

Fideicomisos Financieros
Forestal I – Fondo de Inversión**Fiduciario:**

Fideicomiso Provincia S.A.U.

Fiduciantes:

ANSES-FGS y Kevilmare S.A.

Coordinador y Operador:

Garruchos S.A.

Calificación:TDF "A – (ff)" Revisión Especial En
DesarrolloCP "B – (ff)" Revisión Especial En
Desarrollo**Tipo de informe:** Seguimiento**Calificación anterior del 09/09/22**TDF "A-(ff)" Revisión Especial En
Desarrollo.CP "B-(ff)" Revisión Especial En
Desarrollo.**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:**Jorge Dubrovsky, jdubrovsky@untref.edu.arMartín Iutrenko,
miutrenko@untref.edu.ar**Responsable de la función de
Relaciones con el Público:**Nora Ramos nramos@untref.edu.ar**Fecha de evaluación:** 28/12/2022**Observaciones:** El presente informe
de calificación no debe considerarse
una publicidad, propaganda, difusión
o recomendación de la entidad para
adquirir, vender o negociar valores**Calificaciones**

Clase	Monto VN Us\$	Monto actualizado a Sep 2022	Calificación	Revisión Especial	Calificación anterior
TDF	21.400.000	\$1.331.925.010	"A- (ff)"	En Desarrollo	"A-(ff)" REED
CP	15.000	\$920.983	"B- (ff)"	En Desarrollo	"B-(ff)" REED

Fundamentos de la calificación**Mantenimiento de Revisión Especial En Desarrollo a la Calificación:**

UNTREF ACR UP decidió mantener la Revisión Especial En Desarrollo al Fideicomiso Financiero Forestal I, con el fundamento de la incertidumbre con respecto a la continuidad del fideicomiso a partir del 15 de marzo de 2023, fecha del plazo de vencimiento del fideicomiso.

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.

Los ingresos por ventas de los primeros nueve meses del año 2022 fueron -9% con respecto a los primeros nueve meses del año 2021.

Ante la falta de reposición de la tala producida en los últimos años y de nuevas implantaciones, debido a la incertidumbre sobre la continuidad del fideicomiso a partir de la fecha de vencimiento del mismo; el resultado de producción, durante los primeros nueve meses de este año, fue negativo por \$297,2 millones de pesos profundizando su tendencia negativa. (Ver Anexo III).

Estos guarismos fundamentan los resultados netos negativos de \$371,4 millones para los primeros nueve meses de 2022.

Relación Deuda/Valor: El patrimonio forestal representa 3,25 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 3,14 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30 de septiembre de 2022.**Evolución del valor residual de los TDF y CP:** Al 30 de septiembre de 2022, los TDF han tenido un rendimiento de U\$S 3.097.635.- y los CP un

rendimiento positivo de U\$S 21.700.717.- considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP.

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

	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	31/12/2021	30/9/2022
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	2.157.150	4.325.116
Estructura de capital													
TDF													
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872	224.036	356.845	504.959	804.343	1.331.925
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	103	126	186	280	382	528	921
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	571.613	492.449	150.902	32.046	37.865	44.387
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	2,68	3,25
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,43	1,17	1,61	2,75	3,21	2,56	3,14

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. Al 30/9/2022, Masa Forestal y Terrenos según EEC al cierre de período.

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

El patrimonio forestal representa 3,25 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 3,14 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 30 de septiembre de 2022. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

Liquidez

El fideicomiso cerró el 30 de septiembre de 2022, con saldos de caja e inversiones temporarias mayores a \$ 122,8 millones.

El ratio de liquidez según los estados contables al 30 de septiembre 2022 fue de 16 centavos de activos corrientes por cada peso de pasivo corriente y considerando solo los saldos de Caja y Bancos, Inversiones Temporarias y Créditos por Ventas, (Liquidez Ácida), el ratio se reduce a 13 centavos. Se destaca que los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), están considerados como pasivo corriente.

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 de 2020 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 y que realice un informe comparativo a marzo del año 2028, si se implementará el PIPE aprobado por el Comité Ejecutivo.

El 12 de junio de 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 de marzo de 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 de marzo de 2021, fijando la nueva fecha de vencimiento el 15 de septiembre del 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.

El 4 de octubre de 2021 tuvo lugar la Asamblea Unánime de Inversores del Fideicomiso donde el 100% de los tenedores de los TDF resolvió extender el plazo de vigencia hasta el 15 de septiembre de 2022.

El 15 de septiembre de 2022 se llevó a cabo una nueva Asamblea de Inversores, en la cual, por decisión unánime del 100% de los tenedores de los TDF, se volvió a extender su plazo de vigencia hasta el 15 de marzo de 2023.

El cumplimiento de la fecha del vencimiento es una de las causales de disolución del fideicomiso establecidas en el contrato. Ante esta eventualidad, el Fiduciario, siguiendo las instrucciones del Coordinador del proyecto debe actuar como liquidador, realizando los activos y cancelando los pasivos.

Ante la cercanía del cumplimiento del plazo de vencimiento del fideicomiso, a la fecha de este informe, existe incertidumbre con respecto a la continuidad del Fideicomiso a partir del 15 de marzo de 2023.

Desempeño operativo

Los ingresos por ventas de los primeros nueve meses del año 2022 fueron -9% con respecto a los primeros nueve meses del año 2021 en términos reales.

