

Informe de actualización 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
18/10/2016

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 Kismer de Olmos
rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de evaluación: 15/12/2016

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.

Calificación

Clase	Monto VN U\$S	Monto actualizado a Septiembre 2016 \$	Venc.	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000.-	106.252.350.-	mar-2021	“A – (ff)”	Estable	“A – (ff)”
CP	15.000.-	98.152.-	mar-2021	“B –(ff)”	Estable	“B –(ff)”

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Relación Deuda / Valor

El patrimonio forestal representa un poco más de 6 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y de casi 2,4 veces el total de los pasivos y los Certificados de Participación (CP) al 31-09-2016 (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 5,47 veces, en los últimos cinco años (desde el 01/01/2011 al 31/12/2015).

La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 a ser del orden de 6,30 al 30/09/2016.

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 2,38 al 30/09/2016 (Ver Cuadro 1).

	30/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/12/2014	31/12/2015	30/9/2016
Avalúo Forestal ⁽¹⁾	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	669.869
Estructura de capital							
TDF							
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	103.734
Interes	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.518
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	106.252
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	98
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	174.757
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	8,32	6,30
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,38

(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, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en pesos.
 Patrimonio Forestal Septiembre 2016, según la registración en los estados contables del Fideicomiso.
 En todos los casos incluye el valor de la tierra.

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 período de nueve meses terminado el 30/09/2016, el Fideicomiso cuenta con saldos de Caja y Bancos e Inversiones temporarias de un valor cercano a los 3,5 millones de pesos, representando casi una vez los pagos de los intereses preferidos de los Títulos de Deuda Fiduciaria realizados desde mayo 2015 a febrero 2016 (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2.

	31/09/2016	31/12/2015	30/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Caja y Bancos	605.987	2.776.119	3.404.382	4.747.519	2.050.713
Inversiones temporarias	2.883.491	8.573.383	4.864.741	1.708.337	4.112.748
Total Liquidez	3.489.478	11.349.502	8.269.123	6.455.856	6.163.461
4 últimos pagos de servicios intereses					
- Monto pagado	3.810.248	3.821.392	3.554.486	2.442.878	3.019.381
Relación Liquidez sobre últimos 4 pagos	0,9	3,0	2,3	2,6	2,0

Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó, entre 31/12/2011 y 31/12/2015, aproximadamente U\$S 30 millones. Significando un aumento de valor de más del 66%. Esta evolución es debida, entre otros factores a la gestión del operador en el cumplimiento del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE).

Las relaciones de EBITDA y ventas del fideicomiso contra los intereses y actualizaciones por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) son robustas demostrando adecuados niveles de actividad económica para afrontar los intereses y actualizaciones de los TDF (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. (En \$)

	EBITDA	Intereses y act. por CER	EBITDA / Intereses y CER TDF	Ventas en pesos	Ventas / Intereses y CER TDF
2011	23.460.030,00	8.717.907,72	2,69	30.621.957,00	3,51
2012	23.168.234,00	9.086.162,65	2,55	33.837.591,00	3,72
2013	26.605.100,00	9.042.840,90	2,94	50.880.065,00	5,63
2014	75.260.588,00	19.518.245,35	3,86	61.627.605,00	3,16
2015	97.580.993,00	14.414.097,54	6,77	47.659.351,00	3,31

Fuente: Estados contables del fideicomiso financiero.

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.

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. 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	2011	2014	2015	2011	2014	2015
Menor o igual a dos años	56	1.776	2.507	1.019	258	100	1.075	2.034	2.607
Mayor a dos años	2.062	1.746	1.380	5.987	5.816	5.708	8.049	7.562	7.088
Subtotal Forestado	2.118	3.522	3.887	7.006	6.074	5.808	9.124	9.596	9.695
Libres a Forestar							1.692	1.220	1.121
Total General							10.816	10.816	10.816

(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.

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 deberá 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.

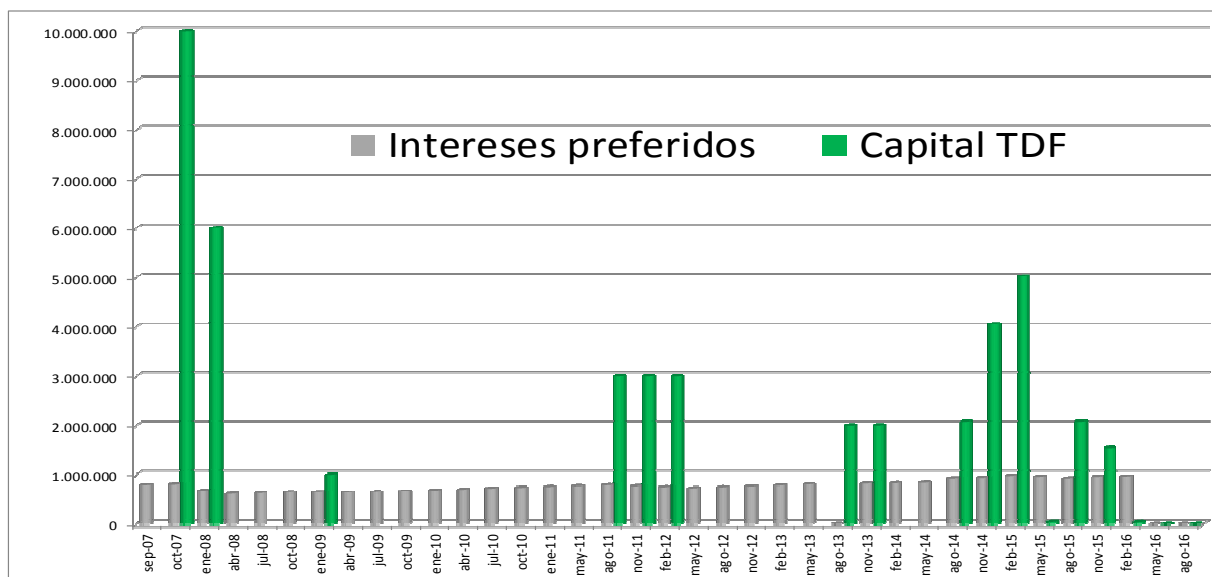
El Coordinador ha indicado, también, que las actividades y sus consecuencias que generen dichos costos no son excepcionales, anormales, ni extrañas a la actividad, sino propias del ciclo natural productivo de una forestación de algo más de 10.000.- ha. (2) Como así, con fecha 12 de agosto de 2016, en el aviso de pago presentado ante el Mercado de Valores de Bs.As. S.A. y la Bolsa de Comercio de Bs. As., 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 cuatrimestres:

Fecha de Pago	Intereses preferidos	Capital TDF	Total
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
13/11/2015	957.871,04	1.542.128,96	2.500.000,00
16/02/2016	964.883,25	35.116,75	1.000.000,00
13/05/2016	-	-	-
12/08/2016	-	-	-

(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 del desempeño:



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

Al 30-09-2016, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria, actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a \$ 106.252.350.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación actualizado por CER asciende a \$ 98.152.-

ANEXO I – Estados Contables (En \$)

	<u>30/9/2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
ACTIVO				
ACTIVO CORRIENTE				
Caja y Bancos	605.987	2.776.119	3.404.382	4.747.519
Inversiones Temporarias	2.883.491	8.573.383	4.864.741	1.708.337
Créditos por Ventas	6.981.085	1.258.627	9.808.532	9.216.385
Otros Créditos	3.882.255	4.478.509	3.265.569	874.977
Bienes de Cambio	14.149.160	25.911.930	32.228.205	22.812.850
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	28.501.978	42.998.568	53.571.429	39.360.068
ACTIVO NO CORRIENTE				
Bienes de Cambio	318.387.892	271.739.505	186.571.535	138.681.274
Bienes de Uso	338.625.730	338.649.496	219.875.775	153.737.904
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	657.013.622	610.389.001	406.447.310	292.419.178
TOTAL ACTIVO	685.515.600	653.387.569	460.018.739	331.779.246
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
Deudas Comerciales	5.161.293	3.806.334	5.367.570	3.970.378
Deudas Fiscales	159.262	158.925	180.987	2.923.178
Anticipos de clientes	995.634	1.046.623	501.555	841.177
Titulos de deuda fiduciaria	2.518.391	1.984.846	6.961.182	1.680.344
TOTAL PASIVO CORRIENTE	8.834.580	6.996.728	13.011.294	9.415.077
PASIVO NO CORRIENTE				
Deudas Fiscales	168.169.492	170.219.512	128.155.175	88.403.115
Titulos de deuda fiduciaria	103.733.959	77.787.682	70.894.599	66.106.753
Previsiones	271.065	253.815	230.818	173.589
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	272.174.516	248.261.009	199.280.592	154.683.457
TOTAL PASIVO	281.009.096	255.257.737	212.291.886	164.098.534
PATRIMONIO NETO	404.506.504	398.129.832	247.726.853	167.680.712
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	685.515.600	653.387.569	460.018.739	331.779.246

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>30/9/2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
Período en meses	9	12	12	12
Resultado por producción	32.585.708	88.221.486	78.874.048	28.257.802
Ingresos netos por venta	24.555.821	47.659.351	61.627.605	50.880.065
Costo de ventas	-23.543.328	-44.962.748	-57.571.248	-46.868.218
<u>Resultado por venta de bienes</u>	1.012.493	2.696.603	4.056.357	4.011.847
<u>Resultado Bruto</u>	33.598.201	90.918.089	82.930.405	32.269.649
Gastos de comercialización	-1.202.035	-2.878.336	-4.623.508	-3.970.435
Gastos de administración	-2.315.497	-2.955.502	-2.753.792	-1.800.409
<u>Total Gastos Operativos</u>	-3.517.532	-5.833.838	-7.377.300	-5.770.844
<u>Resultado Operativo</u>	30.080.669	85.084.251	75.553.105	26.498.805
Resultados Financieros y por tenencia	-25.801.682	-12.865.843	-18.313.318	-9.370.874
Otros ingresos y egresos netos	25.043	1.414.799	-281.157	72.318
<u>Ganancia antes de impuesto</u>	4.304.030	73.633.207	56.958.630	17.200.249
Impuesto a las ganancias	2.050.020	-463.623	-19.935.521	-6.024.939
<u>Resultado neto</u>	6.354.050	73.169.584	37.023.109	11.175.310

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 "+" 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) Hecho Relevante. Disponible 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. 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