

Informe de revisión sobre Fideicomiso Financiero
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”
CP “B - ff”

Calificación anterior: TDF “A - ff”
CP “B - ff” por Untref – Acrup
23-07-2015

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

Responsable de la función de
Relaciones con el Público: Raquel
Kisner de Olmos
rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de evaluación: xx/10/2015

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. El
mismo debe leerse conjuntamente
con la documentación legal e
impositiva.

Informe N°

Ingresado en la CNV

Calificación

Clase	Monto VN U\$S	Monto actualizado al jun 2015 \$	Venc.	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000.-	77.587.544.-	mar- 2021	“A - ff”	Estable	“A - ff”
CP	15.000.-	70.081.-	mar- 2021	“B - ff”	Estable	“B - ff”

Fundamentos de la calificación

La Calificación “A – ff” asignados a los Títulos de Deuda Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión (TDF) por un valor nominal de U\$S 21.400.00.- dentro de la escala de la UNTREF ACR UP, corresponde a las “las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones buena comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales”.

La Calificación “B – ff” asignados a los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión (CP) por un valor nominal de U\$S 15.000.- dentro de la escala de la UNTREF ACR UP, corresponde a “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.”

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” ó “-”, 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 calificación se fundamenta principalmente en:

Relación Deuda / Valor

El patrimonio forestal representa más de 6 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y más de 2 veces el total de los pasivos y los Certificados de Participación (CP) al 31-06-2015. (Ver cuadro I)

Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor

El activo del Fideicomiso, avaluado por la Universidad Nacional de Misiones, ha aumentado su valor en 3,75 veces, en los últimos cuatro años. (Desde el año 2011 al 2014)

La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 a 5,90 al cierre del 1° semestre del año 2015.

La evolución de la relación avalúo forestal sobre el Total pasivos más certificados de participación (CP) fue de 1,22 al cierre del 2010 a 2,11 al cierre del 1° semestre del año 2015. (Ver cuadro I)

Cuadro I – (En miles de pesos)

	30/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/12/2014	30/06/2015
Avaluo Forestal	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	457.583
Estructura de capital						
TDF						
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	75.704
Interes	761	756	794	1.680	1.937	1.884
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	77.588
Certificados participación	39	43	48	53	66	70
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	139.256
Cobertura avaluo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	5,90
Cobertura avaluo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,11

(Avalúo 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 período.

Avalúo Forestal Junio 2015, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Ajustado y valuado en los estados contables del Fideicomiso.).

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.

Liquidez

Al cierre del ejercicio del 1° semestre del año 2015, el Fideicomiso cuenta con saldos de caja y bancos e inversiones temporarias de casi 12 millones de pesos, representando más de 3 veces los pagos

de los intereses preferidos de los Títulos de Deuda Fiduciaria realizados en los últimos cuatro trimestres.

Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó de aproximadamente U\$S 30 millones al cierre del 2011 a más de U\$S 53 millones al cierre del 2014. Significando un aumento de valor de más del 76%.

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 42.000.- ha de tierras.

Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE)

El último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) propuesto por Garruchos SA 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. En el siguiente cuadro vemos la evolución de las superficies forestadas y el cambio que se va produciendo en el mix de las especies.

En hectareas

	Eucalipto		Pino		Total general	
	2011	2014	2011	2014	2011	2014
Menor ó igual a dos años	56	1.776	1.019	258	1.075	2.034
Mayor a dos años	2.062	1.746	5.987	5.816	8.049	7.562
Subtotal Forestado	2.118	3.522	7.006	6.074	9.124	9.596
Libres a Forestar					1.692	1.220
Total General					10.816	10.816

