	247.726.853	53,9%	167.680.712	50,5%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	771.060.921	100,0%	752.123.852	100,0%	704.098.436	100,0%	653.387.569	100,0%	460.018.739	100,0%	331.779.246	100,0%

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

Período en meses	30/09/2018		30/09/2017		31/12/2017		31/12/2016		31/12/2015		31/12/2014		31/12/2013	
	9	57%	9	63%	12	98%	12	134%	12	185%	12	128%	12	56%
Resultado por producción	19.460.096	57%	25.364.296	63%	52.517.597	98%	48.293.493	134%	88.221.486	185%	78.874.048	128%	28.257.802	56%
Ingresos netos por venta	34.137.678	100%	40.496.276	100%	53.475.489	100%	35.916.573	100%	47.659.351	100%	61.627.605	100%	50.880.065	100%
Costo de ventas	-33.466.774	-98%	-39.349.512	-97%	-51.948.546	-97%	-34.470.119	-96%	-44.962.748	-94%	-57.571.248	-93%	-46.868.218	-92%
Resultado por venta de bienes	670.904	2%	1.146.764	3%	1.526.943	3%	1.446.454	4%	2.696.603	6%	4.056.357	7%	4.011.847	8%
Resultado Bruto	20.131.000	59%	26.511.060	65%	54.044.540	101%	49.739.947	138%	90.918.089	191%	82.930.405	135%	32.269.649	63%
Gastos de comercialización	-687.339	-2%	-1.187.187	-3%	-1.583.458	-3%	-1.750.320	-5%	-2.878.336	-6%	-4.623.508	-8%	-3.970.435	-8%
Gastos de administración	-4.002.359	-12%	-3.555.825	-9%	-5.123.270	-10%	-3.242.656	-9%	-2.955.502	-6%	-2.753.792	-4%	-1.800.409	-4%
Total Gastos Operativos	-4.689.698	-14%	-4.743.012	-12%	-6.706.728	-13%	-4.992.976	-14%	-5.833.838	-12%	-7.377.300	-12%	-5.770.844	-11%
Resultado Operativo	15.441.302	45%	21.768.048	54%	47.337.812	89%	44.746.971	125%	85.084.251	179%	75.553.105	123%	26.498.805	52%
Resultados Financieros y por tenencia	-45.430.075	-133%	-22.135.875	-55%	-32.250.509	-60%	-31.652.571	-88%	-12.865.843	-27%	-18.313.318	-30%	-9.370.874	-18%
Otros ingresos y egresos netos	225.267	1%	1.785.477	4%	2.843.232	5%	-30.960	0%	1.414.799	3%	-281.157	0%	72.318	0%
Ganancia antes de impuesto	-29.763.506	-87%	1.417.650	4%	17.930.535	34%	13.063.440	36%	73.633.207	154%	56.958.630	92%	17.200.249	34%
Impuesto a las ganancias	-7.641.602	-22%	-4.715.350	-12%	40.322.727	75%	-16.542.365	-46%	-463.623	-1%	-19.935.521	-32%	-6.024.939	-12%
Resultado Neto	-37.405.108	-110%	-3.297.700	-8%	58.253.262	109%	-3.478.925	-10%	73.169.584	154%	37.023.109	60%	11.175.310	22%

ANEXO III – Indicadores

	30/09/2018	30/09/2017	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Resultado por producción	19.460.096	25.364.296	52.517.597	48.293.493	88.221.486	78.874.048	28.257.802
% variación período anterior	-23,3%	53,3%	8,7%	-45,3%	11,9%	179,1%	N/A
Ingresos netos por ventas	34.137.678	40.496.276	53.475.489	35.916.573	47.659.351	61.627.605	50.880.065
% variación período anterior	-15,7%	437,2%	48,9%	-24,6%	-22,7%	21,1%	N/A
Costo de ventas	-33.466.774	-39.349.512	-51.948.546	-34.470.119	-44.962.748	-57.571.248	-46.868.218
% variación período anterior	-14,9%	457,0%	50,7%	-23,3%	-21,9%	22,8%	N/A
Utilidad Bruta	20.131.000	26.511.060	54.044.540	49.739.947	90.918.089	82.930.405	32.269.649
% sobre ingresos y resultado producción	37,56%	40,25%	50,99%	59,07%	66,91%	59,02%	40,78%
Utilidad Operativa	15.441.302	21.768.048	47.337.812	44.746.971	85.084.251	75.553.105	26.498.805
% sobre ingresos y resultado producción	28,8%	33,1%	44,7%	53,1%	62,6%	53,8%	33,5%
EBITDA	15.682.164	23.569.244	50.216.588	44.747.699	86.530.737	75.303.593	26.602.478
% sobre ingresos y resultado producción	29,26%	35,79%	47,38%	53,14%	63,68%	53,60%	33,62%
Cobertura (EBITDA / Intereses Pagados)	0,35	1,13	1,57	1,51	7,73	4,48	3,03
TDF menos disponibilidades e inversiones / EBITDA	11,98	5,51	2,81	2,42	0,79	0,92	2,31
TDF / Patrimonio Neto	0,46	0,34	0,32	0,28	0,20	0,31	0,40
TDF/ Activo Total	0,25	0,19	0,19	0,16	0,12	0,17	0,20
Liquidez Corriente	1,94	2,41	4,20	3,58	6,15	4,12	4,18
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,84	1,42	1,13	0,99	1,80	1,39	1,66
Capital de Trabajo Neto Contable	14.568.856	16.479.032	36.159.253	32.673.739	36.001.840	40.560.135	29.944.991
% variación período anterior	-59,7%	-49,6%	10,7%	-9,2%	-11,2%	35,4%	n/d
% sobre ingresos netos por vta	42,7%	40,7%	67,6%	91,0%	75,5%	65,8%	58,9%
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	12.145.174	4.960.474	32.637.087	28.458.845	24.652.338	32.291.012	23.489.135
% variación período anterior	-62,8%	-82,6%	14,7%	15,4%	-23,7%	37,5%	n/d
% sobre ingresos	35,6%	12,2%	61,0%	79,2%	51,7%	52,4%	46,2%

Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000.-: “A- (ff)”. Perspectiva Negativa
Certificados de Participación por VN U\$S 15.000.-: “B -(ff)”. Perspectiva Negativa

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 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 puede ser:

- ✓ **Positiva:** La calificación puede subir.
- ✓ **Estable:** La calificación probablemente no cambie.
- ✓ **Negativa:** La calificación puede bajar.

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. Hechos Relevantes. Disponibles 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, 2016 y 2017. 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

Juan Manuel Salvatierra jmsalvatierra@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Raquel Kismer de Olmos, rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de emisión

20/12/2018.-