

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)" RED

CP "B-(ff)" RED

Calificación anterior del**30/12/2020**

TDF "A-(ff)" RED

CP "B-(ff)" RED

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:

Walter Severino,

wseverino@untref.edu.ar

Verónica Saló,

vsalo@untref.edu.ar**Responsable de la función de****Relaciones con el Público:**

Nora Ramos

nramos@untref.edu.ar**Fecha de evaluación:** 30/04/2021

Observaciones: El presente informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión ó recomendación de la entidad para adquirir, vender ó negociar valores negociables ó del instrumento de calificación.

Calificaciones

| Clase | Monto VN U\$S | Monto a Dic 2020 \$ | Calificación | Revisión Especial | Calificación anterior |
|-------|---------------|---------------------|--------------|-------------------|-----------------------|
| TDF | 21.400.000 | 504.959.250 | "A-(ff)" | En Desarrollo | "A-(ff)" REED |
| CP | 15.000 | 382.380 | "B-(ff)" | En Desarrollo | "B-(ff)" REED |

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Gestión del operador, desempeño operativo: El coordinador y operador del proyecto, administra aproximadamente 36.000.- ha de tierras en la Argentina y además explota 21.000.- ha en Paraguay.

En abril 2020 la industria forestal fue incluida como una actividad esencial pero igualmente la pandemia causó una fuerte caída de los volúmenes de venta y el alargamiento de los plazos de cobros. La explotación durante el año 2020 alcanzó un resultado operativo negativo de \$124,1 millones fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción de aproximadamente de \$108,2 millones, y un resultado neto final negativo de \$152,7 millones. En el mismo período el fideicomiso consumió fondos por más de \$13,4 millones.

Relación Deuda/Valor: El patrimonio forestal representa 3,42 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 3,21 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31-12-2020. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

Evolución del valor residual de los TDF y CP: Al 31-12-2020, los TDF han tenido un rendimiento negativo de U\$S170.554 y los CP un rendimiento positivo de más de U\$S 23,2 millones, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP.

Fecha de vencimiento: El 22-03-2021 en la Asamblea de Inversores se aprobó por unanimidad la prórroga del plazo de vigencia del Fideicomiso por 6 meses, a contar del 15-03-2021, fijando la nueva fecha de vencimiento el 15-09-2021.

Los inversores han expresado que este período de seis meses se evaluarán las posibilidades de proceder a una eventual liquidación o a la migración del negocio a otra estructura.

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 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Avalúo Forestal (1) | 121.330 | 208.301 | 250.685 | 326.942 | 455.758 | 663.856 | 752.907 | 836.748 | 1.155.513 | 1.398.887 | 1.726.670 |
| Estructura de capital | | | | | | | | | | | |
| TDF | | | | | | | | | | | |
| Capital | 60.842 | 60.443 | 63.505 | 66.107 | 75.919 | 77.823 | 109.711 | 141.401 | 218.922 | 348.623 | - |
| Intereses | 761 | 756 | 794 | 1.680 | 1.937 | 1.950 | 2.699 | 3.471 | 5.114 | 8.222 | - |
| Total | 61.602 | 61.199 | 64.299 | 67.787 | 77.856 | 79.773 | 112.410 | 144.872 | 224.036 | 356.845 | 504.959 |
| Certificados participación | 39 | 43 | 48 | 53 | 66 | 76 | 103 | 126 | 186 | 280 | 382 |
| Otros pasivos | 37.967 | 43.400 | 47.200 | 96.311 | 134.436 | 175.485 | 197.011 | 571.613 | 283.711 | 150.902 | 32.046 |
| Cobertura avalúo sobre TDF | 1,97 | 3,40 | 3,90 | 4,82 | 5,85 | 8,32 | 6,70 | 5,78 | 5,16 | 3,92 | 3,42 |
| Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP | 1,22 | 1,99 | 2,25 | 1,99 | 2,15 | 2,60 | 2,43 | 1,17 | 2,27 | 2,75 | 3,21 |

(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

El patrimonio forestal representa 3,42 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 3,21 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31-12-2020. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

Durante los años 2011 a 2014, el valor de la explotación aumentó alrededor de U\$S 23 millones, significando un aumento de valor del 76%. A fines del año 2020, producto de la devaluación acumulada del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas de los últimos períodos, la valuación de la explotación cayó alrededor de U\$S10 millones con respecto a 31/12/2010. (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2 – Evolución del valor de la explotación. En U\$S.