Desempeño de la serie

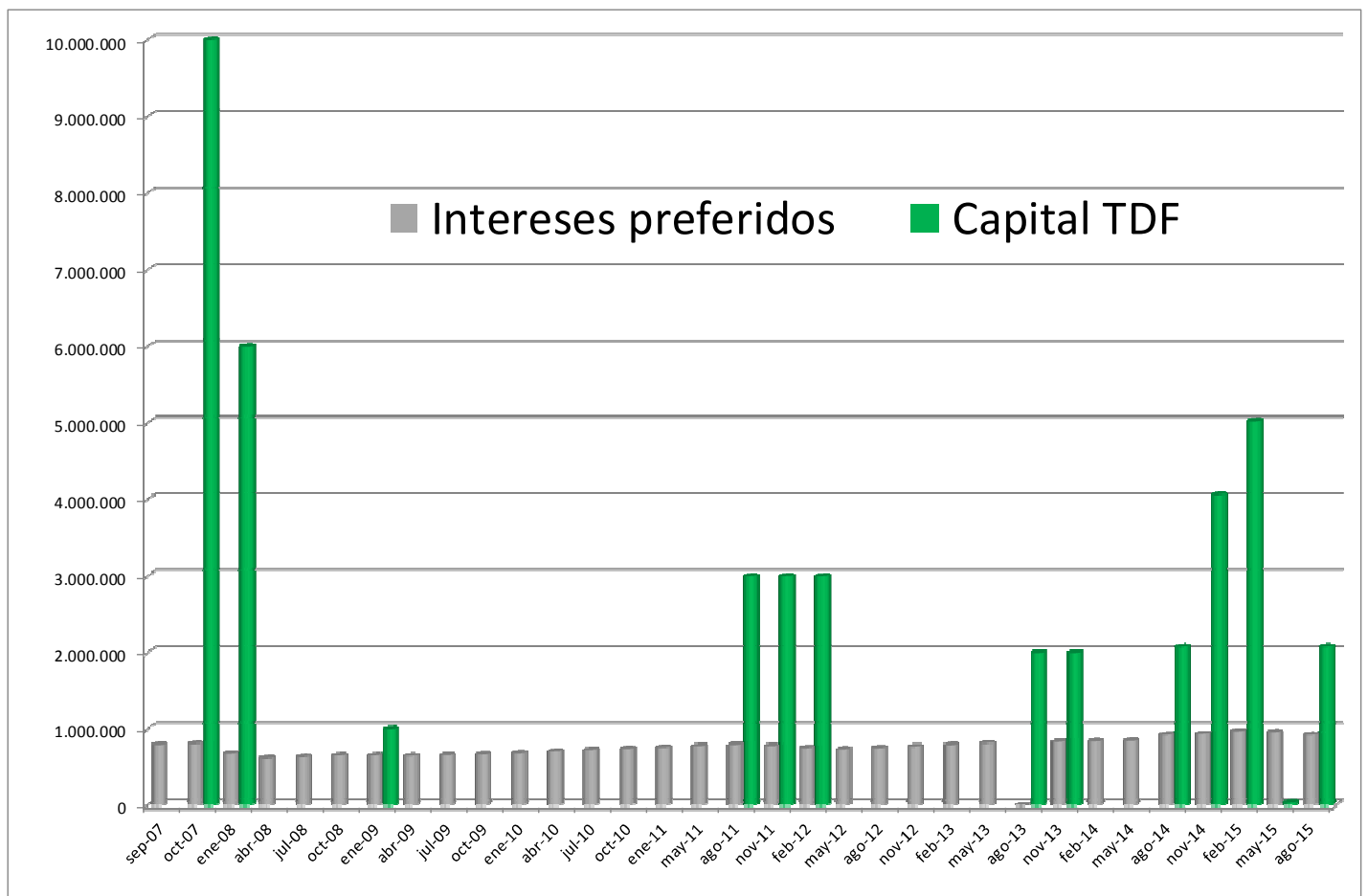
(i) Pago a los instrumentos:

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.

En el siguiente cuadro se detalla los pagos realizados los últimos cuatro cuatrimestres:

Fecha de Pago	Intereses preferidos	Capital TDF	Total
14/11/2014	939.865,99	4.060.134,01	5.000.000,00
13/02/2015	976.026,92	5.023.973,08	6.000.000,00
15/05/2015	961.182,61	38.817,39	1.000.000,00
14/08/2015	926.310,97	2.073.689,03	3.000.000,00

A continuación mostramos la evolución histórica del desempeño:



(ii) Saldo de los instrumentos:

Al 14-08-2015 el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria, actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a 74.587.554.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación actualizado por CER asciende a \$ 70.081.-

Definición de las calificaciones asignadas

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

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 “+” ó “-”, 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) Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en www.bolsar.com
- (iv) Avalúo Forestal 2014. 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

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Raquel Kismer de Olmos rkolmos@untref.edu.ar