

## 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)”	Perspectiva	En
Desarrollo			
CP	“B-(ff)”	Perspectiva	En
Desarrollo			

**Calificación anterior del  
23/10/2020**TDF “A-(ff)” REED  
CP “B-(ff)” REED**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:**Walter Severino,  
[wseverino@untref.edu.ar](mailto:wseverino@untref.edu.ar)  
Verónica Saló,  
[vsalo@untref.edu.ar](mailto:vsalo@untref.edu.ar)**Fecha de evaluación:**

30/12/2020

**Observaciones:** El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión ó recomendación de la entidad para adquirir, vender ó negociar valores negociables ó del instrumento de calificación.

**Calificaciones**

Clase	Monto VN U\$S	Monto actualizado a Sep 2020 \$	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	453.757.788.-	“A-(ff)”	En Desarrollo	“A-(ff)” REED
CP	15.000.-	347.903.-	“B-(ff)”	En Desarrollo	“B-(ff)” REED

**Fundamentos de la calificación**

UNTREF ACR UP decidió colocar en Perspectiva en Desarrollo a los TDF y CP retirando la Revisión Especial en Desarrollo. Motiva esta decisión que a la fecha de emisión de este informe, se sigue evaluando la posibilidad de prorrogar el plazo de duración del fideicomiso más allá de su vencimiento el 15 de marzo del 2021.

**Fecha de vencimiento:** Según el contrato de fideicomiso, es causal de disolución el cumplimiento de la fecha de vencimiento, y el Fiduciario actuará como liquidador y realizará los activos y cancelará los pasivos, conforme a las instrucciones del Coordinador del proyecto.

**Gestión del operador, desempeño operativo:** El coordinador y operador del proyecto, administra aproximadamente 36.000.- ha de tierras en la Argentina y además explota 21.000.- ha en Paraguay.

La industria forestal, en abril, fue incluida como una actividad esencial pero igualmente la pandemia causó una fuerte caída de los volúmenes de venta y el alargamiento de los plazos de cobros. La explotación durante los primeros nueve meses del año 2020 alcanzó un resultado operativo negativo de 84,7 millones de pesos fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción de aproximadamente de 75,7 millones de pesos. En el mismo período el fideicomiso consumió fondos por más de 4,7 millones de pesos.

**Relación Deuda/Valor:** El patrimonio forestal representa 4,39 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 4,23 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30-09-2020. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

**Evolución del valor residual de los TDF y CP:** Al 30 de septiembre de 2020, los TDF han tenido un rendimiento negativo de U\$S 215.410, y los CP un rendimiento positivo de más de 23 millones de dólares respectivamente, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP.

**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	31/12/2018	31/12/2019	30/09/2020
<b>Avalúo Forestal (1)</b>	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	836.748	1.155.513	1.398.887	1.992.428
<b>Estructura de capital</b>											
<b>TDF</b>											
<b>Capital</b>	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	141.401	218.922	348.623	-
<b>Intereses</b>	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.471	5.114	8.222	-
<b>Total</b>	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872	224.036	356.845	453.758
<b>Certificados participación</b>	39	43	48	53	66	76	103	126	186	280	348
<b>Otros pasivos</b>	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	571.613	232.050	99.241	16.736
<b>Cobertura avalúo sobre TDF</b>	<b>1,97</b>	<b>3,40</b>	<b>3,90</b>	<b>4,82</b>	<b>5,85</b>	<b>8,32</b>	<b>6,70</b>	<b>5,78</b>	<b>5,16</b>	<b>3,92</b>	<b>4,39</b>
<b>Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP</b>	<b>1,22</b>	<b>1,99</b>	<b>2,25</b>	<b>1,99</b>	<b>2,15</b>	<b>2,60</b>	<b>2,43</b>	<b>1,17</b>	<b>2,53</b>	<b>3,07</b>	<b>4,23</b>

(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 periodo. Desde el 2015 valuado en \$ de cierre de cada periodo.

