

Fideicomisos Financieros

Forestal I – Fondo de Inversión**Fiduciario:**

Fideicomisos Provincia S.A.U.

Fiduciantes:

ANSES-FGS y Kevilmare S.A.

Coordinador y Operador:

Garruchos S.A.

Calificación:

TDF “A – (ff)” Estable

CP “B – (ff)” Estable

Tipo de informe: Seguimiento**Calificación anterior del
26/11/2024**

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.arWalter Severino, wseverino@untref.edu.ar**Responsable de la función de
Relaciones con el Público:**Nora Ramos nramos@untref.edu.ar**Fecha de evaluación:** 15 /04/2025

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 30/09/2024	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	.-12.598.305.620	“A- (ff)”	Estable	“A-(ff)” Estable
CP	15.000	7.730.881.-	“B- (ff)”	Estable	“B-(ff)” Estable

Fundamentos de la calificación

Situación actual del Fideicomiso: 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.

Desempeño operativo: Los ingresos por ventas crecieron un 5% i.a en términos reales con respecto al año anterior.

Relación Deuda/Valor: En base al avalúo realizado por la Universidad Nacional de Misiones, el patrimonio forestal representa 1,96 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 1,84 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31 de diciembre de 2024.

Evolución del valor residual de los TDF y CP: Al 31 de diciembre de 2024, los TDF tendrían un rendimiento positivo de U\$S 5.938.350.- y los CP un rendimiento también positivo de U\$S 11.440.850.-, 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
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
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
Certificados participación	39	76	103	126	186	280	382	528	1.102	2.773	7.731
Otros pasivos	37.967	175.485	197.011	571.613	492.449	150.902	32.046	37.865	110.033	9.143.165	837.803
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
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	1,03	1,84

(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 1,96 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 1,84 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31 de diciembre de 2024.

Liquidez

El fideicomiso cerró el 31 de diciembre de 2024, con saldos de caja e inversiones temporarias mayores a \$ 159.6 millones. El ratio de liquidez según los estados contables al 31 de diciembre de 2024 fue de 35 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 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.

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 concs.), 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 por el Operador y Coordinador del Fideicomiso el 20 de noviembre de 2024.

Desempeño operativo

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

	% i.a
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 (en moneda de diciembre 2024).

Esta tendencia negativa se quebró en el año 2024, dando de resultado de \$ 533 millones. (Ver Anexo II).

También se quebró la tendencia negativa de la evolución de las ventas. Los ingresos por ventas crecieron un 5% i.a en términos reales con respecto al año anterior.

⁽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 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.

Desempeño de la serie

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

Al 31 de diciembre del año 2024, los TDF tendrían un rendimiento positivo de U\$S 5.938.350.- y los CP un rendimiento también positivo de U\$S 11.440.850.-, 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	11.882.055	11.455.850
Rendimiento Total	5.938.350	11.440.850

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

(ii) Saldo de los instrumentos:

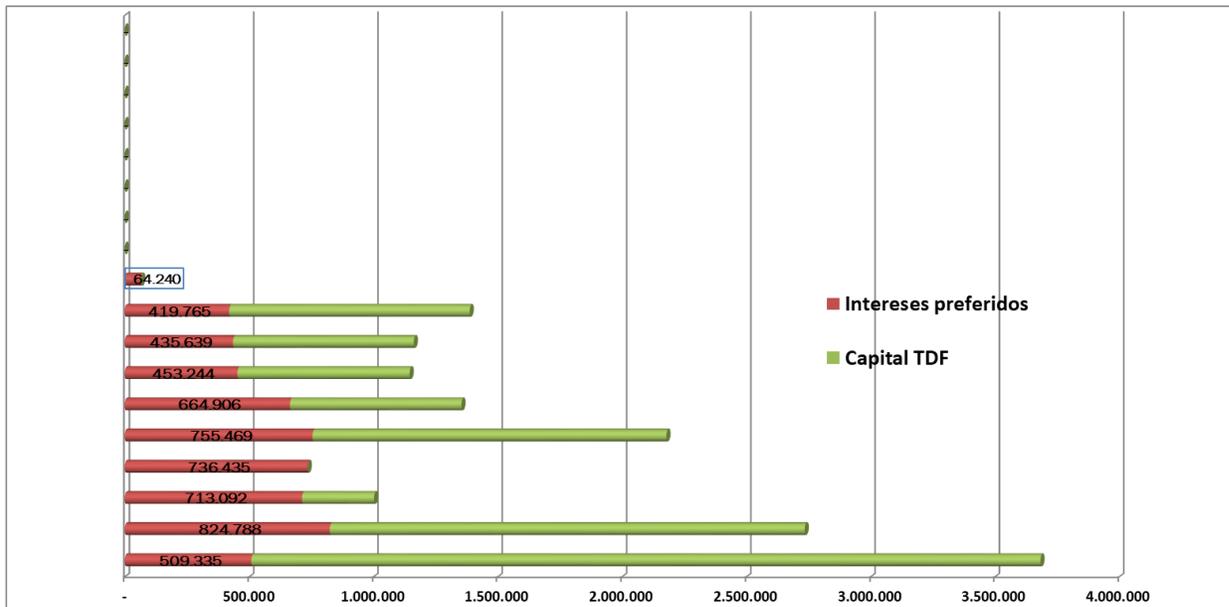
Al 31/12/2024, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER más intereses capitalizados, asciende a \$12.598.305.620.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP), actualizado por CER, asciende a \$ 7.730.881.-

