

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-ACR UP 20/12/2018

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:

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:** 04/07/2019

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 Dic 2018 (\$)	Venc.	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	247.887.862.-	Jul-28	"A- (ff)"	Estable	"A-(ff)" PN
CP	15.000.-	211.484.-	Jul-28	"B- (ff)"	Estable	"B-(ff)" PN

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Gestión del operador – Plazo de vencimiento: UNTREF ACRUP considera que el nuevo vencimiento del fideicomiso financiero, año 2028, es un horizonte adecuado para el desarrollo del proyecto forestal de acuerdo al objetivo del contrato. El 19 de Marzo de este año 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.

Relación Deuda / Valor: El patrimonio forestal representa 4,38 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 2,19 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31-03-2019 (Ver Cuadro1). UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor: Desde el 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2017, el valor de la explotación aumentó en casi 14 millones de dólares, significando un aumento de valor de aproximadamente del 46%. A fines de marzo 2019, producto de la devaluación del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó cinco millones ochocientos sesenta y tres mil dólares con respecto a 31 de diciembre de 2010.

Evolución del valor residual de los TDF y CP: El rendimiento total de los TDF y CP al 31/03/2019 es de U\$S 6.984.559.- y U\$S 14.914.341.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 6).

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	31/03/2019
Avalúo Forestal (1)	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	836.748	1.155.513	1.085.725
Estructura de capital										
TDF										
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	141.401	218.922	242.062
Intereses	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.471	5.114	5.826
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872	224.036	247.888
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	103	126	186	211
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	375.743	271.402	247.550
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	8,32	6,70	5,78	5,16	4,38
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,43	1,61	2,33	2,19

- (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, 2016, 2017 y 2018, y realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en \$.
Patrimonio Forestal Marzo 2019, y realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en \$.

Desde el 31 de diciembre de 2010 al 31 de diciembre de 2017, el valor de la explotación aumentó en casi 14 millones de dólares, significando un aumento de valor de aproximadamente del 46%. A fines de marzo 2019, producto de la devaluación del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó cinco millones ochocientos sesenta y tres mil dólares con respecto a 31 de diciembre de 2010.

Liquidez

Al 31 de diciembre de 2018, el Fideicomiso cuenta con saldos de Caja y Bancos e Inversiones Temporarias por más de 2,8 millones de pesos, representando un 19% del devengamiento anual de actualización por CER más intereses de los Títulos de Deuda Fiduciaria y de los Certificados de Participación (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2. Liquidez (en pesos)

	30/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Caja y Bancos	1.272.835	2.743.170	2.702.565	2.776.119	3.404.382	4.747.519	2.050.713
Inversiones temporarias	1.553.425	2.457.151	1.512.329	8.573.383	4.864.741	1.708.337	4.112.748
Total Liquidez	2.826.260	5.200.321	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	15.043.596	32.483.880	33.602.470	14.534.347	19.804.409	9.961.831	9.124.440
Relación Liquidez sobre devengamiento	0,19	0,16	0,13	0,78	0,42	0,65	0,68

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 este año 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.

La aprobación del nuevo PIPE y la prórroga de la fecha de vencimiento deben ser consideradas por la Asamblea de Inversores.

Con el objetivo de maximizar el Valor Presente Neto de las forestaciones del Fideicomiso a los precios y la demanda actual del mercado, garantizando la sustentabilidad del recurso, para la determinación del nuevo PIPE se analizaron las siguientes variables, (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. Variables claves

	Eucalipto	Pino
Precio	Mayor precio	Menor precio
Demanda	Creciente	Decreciente. (Sobreoferta de madera).
Rotación	8 / 10 años 4 / 6 años (Clonales)	15 / 16 años
Adaptabilidad al suelo	Menor	Mayor

El nuevo PIPE contempla priorizar las plantaciones de eucaliptos en los suelos que son aptos para dicha especie, utilizando el pino para los suelos menos aptos.