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

El patrimonio forestal representa 4,39 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 4,23 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30-09-2020. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

Durante los años 2011 a 2014, el valor de la explotación aumentó alrededor de 23 millones de dólares, significando un aumento de valor del 76%. A fines de septiembre de 2020, producto de la devaluación acumulada del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas de los últimos periodos, la valuación de la explotación cayó más de 4,1 millones de dólares con respecto a 31/12/2010. (Ver Cuadro 2).

**Cuadro 2 – Evolución del valor de la explotación. En U\$S.**

	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/09/2020
<b>Tipo de cambio BNA vendedor</b>	\$ 4,00	\$ 4,32	\$ 4,92	\$ 6,53	\$ 8,55	\$ 13,30	\$ 16,10	\$ 18,90	\$ 39,30	\$ 63,00	\$ 76,18
<b>Avalúo en dólares</b>	30.333	48.218	50.952	50.068	53.305	49.914	46.764	44.272	29.402	22.205	26.154
<b>Variación acum (en miles \$)</b>	-	17.885	20.620	19.735	22.973	19.581	16.432	13.940	-930	-8.128	-4.178
<b>Variación acum (en %)</b>		59,0%	68,0%	65,1%	75,7%	64,6%	54,2%	46,0%	-3,1%	-26,8%	-13,8%

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

## Liquidez

Durante el año 2019 la liquidez, los saldos de Caja y Bancos e Inversiones Temporarias, aumentaron 70 millones de pesos aproximadamente, más de 17 veces con respecto al inicio del año.

Este incremento se debió a la venta y cobranza de 529 hectáreas de campo al Gobierno de la Provincia de Corrientes y a la cobranza de la indemnización correspondiente a la expropiación de una fracción de campo de 41 hectáreas por parte del mismo Gobierno Provincial.

De esta manera el ratio de liquidez fue de 5,98 y considerando los saldos de Caja y Bancos, Inversiones Temporarias y Créditos por Ventas, (Liquidez Acida), el ratio fue de 4,39. (Ver Anexo III).

A fin de septiembre del corriente año, y manteniendo saldos de caja e inversiones por aproximadamente 86 millones de pesos, la liquidez sufrió un fuerte deterioro debido a la clasificación del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria como pasivos corrientes como consecuencia de que la fecha de vencimiento del fideicomiso aún no ha sido prorrogada.

De esta manera el ratio de liquidez es de 0,26 y considerando los saldos de Caja y Bancos, Inversiones Temporarias y Créditos por Ventas, (Liquidez Acida), el ratio es de 0,24. (Ver Anexo III).

### **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 36.000.- ha de tierras en la Argentina y además explota 21.000.- ha en Paraguay.

El 19 de Marzo de 2019 fueron tratados y aprobados por el Comité Ejecutivo, la prórroga hasta el año 2028 del 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 al artículo 7.5.2. del Contrato de Fideicomiso.

El 31 de mayo de ese año se reunió, en forma unánime, la Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa, y se abstuvo de aprobar el PIPE y la prórroga de la fecha de vencimiento del fideicomiso. Asimismo resolvió encomendar al auditor externo del fideicomiso a que realice un estudio del impacto impositivo y patrimonial de la eventual liquidación del mismo a su vencimiento en marzo del año 2021 y al Fiduciario que evalúe el impacto de la liquidación del fideicomiso a su vencimiento en marzo del año 2021, y que también realice un informe comparativo a marzo del año 2028, si se implementará el PIPE aprobado por el Comité Ejecutivo.

El 12 de junio del corriente año, a partir del cambio de autoridades en el Inversor / Fiduciante mayoritario (Anses – FGS), se realizó una nueva reunión del Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa con la asistencia de la totalidad de sus miembros, para considerar la propuesta de Proyección Financiera 2020 presenta 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** pago de la distribución correspondiente a los Títulos de Deuda emitidos bajo el Fideicomiso.
- Instruir al fiduciario que atienda los gastos previsionados por el operador, constituya dos inversiones indisponibles, (plazo fijo y fondos comunes de inversión).
- Instruir al Coordinador del proyecto y Operador del fideicomiso a proporcionar las aperturas, aclaraciones e información de soporte de la Proyección Financiera 2020 y una Planificación Económico-Financiera con horizonte el 15 de marzo de 2021 y un plan de Inversión y Producción Estratégico (PIPE) con horizonte marzo 2028.
- Gestionar con el Auditor Contable y/o el Asesor Impositivo del Fideicomiso el estudio encomendado por Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa de 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.