| | 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 | 31/12/2019 | 31/12/2020 |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tipo de cambio BNA vendedor | \$ 4,00 | \$ 4,32 | \$ 4,92 | \$ 6,53 | \$ 8,55 | \$ 13,30 | \$ 16,10 | \$ 18,90 | \$ 39,30 | \$ 63,00 | \$ 84,15 |
| Avalúo en dólares | 30.333 | 48.218 | 50.952 | 50.068 | 53.305 | 49.914 | 46.764 | 44.272 | 29.402 | 22.205 | 20.519 |
| Variación acum (en miles \$) | - | 17.885 | 20.620 | 19.735 | 22.973 | 19.581 | 16.432 | 13.940 | -930 | -8.128 | -9.814 |
| Variación acum (en %) | | 59,0% | 68,0% | 65,1% | 75,7% | 64,6% | 54,2% | 46,0% | -3,1% | -26,8% | -32,4% |

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Contables del Fideicomiso y Avalúo Forestal UNM

Liquidez

El fideicomiso cerró el año 2020, con saldos de caja e inversiones por aproximadamente 86 millones de pesos, la liquidez sufrió un fuerte deterioro comparado con diciembre de 2019, debido a la clasificación del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria como pasivos corrientes como consecuencia de que la fecha de vencimiento del fideicomiso es menor a doce meses.

De esta manera el ratio de liquidez es de 0,39 y considerando los saldos de Caja y Bancos, Inversiones Temporarias y Créditos por Ventas, (Liquidez ácida), el ratio es de 0,24. (Ver Anexo III).

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 2019 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. 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 al artículo 7.5.2. del Contrato de Fideicomiso.

El 31 de mayo del año pasado se reunió, en forma unánime, la Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa, y se abstuvo de aprobar el PIPE y la prórroga de la fecha de vencimiento del fideicomiso. Asimismo resolvió encomendar al auditor externo del fideicomiso a que realice un estudio del impacto impositivo y patrimonial de la eventual liquidación del mismo a su vencimiento en marzo del año 2021 y al Fiduciario que evalúe el impacto de la liquidación del fideicomiso a su vencimiento en marzo del año 2021, y que también realice un informe comparativo a marzo del año 2028, si se implementará el PIPE aprobado por el Comité Ejecutivo.

El 12-06-2020, a partir del cambio de autoridades en el Inversor / Fiduciante mayoritario (Anses-FGS), se realizó una nueva reunión del Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa con la asistencia de la totalidad de sus miembros, para considerar la propuesta de Proyección Financiera 2020 presenta 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 pago de la distribución correspondiente a los Títulos de Deuda emitidos bajo el Fideicomiso.
- Instruir al fiduciario que atienda los gastos previsionados por el operador, constituya dos inversiones indisponibles, (plazo fijo y fondos comunes de inversión).
- Instruir al Coordinador del proyecto y Operador del fideicomiso a proporcionar las aperturas, aclaraciones e información de soporte de la Proyección Financiera 2020 y una Planificación Económico-Financiera con horizonte el 15 de marzo de 2021 y un plan de Inversión y Producción Estratégico (PIPE) con horizonte marzo 2028.

- Gestionar con el Auditor Contable y/o el Asesor Impositivo del Fideicomiso el estudio encomendado por Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa de 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 la extensión del período de vigencia y el plazo de vencimiento del Fideicomiso.

El 22-03-2021 en la Asamblea de Inversores se aprobó por unanimidad la prórroga del plazo de vigencia del Fideicomiso por 6 meses, a contar del 15-03-2021, fijando la nueva fecha de vencimiento el 15-09-2021. Los inversores han expresado que este período de seis meses se evaluarán las posibilidades de proceder a una eventual liquidación o a la migración del negocio a otra estructura.

Desempeño operativo

Las cifras expuestas de la información contable al 31-12-2020 y al 31-12-2019, han sido reexpresadas en moneda de cierre de 31-12-2020 a fin de permitir su comparabilidad.

Las medidas de restricción en la circulación de las personas tomadas por el Gobierno Nacional y los distintos gobiernos provinciales y municipales en orden a la pandemia declarada por Organización Mundial de la Salud (OMS) a partir de marzo de 2020, afectaron la situación económica, financiera y patrimonial de todas actividades del país en general.

La industria forestal, en abril del 2020, fue incluida como una actividad esencial pero igualmente la pandemia causó una fuerte caída de los volúmenes de venta y el alargamiento de los plazos de cobros.