En el siguiente cuadro se ven la evolución y proyección de las hectáreas forestadas. (Ver Cuadro 4).

Cuadro 4. Estado de las hectáreas forestadas.

En hectareas

	Eucalipto						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2028 (*)
Menor o igual a dos años	56	1.776	1.380	1.001	455	104	-
Mayor a dos años	2.062	1.746	2.507	3.167	3.829	4.105	-
Subtotal Forestado	2.118	3.522	3.887	4.168	4.284	4.209	4.835
	Pino						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2028 (*)
Menor o igual a dos años	1.019	258	100	59	56	-	
Mayor a dos años	5.987	5.816	5.708	5.528	5.064	4.608	
Subtotal Forestado	7.006	6.074	5.808	5.587	5.120	4.608	4.027
	Total general						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2028 (*)
Menor o igual a dos años	1.075	2.034	1.480	1.060	511	104	-
Mayor a dos años	8.049	7.562	8.215	8.695	8.893	8.713	-
Subtotal Forestado	9.124	9.596	9.695	9.755	9.404	8.817	8.862
Libres a Forestar	1.692	1.220	1.121	1.064	1.418	1.921	1.175
Total General	10.816	10.816	10.816	10.820	10.822	10.738	10.037

(*) nuevo PIPE

Desempeño operativo

Las cifras expuestas de la información contable al 31 de marzo de 2018 y al 31 de diciembre de 2018, han sido reexpresadas en moneda de cierre del período de tres meses finalizado el 31 de marzo de 2019 a fin de permitir su comparabilidad.

UNTREF ACRUP considera que el nuevo vencimiento del fideicomiso financiero en el año 2028, es un horizonte adecuado para el desarrollo del proyecto forestal de acuerdo al objetivo del contrato.

Los ingresos por ventas del 1º trimestre de 2019 alcanzaron los 17,2 millones de pesos, evolucionando un +41% con respecto al 1º trimestre de 2018. (Ver Anexo III).

La explotación alcanzó un resultado operativo negativo de 201,6 millones de pesos y un resultado total, también negativo de 175,5 millones de pesos durante el primer trimestre 2019, fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción de \$200 millones.

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.

Durante el primer trimestre de 2019, el fideicomiso afrontó necesidades de fondos por alrededor de 485 mil pesos. Estas necesidades las financió con disponibilidades y la reducción de inversiones temporarias. (Ver Cuadro 5).

Cuadro 5. Estado de flujo de efectivo.

AÑO	1 ^a trim 2019
CAJA INICIAL (1)	3.159.141
CAJA FINAL (1)	2.674.112
Variación (aumento/disminución)	(485.029)
Causas de las variaciones	
AÑO	1 ^a trim 2019
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	867.657
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	(160.566)
Resultado por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda del efectivo	(222.062)
FLUJO DE FONDOS NETO	485.029

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

Desempeño de la serie

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

El rendimiento total de los TDF y CP al 31/03/2019 es de U\$S 6.984.559.- y U\$S 14.914.341.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 6).

Cuadro 6. Resumen Inversión inicial, pago de servicios y principal, y valor residual. (En U\$S).

	TDF	CP
Inversión Inicial	-21.400.000	-15.000
Rendimientos Pagados	5.747.042	0
Cancelación de capital	16.792.484	0
Valor Residual	5.845.033	14.929.341
Rendimiento Total	6.984.559	14.914.341

(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. ⁽²⁾

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. (ahora en el denominado BYMA), 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.

