

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)” PE

CP “B – (ff)” PE

Calificación anterior:

TDF “A – (ff)” PE

CP “B – (ff)” PE

por UNTREF-Acrup 24/08/2017

Tipo de informe: Actualización

Metodología de Calificación:

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

Analistas:

Verónica Saló,

vsalo@untref.edu.ar

Walter Severino,

wseverino@untref.edu.ar

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: 21/12/2017

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. 2017 (\$)	Vencimiento	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	131.400.745.-	mar-2021	“A- (ff)”	Estable	“A- (ff)”
CP	15.000.-	119.778.-	mar-2021	“B –(ff)”	Estable	“B –(ff)”

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Relación Deuda / Valor

El patrimonio forestal representa 5,53 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 2,22 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30-09-2017 (Ver Cuadro 1). Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor

El activo del Fideicomiso, avaluado por la Universidad Nacional de Misiones, aumentó, entre el período 31/12/2010 y 30/12/2016, aproximadamente U\$S 16 millones, significando un aumento de valor de más del 50%.

La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 a ser del orden de 5,53 al 30/09/2017.

Por su parte, la evolución de la relación avalúo forestal sobre el Total pasivos más certificados de participación (CP) fue de 1,22 al cierre del 2010 pasando a ser de 2,22 al 30/09/2017 (Ver Cuadro 1).

Evolución del valor residual de los TDF y CP.

Los TDF y CP al 30/09/2017 alcanzan un valor de U\$S 8.915.294 y U\$S 22.596.060 respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 5).

Plazo de Vigencia

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

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

	30/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017
Avalúo Forestal ⁽¹⁾	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	744.464
Estructura de capital								
TDF								
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	131.401
Intereses	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.276
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	134.677
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	103	120
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	199.907
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	8,32	6,70	5,53
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,43	2,22

(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 y 2016, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en pesos. En todos los casos incluye el valor de la tierra.
 Patrimonio Forestal al 30/06/2017 tomado de los EECC, sumando la masa forestal y los terrenos.

Liquidez

Al cierre del período septiembre 2017, el Fideicomiso cuenta con saldos de Caja y Bancos e Inversiones temporarias de un valor de 4,8 millones de pesos, representando un 17% del devengamiento anual de actualización por CER y de intereses de los Títulos de Deuda Fiduciaria y de los Certificados de Participación (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2. Liquidez (en pesos)

	30/09/2017	31/12/2016	31/12/2015	30/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Caja y Bancos	3.219.146	2.702.565	2.776.119	3.404.382	4.747.519	2.050.713
Inversiones temporarias	1.564.152	1.512.329	8.573.383	4.864.741	1.708.337	4.112.748
Total Liquidez	4.783.298	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	28.445.583	33.602.470	14.534.347	19.804.409	9.961.831	9.124.440
Relación Liquidez sobre devengamiento	0,17	0,13	0,78	0,42	0,65	0,68

Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó, entre 31/12/2010 y 31/12/2016, aproximadamente U\$S 16 millones, significando un aumento de valor de más del 50%. Esta evolución es debida, entre otros factores a la gestión del operador en el cumplimiento del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE).

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

El Grupo Insud, controlante del operador, anunció, hace unos meses atrás, la reactivación del proyecto para construir la mayor planta de generación de energía con biomasa forestal de la Argentina en la localidad de Virasoro, provincia de Corrientes. De esta manera se genera una nueva demanda en el sector, con impacto potencial importante sobre el proyecto.

Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE)

El último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) propuesto por Garruchos S.A. como operador y aprobado en septiembre del 2011 por el Comité Ejecutivo, busca la maximización del Valor Presente Neto de las forestaciones, cambiando el mix de producción entre las especies (eucaliptos / pinos) y garantizando la sustentabilidad del recurso forestal.

El operador debe presentar una actualización del PIPE para la aprobación del Comité Ejecutivo.

En el siguiente cuadro (Cuadro 4) vemos la evolución de las superficies forestadas y el cambio que se va produciendo en el mix de las especies.

Cuadro 4

En hectareas

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

Desempeño de la serie

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

El rendimiento total de los TDF y CP al 30/09/2017 es de U\$S 8.915.294 y U\$S 22.596.060 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 \$).

	TDF	CP
Inversión inicial	-21.400.000,00	-15.000,00
Redimientos pagados	5.747.042,31	-
Cancelación de capital	16.792.483,76	-
Valor residual	7.775.768,24	22.611.060,37
Rendimiento total	8.915.294,32	22.596.060,37