Los ingresos por ventas del año 2020 fueron un -40% con respecto al año 2019. (Ver Anexo III).

La explotación durante el año 2020 alcanzó un resultado operativo negativo de \$124,1 millones fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción¹⁾ de aproximadamente de \$108,2 millones, y un resultado neto final negativo de \$152,7 millones. (Ver Anexo II).

Durante el año 2020, el fideicomiso consumió fondos por más de \$13,4 millones. (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. Estado de flujo de efectivo.

| AÑO | 2020 | 2019 |
|--|--------------------|-------------------|
| CAJA INICIAL (1) | 100.868.389 | 5.918.990 |
| CAJA FINAL (1) | 87.426.909 | 100.868.389 |
| Variación | -13.441.480 | 94.949.399 |
| Causas de las variaciones | | |
| AÑO | 2.020 | 2.019 |
| FLUJO DE FONDOS OPERATIVO | -8.612.377 | -4.439.541 |
| FLUJO DE FONDOS INVERSIONES | - | 100.943.371 |
| Resultado por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda del efectivo | -4.829.103 | -1.554.431 |
| FLUJO DE FONDOS NETO | -13.441.480 | 94.949.399 |

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

Fuente: EECG al 31/12/2020

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 de cada ejercicio, o de la tala, lo que suceda primero.

El 19-09-2020 se produjo un incendio en terrenos donde el Fideicomiso lleva a cabo su explotación, ubicados en Villa Olivari, Provincia de Corrientes.

El siniestro se inició en un aserradero próximo al inmueble, afectando a otras unidades de procesamiento de madera vecinas para finalmente atravesar la RN 12 e ingresar en un inmueble de explotación del Fideicomiso.

Según lo informado en forma preliminar por Garruchos S.A., coordinador y operador del fideicomiso, fueron afectadas alrededor de 513 hectáreas forestadas.

A la fecha del presente informe el operador ha puesto en conocimiento del siniestro a la compañía aseguradora, los gastos ocasionados para sofocar el evento suman más de 6,2 millones de pesos que fueron imputados a costos de producción.

El 19-10-2020 otro foco de incendio se produjo en el Campo de Algas Sur propiedad del Fideicomiso, en este caso la superficie forestada afectada fue aproximadamente de sólo 14 hectáreas y los gastos ocasionados para sofocar el evento suman más de 400 mil de pesos y que también fueron imputados a costos de producción.

Otro incendio, esta vez intencional, se declaró el 20-01-2021 sobre un bañado-humedal que da sobre el bosque ribereño del Río Paraná del campo Olivari. La superficie total afectada, la mayor parte no forestada, fue de 840 hectáreas y los gastos imputados al costo de producción fueron de aproximadamente \$1,12 millones.

Desempeño de la serie

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

Al 31-12-2020, los TDF han tenido un rendimiento negativo de U\$S 170.554 y los CP un rendimiento positivo de más de U\$S23,2 millones, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP. (Ver Cuadro 4).

Cuadro 4. 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 | 5.576.913 | 0 |
| Cancelación de capital | 9.879.382 | 0 |
| Valor Residual | 5.773.151 | 23.292.243 |
| Rendimiento Total | -170.554 | 23.277.243 |

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

(ii) Pago a los instrumentos:

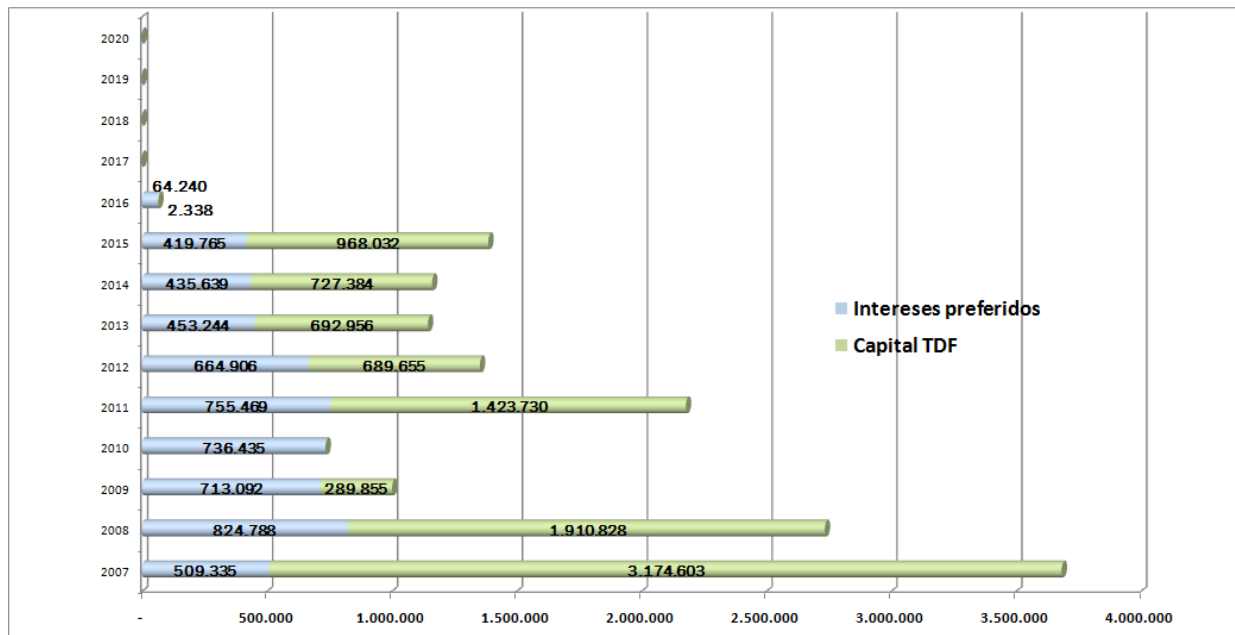
De acuerdo a lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, el Comité Ejecutivo tiene la facultad de instruir al fiduciario a imputar los montos de cada distribución que correspondan a los Títulos de Deuda Fiduciaria en exceso de los montos correspondientes al pago del interés preferido devengado y a la amortización del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria.

El 02-05-2016, 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. 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., 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.

Por haber hecho efectivo ingresos de fondos extraordinarios, por la indemnización de la expropiación de una fracción de campo, y por la venta de una parte de un establecimiento, ambos al Gobierno de la Provincia de Corrientes, el Coordinador del Proyecto presentó la proyección financiera 2020 que incluyó la propuesta de no pago de la distribución correspondiente a los Títulos de Deuda Fiduciaria durante el año 2020.

Esta propuesta fue aprobada unánimemente por el Comité Ejecutivo del Fideicomiso el 12-06-2020

Gráfico 1. Evolución pagos realizados. (En U\$S nominales).



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV

(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 31-12-2020, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$504.959.259, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$382.380.

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>31/12/2020</u> | | <u>31/12/2019</u> | |
|--|----------------------|---------------|----------------------|---------------|
| <u>ACTIVO</u> | | | | |
| <u>ACTIVO CORRIENTE</u> | | | | |
| Caja y Bancos | 4.824.924 | 0,2% | 6.513.439 | 0,3% |
| Inversiones Temporarias | 82.601.985 | 3,6% | 94.354.950 | 3,8% |
| Créditos por Ventas | 26.254.383 | 1,2% | 44.271.895 | 1,8% |
| Otros Créditos | 13.402.878 | 0,6% | 10.191.173 | 0,4% |
| Bienes de Cambio | 82.894.437 | 3,7% | 42.330.535 | 1,7% |
| <u>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</u> | 209.978.607 | 9,3% | 197.661.992 | 8,0% |
| <u>ACTIVO NO CORRIENTE</u> | | | | |
| Bienes de Cambio | 260.726.496 | 11,5% | 393.714.217 | 16,0% |
| Bienes de Uso | 1.795.129.894 | 79,2% | 1.876.412.833 | 76,0% |
| <u>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</u> | 2.055.856.390 | 90,7% | 2.270.127.050 | 92,0% |
| <u>TOTAL ACTIVO</u> | 2.265.834.997 | 100,0% | 2.467.789.042 | 100,0% |
| <u>PASIVO</u> | | | | |
| <u>PASIVO CORRIENTE</u> | | | | |
| Deudas Comerciales | 30.495.874 | 1,3% | 18.387.283 | 0,7% |
| Deudas Fiscales | 200.876 | 0,0% | 357.064 | 0,0% |
| Anticipos de clientes | 1.283.555 | 0,1% | 3.109.535 | 0,1% |
| Previsiones | - | 0,0% | - | 0,0% |
| Titulos de deuda fiduciaria | 504.959.250 | 22,3% | 11.193.362 | 0,5% |
| <u>TOTAL PASIVO CORRIENTE</u> | 536.939.555 | 23,7% | 33.047.244 | 1,3% |
| <u>PASIVO NO CORRIENTE</u> | | | | |
| Deudas Fiscales | - | 0,0% | - | 0,0% |
| Titulos de deuda fiduciaria | - | 0,0% | 474.617.318 | 19,2% |
| Previsiones | 65.354 | 0,0% | 82.252 | 0,0% |
| <u>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</u> | 65.354 | 0,0% | 474.699.570 | 19,2% |
| <u>TOTAL PASIVO</u> | 537.004.909 | 23,7% | 507.746.814 | 20,6% |
| <u>PATRIMONIO NETO</u> | 1.728.830.088 | 76,3% | 1.960.042.228 | 79,4% |
| <u>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u> | 2.265.834.997 | 100,0% | 2.467.789.042 | 100,0% |