(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 \$)

	<u>31/12/2024</u>		<u>31/12/2023</u>	
ACTIVO				
Caja y Bancos	2.470.233	0,0%	66.114.359	0,2%
Inversiones Temporarias	157.192.997	0,6%	78.604.066	0,3%
Créditos por Ventas	248.740.155	1,0%	106.519.187	0,3%
Otros Créditos	233.456.965	0,9%	242.356.462	0,8%
Bienes de Cambio	4.071.980.093	15,9%	3.262.985.860	10,5%
Bienes de Uso	20.868.677.379	81,6%	27.323.101.323	87,9%
TOTAL ACTIVO	25.582.517.822	100,0%	31.079.681.257	100,0%
PASIVO				
Deudas Comerciales	826.816.095	3,2%	558.734.438	1,8%
Deudas Fiscales	3.924.389	0,0%	4.639.143	0,0%
Anticipos de clientes	6.963.320	0,0%	15.445.874	0,0%
Provisiones	99.553	0,0%	196.506	0,0%
Titulos de deuda fiduciaria	12.598.305.620	49,2%	9.348.470.251	30,1%
TOTAL PASIVO	13.436.108.977	52,5%	9.927.486.212	31,9%
PATRIMONIO NETO	12.146.408.845	47,5%	21.152.195.045	68,1%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	25.582.517.822	100,0%	31.079.681.257	100,0%

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>31/12/2024</u>		<u>31/12/2023</u>	
Período en meses	12	12		
Resultado por producción	533.264.813	32,1%	-1.962.419.648	-123,9%
Ingresos netos por venta	1.661.761.088	100,0%	1.583.448.564	95,3%
Costo de ventas	-1.632.728.092	-98,3%	-1.541.768.896	-92,8%
Resultado por venta de bienes	29.032.996	1,7%	41.679.668	2,5%
Resultado Bruto	562.297.809	33,8%	-1.920.739.980	-115,6%
Gastos de comercialización	-29.176.071	-1,8%	-42.238.988	-2,5%
Gastos de administración	-219.679.368	-13,2%	-240.252.550	-14,5%
Total Gastos Operativos	-248.855.439	-15,0%	-282.491.538	-17,0%
Resultado Operativo	313.442.370	18,9%	-2.203.231.518	-132,6%
Resultados Financieros y por tenencia (incluido REPCAM)	-3.162.254.832	-190,3%	1.093.383.273	65,8%
Otros ingresos y egresos netos	160.188.004	9,6%	108.285.251	6,5%
Resultado antes de impuesto	-2.688.624.458	-161,8%	-1.001.562.994	-60,3%
Impuesto a las ganancias	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto	-2.688.624.458	-161,8%	-1.001.562.994	-60,3%

ANEXO III– Indicadores y ratios

	<u>31/12/2024</u>	<u>31/12/2023</u>
Período en meses	12	12
Resultado por producción	533.264.813	-1.962.419.648
Ingresos netos por ventas	1.661.761.088	1.583.448.564
Costo de ventas	-1.632.728.092	-1.541.768.896
Resultado Bruto	562.297.809	-1.920.739.980
Resultado Operativo	313.442.370	-2.203.231.518
Resultado Neto	-2.688.624.458	-1.001.562.994
Liquidez Corriente	0,35	0,38
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,03	0,03
Capital de Trabajo Neto Contable	-8.722.268.534	-6.170.906.278
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	-8.881.931.764	-6.315.624.703

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 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 2023 y 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: 15 de abril de 2025.