Según el contrato de fideicomiso, es causal de disolución el cumplimiento de la fecha de vencimiento, y el Fiduciario actuará como liquidador y realizará los activos y cancelará los pasivos, conforme a las instrucciones del Coordinador del proyecto.

A la emisión de este informe, los inversores siguen evaluando la posibilidad de prorrogar el plazo de duración del fideicomiso más allá de su vencimiento el 15 de marzo del 2021.

## **Desempeño operativo**

Las cifras expuestas de la información contable al 30 de septiembre y al 31 de diciembre de 2019, han sido reexpresadas en moneda de cierre de septiembre de 2020 a fin de permitir su comparabilidad.

Las medidas de restricción en la circulación de las personas tomadas por el Gobierno Nacional y los distintos gobiernos provinciales y municipales en orden a la pandemia declarada por Organización Mundial de la Salud (OMS) durante marzo de este año, afectaron la situación económica, financiera y patrimonial de todas actividades del país en general.

La industria forestal, en abril, fue incluida como una actividad esencial pero igualmente la pandemia causó una fuerte caída de los volúmenes de venta y el alargamiento de los plazos de cobros.

Los ingresos por ventas de los primeros nueve meses del año 2020 fueron 56,7 millones de pesos, evolucionando un - 48% con respecto al mismo período del año 2019. (Ver Anexo III).

La explotación durante los primeros nueve meses del año 2020 alcanzó un resultado operativo negativo de 84,7 millones de pesos fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción<sup>(1)</sup> de aproximadamente de 75,7 millones de pesos, y un resultado neto final negativo de 107 millones. (Ver Anexo II).

Desde enero a septiembre del año 2020, el fideicomiso consumió fondos por más de 4,7 millones de pesos. (Ver Cuadro 3).

### Cuadro 3. Estado de flujo de efectivo.

AÑO	Ene - Sep 2020	Ene - Sep 2019
CAJA INICIAL (1)	90.605.464	5.316.758
CAJA FINAL (1)	85.889.156	91.347.612
Variación	-4.716.308	86.030.854

#### Causas de las variaciones

AÑO	Ene - Sep 2020	Ene - Sep 2019
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	-3.554.388	-6.371.026
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	-	92.995.239
Resultado por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda del efectivo	-1.161.920	-593.359
<b>FLUJO DE FONDOS NETO</b>	<b>-4.716.308</b>	<b>86.030.854</b>

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

Fuente: EECC al 30/09/2020

El 19 de septiembre de 2020 se produjo un incendio en terrenos donde el Fideicomiso lleva a cabo su explotación, ubicados en Villa Olivari, Provincia de Corrientes.

El siniestro se inició en un aserradero próximo al inmueble, afectando a otras unidades de procesamiento de madera vecinas para finalmente atravesar la RN 12 e ingresar en un inmueble de explotación del Fideicomiso.

Según lo informado en forma preliminar por Garruchos S.A., coordinador y operador del fideicomiso, fueron afectadas alrededor de 513 hectáreas forestadas.

A la fecha del presente informe el operador ha puesto en conocimiento del siniestro a la compañía aseguradora, pero aun no hay una estimación de los gastos que serán recuperables.

Este evento fue informado como Hecho Relevante de fecha 24 de septiembre por Bapro Mandatos y Servicios SAU, en su carácter de fiduciario.

<sup>1)</sup> 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 de cada ejercicio, o de la tala, lo que suceda primero.

## Desempeño de la serie

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

Al 30 de septiembre de 2020, los TDF han tenido un rendimiento negativo de U\$S 215.410, y los CP un rendimiento positivo de más de 23 millones de dólares respectivamente, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP. (Ver Cuadro 4).