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

| | <u>31/12/2020</u> | | <u>31/12/2019</u> | |
|---------------------------------------|---------------------|--------------|---------------------|--------------|
| Período en meses | 12 | | 12 | |
| Resultado por producción | -108.177.870 | -119% | -504.061.624 | -333% |
| Ingresos netos por venta | 90.660.610 | 100% | 151.306.569 | 100% |
| Costo de ventas | -88.381.187 | -97% | -147.724.707 | -98% |
| Resultado por venta de bienes | 2.279.423 | 3% | 3.581.862 | 2% |
| Resultado Bruto | -105.898.447 | -117% | -500.479.762 | -331% |
| Gastos de comercialización | -1.850.324 | -2% | -3.290.259 | -2% |
| Gastos de administración | -16.341.829 | -18% | -16.139.683 | -11% |
| Total Gastos Operativos | -18.192.153 | -20% | -19.429.942 | -13% |
| | | 0% | | |
| Resultado Operativo | -124.090.600 | -137% | -519.909.704 | -344% |
| | | 0% | | |
| Resultados Financieros y por tenencia | -31.957.590 | -35% | -28.394.506 | -19% |
| Otros ingresos y egresos netos | 3.363.320 | 4% | 582.953.937 | 385% |
| Ganancia antes de impuesto | -152.684.870 | -168% | 34.649.727 | 23% |
| | | 0% | | |
| Impuesto a las ganancias | - | 0% | - | 0% |
| Resultado Neto | -152.684.870 | -168% | 34.649.727 | 23% |

ANEXO III– Indicadores y ratios

| | <u>31/12/2020</u> | <u>31/12/2019</u> |
|--|-------------------|-------------------|
| Período en meses | 12 | 12 |
| Resultado por producción | -108.177.870 | -504.061.624 |
| % variación período anterior | 78,5% | -106,3% |
| Ingresos netos por ventas | 90.660.610 | 151.306.569 |
| % variación período anterior | -40,1% | 15,6% |
| Costo de ventas | -88.381.187 | -147.724.707 |
| Resultado Bruto | -105.898.447 | -500.479.762 |
| Resultado Operativo | -124.090.600 | -519.909.704 |
| Resultado Neto | -152.684.870 | 34.649.727 |
| Liquidez Corriente | 0,39 | 5,98 |
| Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios) | 0,24 | 4,70 |
| Capital de Trabajo Neto Contable | -326.960.948 | 164.614.748 |
| Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones | -414.387.857 | 63.746.359 |

Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000: “A-(ff)”.Revisión Especial En Desarrollo
Certificados de Participación por VN U\$S 15.000: “B-(ff)”.Revisión Especial En Desarrollo

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 calificación bajo revisión especial indica la posible dirección de una calificación, enfocándose principalmente en hechos y tendencias de corto plazo que motivan que quede sujeta a una observación especial por parte de la ACR UP. Esto se puede dar en casos de fusiones, adquisiciones, cambios regulatorios, capitalizaciones, entre otros. Se destaca que una calificación se encuentre en revisión especial no implica que su modificación sea inevitable. La revisión especial puede ser:

- Positiva: la calificación puede subir.
- Negativa: la calificación puede bajar.
- En desarrollo: la calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

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 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. 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, 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020. Dictamen independiente de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.
- VI. Actas N° 31, 32, 33, 34 y 35 de reunión de Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I.
- VII. Acta de Asamblea de Inversores del 31 de mayo de 2019 y del 22 de marzo de 2020.

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

Verónica Saló, vsalo@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de la calificación asignada: 30 de Abril de 2021.