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⁾

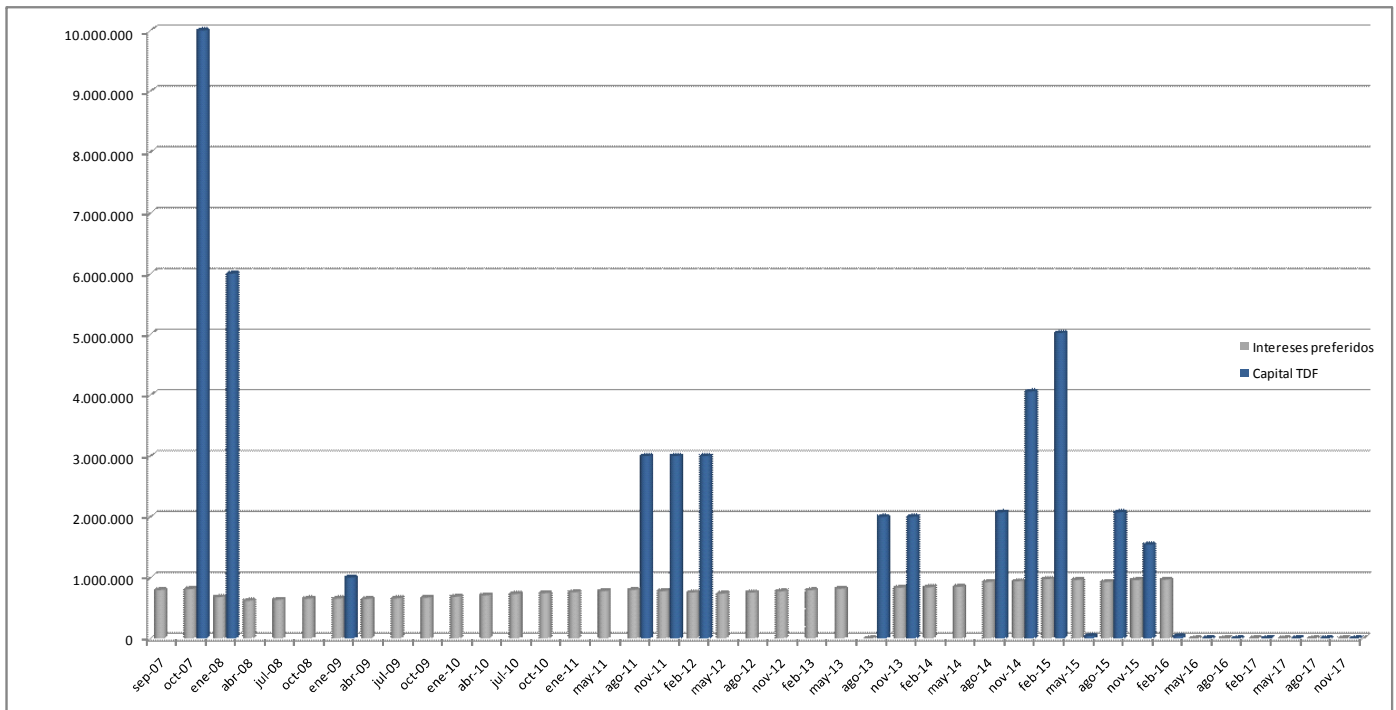
Como así, con fecha 12 de agosto de 2016, 14 de febrero 2017, 15 de mayo de 2017 y 14 de agosto de 2017, en los avisos de pago presentados ante el Mercado de Valores de Bs.As. S.A. y la Bolsa de Comercio de Bs. As. (ahora en el denominado BYMA), el fiduciario informa con los mismos fundamentos mencionados precedentemente, 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 pagos realizados los últimos cuatro trimestres en los cuales hubo distribuciones:

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

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

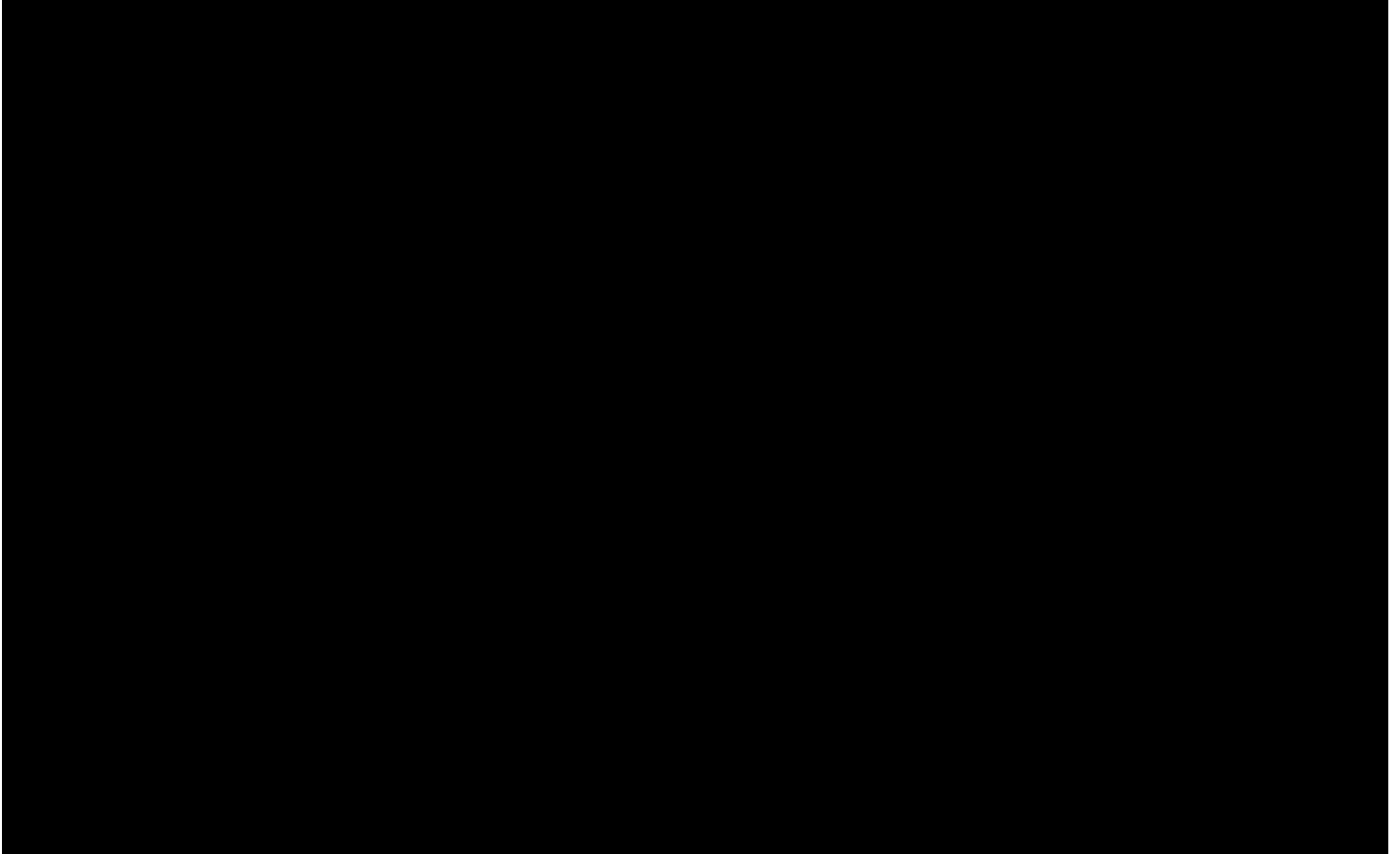
A continuación mostramos la evolución histórica de los pagos realizados:



(ii) Saldo de los instrumentos:

Al 30-09-2017, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria, actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a \$ 131.400,745.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación actualizado por CER asciende a \$ 119.778.-

ANEXO I – Estados Contables y análisis de estructura (En \$)



ANEXO II – Cuadro de Resultados y análisis de estructura sobre ingresos por ventas (En \$)

	<u>30/09/2017</u>		<u>31/09/2016</u>		<u>31/12/2016</u>		<u>31/12/2015</u>		<u>31/12/2014</u>	
Período en meses	9		9		12		12		12	
Resultado por producción	25.364.296	63%	32.585.708	133%	48.293.493	134%	88.221.486	185%	78.874.048	128%
Ingresos netos por venta	40.496.276	100%	24.555.821	100%	35.916.573	100%	47.659.351	100%	61.627.605	100%
Costo de ventas	-39.349.512	-97%	-23.543.328	-96%	-34.470.119	-96%	-44.962.748	-94%	-57.571.248	-93%
Resultado por venta de bienes	1.146.764	3%	1.012.493	4%	1.446.454	4%	2.696.603	6%	4.056.357	7%
Resultado Bruto	26.511.060	65%	33.598.201	137%	49.739.947	138%	90.918.089	191%	82.930.405	135%
Gastos de comercialización	-1.187.187	-3%	-1.202.035	-5%	-1.750.320	-5%	-2.878.336	-6%	-4.623.508	-8%
Gastos de administración	-3.555.825	-9%	-2.315.497	-9%	-3.242.656	-9%	-2.955.502	-6%	-2.753.792	-4%
Total Gastos Operativos	-4.743.012	-12%	-3.517.532	-14%	-4.992.976	-14%	-5.833.838	-12%	-7.377.300	-12%
Resultado Operativo	21.768.048	54%	30.080.669	122%	44.746.971	125%	85.084.251	179%	75.553.105	123%
Resultados Financieros y por tenencia	-22.135.875	-55%	-25.801.682	-105%	-31.652.571	-88%	-12.865.843	-27%	-18.313.318	-30%
Otros ingresos y egresos netos	1.785.477	4%	25.043	0%	-30.960	0%	1.414.799	3%	-281.157	0%
Ganancia antes de impuesto	1.417.650	4%	4.304.030	18%	13.063.440	36%	73.633.207	154%	56.958.630	92%
Impuesto a las ganancias	-4.715.350	-12%	2.050.020	8%	-16.542.365	-46%	-463.623	-1%	-19.935.521	-32%
Resultado Neto	-3.297.700	-8%	6.354.050	26%	-3.478.925	-10%	73.169.584	154%	37.023.109	60%

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 del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada.

La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

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

Fuentes de información

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

- (i) Texto ordenado del Contrato de Fideicomiso Financiero al del 15 de marzo de 2011. Disponible en la Autopista de información de CNV (www.cnv.gob.ar).
- (ii) Estados Contables anuales y trimestrales del Fideicomiso Financiero. Disponible en la Autopista Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar).
- (iii) 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 y 2016. 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