**Cuadro 4. Resumen Inversión inicial, pago de servicios y principal, y valor residual. (En U\$S).**

	TDF	CP
<b>Inversión Inicial</b>	-21.400.000	-15.000
<b>Rendimientos Pagados</b>	5.576.913	0
<b>Cancelación de capital</b>	9.879.382	0
<b>Valor Residual</b>	5.728.295	23.111.267
<b>Rendimiento Total</b>	<b>-215.410</b>	<b>23.096.267</b>

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

### (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.

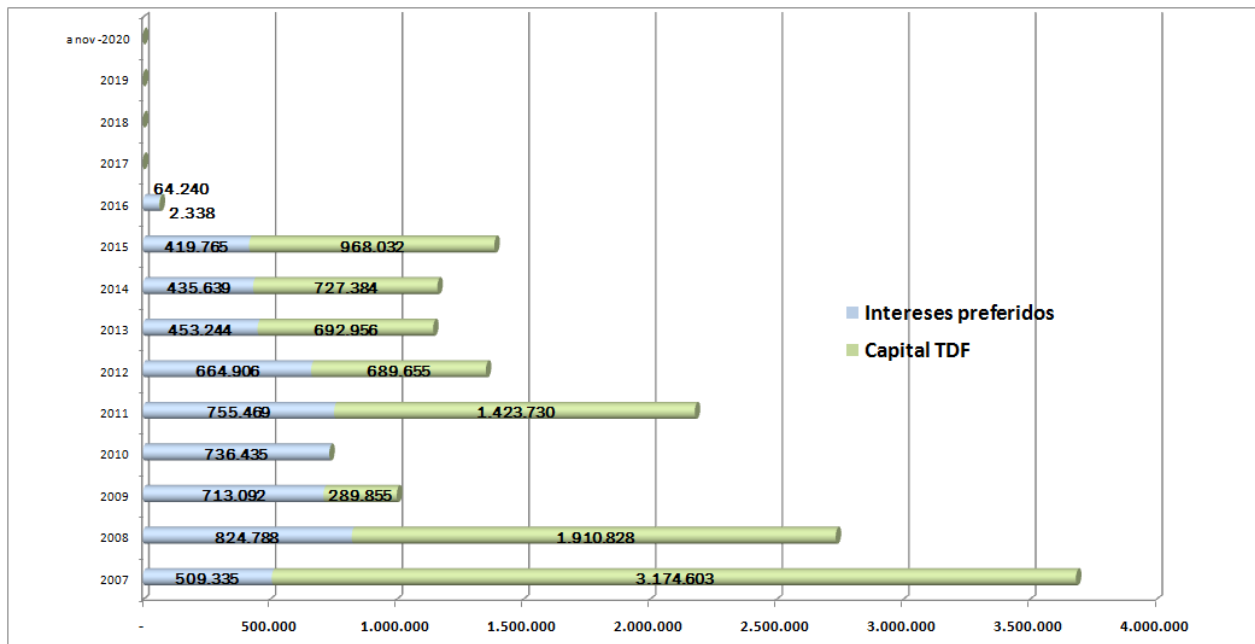
El 2 de mayo de 2016, de acuerdo a lo previsto en el contrato de fideicomiso, el Comité Ejecutivo dio conformidad al pedido del Coordinador del Proyecto de no distribuir intereses y/o amortizaciones. El pedido se realizó en función del Flujo de Fondos y en razón de que durante el ejercicio 2016 el Fideicomiso 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. <sup>(2)</sup>

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., 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.

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

Por haber hecho efectivo ingresos de fondos extraordinarios, por la indemnización de la expropiación de una fracción de campo, y por la venta de una parte de un establecimiento, ambos al Gobierno de la Provincia de Corrientes, el Coordinador del Proyecto presentó la proyección financiera 2020 que incluyó la propuesta de no pago de la distribución correspondiente a los Títulos de Deuda Fiduciaria durante el año 2020. Esta propuesta fue aprobada unánimemente por el Comité Ejecutivo del Fideicomiso el 12 de junio de este año.

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



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV

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

Al 30/09/2020, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$ 453.757.788, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 347.903.-

### **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 del 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.

El FF Forestal I ha logrado certificar sus bosques bajo normas del Forest Stewardship Council (FSC) de manejo forestal sostenible. Esta norma pretende un manejo sostenible de los bosques implantados concurriendo los aspectos sociales, ambientales y económicos para el desarrollo de los mismos.