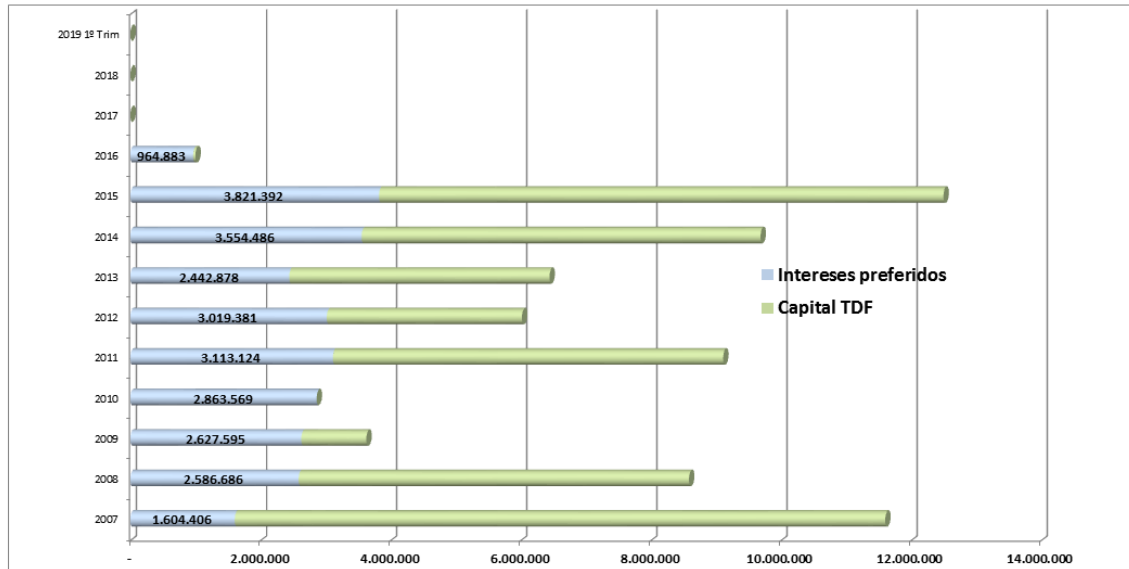
En la reunión del comité ejecutivo del 19 de marzo del corriente año se aprobó el presupuesto para el año 2019. El presupuesto consideró una propuesta de no distribución de Intereses Preferidos ni de amortización de los Títulos de la Deuda Fiduciaria y/o Certificados de Participación. En el supuesto caso de efectivizarse ingresos de fondos extraordinarios, por indemnización por la expropiación de una fracción de campo, ó por la venta de una parte de un establecimiento, ambos por parte del Gobierno de la Provincia de Corrientes, el Coordinador del Proyecto deberá re proyectar el presupuesto 2019 contemplando estos ingresos extraordinarios y viendo la posibilidad de distribución de Intereses Preferidos y de amortización de los Títulos de la Deuda Fiduciaria y/o Certificados de Participación.

En el siguiente cuadro se detalla los últimos pagos realizados.

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: (En pesos nominales de cada momento):



(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 31/03/2019, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$ 247.887.862.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 211.484.-