El coordinador del proyecto, ha previsto los costos necesarios para mantener la certificación internacional del (FSC) bajo el certificado vigente SGS-FM/COC-001399.



ANEXO I – Estados Contables (En \$)

	<u>30/09/2020</u>		<u>31/12/2019</u>		<u>31/12/2018</u>	
<b>ACTIVO</b>						
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						
Caja y Bancos	1.146.903	0,1%	5.850.725	0,3%	1.958.033	0,1%
Inversiones Temporarias	84.742.253	4,0%	84.754.739	3,8%	2.389.671	0,1%
Créditos por Ventas	17.397.958	0,8%	39.767.420	1,8%	24.052.999	1,3%
Otros Créditos	7.412.437	0,3%	9.154.262	0,4%	10.702.648	0,6%
Bienes de Cambio	12.195.642	0,6%	38.023.584	1,7%	92.864.121	5,1%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>122.895.193</b>	<b>5,8%</b>	<b>177.550.730</b>	<b>8,0%</b>	<b>131.967.472</b>	<b>7,2%</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>						
Bienes de Cambio	317.958.030	15,0%	353.655.483	16,0%	616.610.234	33,7%
Bienes de Uso	1.683.230.401	79,2%	1.685.495.874	76,0%	1.080.784.531	59,1%
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>2.001.188.431</b>	<b>94,2%</b>	<b>2.039.151.357</b>	<b>92,0%</b>	<b>1.697.394.765</b>	<b>92,8%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2.124.083.624</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.216.702.087</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.829.362.237</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASIVO</b>						
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Deudas Comerciales	15.363.054	0,7%	16.516.455	0,7%	25.028.072	1,4%
Deudas Fiscales	292.396	0,0%	320.734	0,0%	178.729	0,0%
Anticipos de clientes	1.016.268	0,0%	2.793.154	0,1%	1.357.699	0,1%
Previsiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Titulos de deuda fiduciaria	453.757.788	21,4%	10.054.485	0,5%	7.868.472	0,4%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>470.429.506</b>	<b>22,1%</b>	<b>29.684.828</b>	<b>1,3%</b>	<b>34.432.972</b>	<b>1,9%</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
Deudas Fiscales	-	0,0%	-	0,0%	345.247.652	18,9%
Titulos de deuda fiduciaria	-	0,0%	426.327.041	19,2%	336.772.858	18,4%
Previsiones	64.227	0,0%	73.883	0,0%	31.771	0,00%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>64.227</b>	<b>0,0%</b>	<b>426.400.924</b>	<b>19,2%</b>	<b>682.052.281</b>	<b>37,3%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>470.493.733</b>	<b>22,2%</b>	<b>456.085.752</b>	<b>20,6%</b>	<b>716.485.253</b>	<b>39,2%</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.653.589.891</b>	<b>77,8%</b>	<b>1.760.616.335</b>	<b>79,4%</b>	<b>1.112.876.984</b>	<b>60,8%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.124.083.624</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.216.702.087</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.829.362.237</b>	<b>100,0%</b>

**ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)**

	<u>30/09/2020</u>		<u>30/09/2019</u>		<u>31/12/2019</u>		<u>31/12/2018</u>	
Período en meses	9		9		12		12	
<b>Resultado por producción</b>	<b>-75.744.812</b>	<b>-134%</b>	<b>-417.516.191</b>	<b>-380%</b>	<b>-370.250.807</b>	<b>-333%</b>	<b>-179.474.619</b>	<b>-187%</b>
Ingresos netos por venta	56.660.737	100%	109.864.051	100%	111.139.941	100%	96.168.311	100%
Costo de ventas	-55.244.379	-98%	-107.854.307	-98%	-108.508.939	-98%	-94.436.210	-98%
<b>Resultado por venta de bienes</b>	<b>1.416.358</b>	<b>2%</b>	<b>2.009.744</b>	<b>2%</b>	<b>2.631.002</b>	<b>2%</b>	<b>1.732.101</b>	<b>2%</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>-74.328.454</b>	<b>-131%</b>	<b>-415.506.447</b>	<b>-378%</b>	<b>-367.619.805</b>	<b>-331%</b>	<b>-177.742.518</b>	<b>-185%</b>
Gastos de comercialización	-1.228.418	-2%	-2.087.923	-2%	-2.416.810	-2%	-1.914.946	-2%
Gastos de administración	-9.113.298	-16%	-10.806.689	-10%	-11.855.159	-11%	-11.203.388	-12%
<b>Total Gastos Operativos</b>	<b>-10.341.716</b>	<b>-18%</b>	<b>-12.894.612</b>	<b>-12%</b>	<b>-14.271.969</b>	<b>-13%</b>	<b>-13.118.334</b>	<b>-14%</b>
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-84.670.170</b>	<b>-149%</b>	<b>-428.401.059</b>	<b>-390%</b>	<b>-381.891.774</b>	<b>-344%</b>	<b>-190.860.852</b>	<b>-198%</b>
Resultados Financieros y por tenencia	-24.669.517	-44%	-1.193.125	-1%	-20.790.645	-19%	-23.141.925	-24%
Otros ingresos y egresos netos	2.308.337	4%	522.607.884	476%	428.199.956	385%	237.931	0%
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>-107.031.350</b>	<b>-189%</b>	<b>93.013.700</b>	<b>85%</b>	<b>25.517.537</b>	<b>23%</b>	<b>-213.764.846</b>	<b>-222%</b>
Impuesto a las ganancias	-	0%	-	0%	-	0%	-7.619.526	-8%
<b>Resultado Neto</b>	<b>-107.031.350</b>	<b>-189%</b>	<b>93.013.700</b>	<b>85%</b>	<b>25.517.537</b>	<b>23%</b>	<b>-221.384.372</b>	<b>-230%</b>

**ANEXO III– Indicadores y ratios**

	<u>30/09/2020</u>	<u>30/09/2019</u>	<u>31/12/2019</u>	<u>31/12/2018</u>
Período en meses	9	9	12	12
Resultado por producción	-75.744.812	-417.516.191	-370.250.807	-179.474.619
% variación período anterior	79,5%	n/d	-106,3%	
Ingresos netos por ventas	56.660.737	109.864.051	111.139.941	96.168.311
% variación período anterior	-48,4%	n/d	15,6%	
Costo de ventas	-55.244.379	-107.854.307	-108.508.939	-94.436.210
Resultado Bruto	-74.328.454	-415.506.447	-367.619.805	-177.742.518
Resultado Operativo	-84.670.170	-428.401.059	-381.891.774	-190.860.852
Resultado Neto	-107.031.350	93.013.700	25.517.537	-221.384.372
Liquidez Corriente	0,26	n/d	5,98	3,83
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,24	n/d	4,39	0,82
Capital de Trabajo Neto Contable	-347.534.313	n/d	147.865.902	97.534.500
% sobre ingresos netos por vta	-613,4%	n/d	133,0%	101,4%
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	-433.423.469	n/d	57.260.438	93.186.796
% sobre ingresos netos por vta	-764,9%	n/d	51,5%	96,9%

## Definición de las calificaciones asignadas

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

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 ésta 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, el sector 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
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada

*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 del 15 de marzo de 2011. Disponible en la Autopista de información de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- II. Estados Contables anuales del Fideicomiso Financiero. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- III. Estados Contables intermedios a septiembre de 2020. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- IV. Hechos Relevantes. Disponibles en la Autopista Financiera de CNV [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- V. Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- VI. Avalúo Forestal 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019. Dictamen independiente de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.
- VII. Actas N° 31, 32 y 33 de reunión de Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I.
- VIII. Acta de Asamblea de Inversores del 31 de mayo de 2019.

## 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](mailto:wseverino@untref.edu.ar)

Verónica Saló, [vsalo@untref.edu.ar](mailto:vsalo@untref.edu.ar)

## Responsable de la función de Relaciones con el Público

Nora Ramos, [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

**Fecha de la calificación asignada:** 30 de diciembre de 2020