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 concurrendo 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>31/03/2019</u>		<u>31/12/2018</u>	
<u>ACTIVO</u>				
<u>ACTIVO CORRIENTE</u>				
Caja y Bancos	1.140.824	0,1%	1.422.751	0,1%
Inversiones Temporarias	1.533.288	0,1%	1.736.390	0,1%
Créditos por Ventas	21.459.521	1,9%	17.477.465	1,3%
Otros Créditos	5.592.967	0,5%	7.776.790	0,6%
Bienes de Cambio	19.450.769	1,7%	67.477.215	5,1%
<u>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</u>	49.177.369	4,4%	95.890.611	7,2%
<u>ACTIVO NO CORRIENTE</u>				
Bienes de Cambio	294.050.262	26,1%	448.043.232	33,7%
Bienes de Uso	785.364.023	69,6%	785.322.994	59,1%
<u>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</u>	1.079.414.285	95,6%	1.233.366.226	92,8%
<u>TOTAL ACTIVO</u>	1.128.591.654	100,0%	1.329.256.837	100,0%
<u>PASIVO</u>				
<u>PASIVO CORRIENTE</u>				
Deudas Comerciales	19.552.382	1,7%	18.185.974	1,4%
Deudas Fiscales	499.281	0,0%	129.868	0,0%
Anticipos de clientes	955.957	0,1%	986.532	0,1%
Titulos de deuda fiduciaria	5.826.232	0,5%	5.717.413	0,4%
<u>TOTAL PASIVO CORRIENTE</u>	26.833.852	2,4%	25.019.787	1,9%
<u>PASIVO NO CORRIENTE</u>				
Deudas Fiscales	226.489.984	20,1%	250.864.915	18,9%
Titulos de deuda fiduciaria	242.061.630	21,4%	244.706.938	18,4%
Previsiones	52.855	0,0%	23.086	0,00%
<u>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</u>	468.604.469	41,5%	495.594.939	37,3%
<u>TOTAL PASIVO</u>	495.438.321	43,9%	520.614.726	39,2%
<u>PATRIMONIO NETO</u>	633.153.333	56,1%	808.642.111	60,8%
<u>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u>	1.128.591.654	100,0%	1.329.256.837	100,0%

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>31/03/2019</u>		<u>31/03/2018</u>	
Período en meses	3		3	
Resultado por producción	-200.009.698	-1162%	-37.056.363	-303%
Ingresos netos por venta	17.218.648	100%	12.222.898	100%
Costo de ventas	-16.966.532	-99%	-12.088.972	-99%
Resultado por venta de bienes	252.116	1%	133.926	1%
Resultado Bruto	-199.757.582	-1160%	-36.922.437	-302%
Gastos de comercialización	-290.234	-2%	-161.527	-1%
Gastos de administración	-1.538.543	-9%	-2.331.761	-19%
Total Gastos Operativos	-1.828.777	-11%	-2.493.288	-20%
Resultado Operativo	-201.586.359	-1171%	-39.415.725	-322%
Resultados Financieros y por tenencia	1.308.604	8%	-4.981.580	-41%
Otros ingresos y egresos netos	409.425	2%	-50.820	0%
Ganancia antes de impuesto	-199.868.330	-1161%	-44.448.125	-364%
Impuesto a las ganancias	24.374.930	142%	-1.262.685	-10%
Resultado Neto	-175.493.400	-1019%	-45.710.810	-374%

ANEXO III – Indicadores

	<u>31/03/2019</u>	<u>31/03/2018</u>
Resultado por producción	-200.009.698	-37.056.363
Ingresos netos por ventas	17.218.648	12.222.898
Costo de ventas	-16.966.532	-12.088.972
Utilidad Bruta	-199.757.582	-36.922.437
Utilidad Operativa	-201.586.359	-39.415.725
Resultado Neto	-175.493.400	-45.710.810
TDF / Patrimonio Neto	0,39	0,31
TDF/ Activo Total	0,22	0,19
Liquidez Corriente	1,83	3,83
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,90	0,82
Capital de Trabajo Neto Contable	22.343.517	70.870.824
% sobre ingresos netos por vta	129,8%	579,8%
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	19.669.405	67.711.683
% sobre ingresos	114,2%	554,0%

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 puede ser:

- ✓ **Positiva:** La calificación puede subir.
- ✓ **Estable:** La calificación probablemente no cambie.
- ✓ **Negativa:** La calificación puede bajar.

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 del Fideicomiso Financiero. Disponible en www.bolsar.com.
- III. Estados Contables períodos intermedios al 31/03/2018 y al 31/03/2019. Disponible en www.bolsar.com
- IV. Hechos Relevantes. Disponibles en la Autopista Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar).
- V. Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en www.bolsar.com
- VI. Avalúo Forestal 2015, 2016, 2017 y 2018. Dictamen independiente de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.
- VII. Actas N° 31 y 32 de reunión de Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I.

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

Fecha de la calificación asignada: 4 de Julio de 2019