Ante la falta de reposición de la tala producida en los últimos años y de nuevas implantaciones, debido a la incertidumbre sobre la continuidad del fideicomiso a partir de la fecha de vencimiento del mismo, el resultado de producción⁽¹⁾, durante los primeros nueve meses de este año, fue negativo por \$297,2 millones de pesos profundizando su tendencia negativa. (Ver Anexo III).

Estos guarismos fundamentan los resultados netos negativos de \$371,4 millones para los primeros nueve meses de 2022.

Desempeño de la serie

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

Al 30 de septiembre de 2022, los TDF han tenido un rendimiento de U\$S 3.097.635.- y los CP un rendimiento positivo de U\$S 21.700.717.- considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP. (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2. Inversión inicial, pago de servicios y principal, y valor residual. (En U\$S corrientes).

	TDF	CP
Inversión Inicial	-21.400.000	-15.000
Rendimientos Pagados	5.576.913	0
Cancelación de capital	9.879.382	0
Valor Residual	9.041.340	21.715.063
Rendimiento Total	3.097.635	21.700.063

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

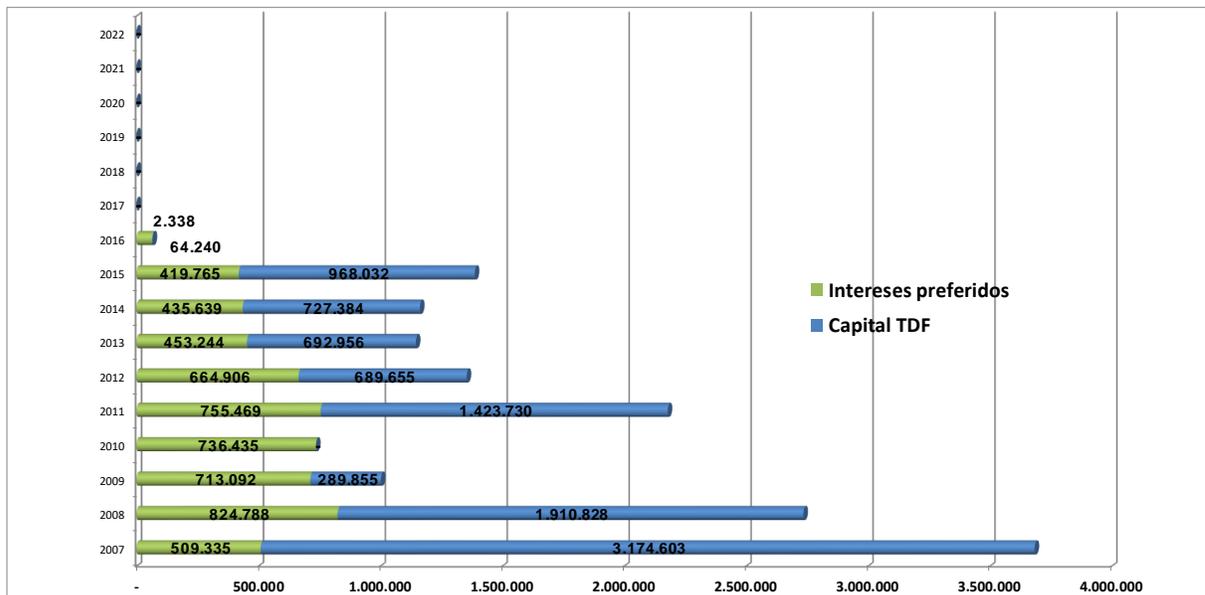
¹⁾ Los resultados de producción reflejan los cambios cuali-cuantitativos de las plantaciones sometidas al proceso de transformación biológica, medidos desde el inicio del ejercicio hasta la fecha de cierre de cada ejercicio, o de la tala, lo que suceda primero.

(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. 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.

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



Fuente: Elaboración propia con datos de CNV

(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 30/09/2022, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$ 1.331.925.010.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 920.983.-

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>30/9/2022</u>		<u>31/12/2021</u>	
<u>ACTIVO</u>				
<u>ACTIVO CORRIENTE</u>				
Caja y Bancos	5.361.266	0,1%	7.987.553	0,2%
Inversiones Temporarias	117.435.372	2,6%	262.039.024	5,3%
Créditos por Ventas	51.736.846	1,1%	36.957.766	0,7%
Otros Créditos	22.098.475	0,5%	34.278.780	0,7%
Bienes de Cambio	26.932.461	0,6%	136.175.841	2,7%
<u>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</u>	<u>223.564.420</u>	<u>4,9%</u>	<u>477.438.964</u>	<u>9,6%</u>
<u>ACTIVO NO CORRIENTE</u>				
Bienes de Cambio	613.527.095	13,4%	751.675.408	15,1%
Bienes de Uso	3.738.174.886	81,7%	3.739.927.507	75,3%
<u>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</u>	<u>4.351.701.981</u>	<u>95,1%</u>	<u>4.491.602.915</u>	<u>90,4%</u>
<u>TOTAL ACTIVO</u>	<u>4.575.266.401</u>	<u>100,0%</u>	<u>4.969.041.879</u>	<u>100,0%</u>
<u>PASIVO</u>				
<u>PASIVO CORRIENTE</u>				
Deudas Comerciales	37.840.096	0,8%	55.210.573	1,1%
Deudas Fiscales	1.053.838	0,0%	500.376	0,0%
Anticipos de clientes	5.420.767	0,1%	7.056.273	0,1%
Previsiones	-	0,0%	-	0,0%
Titulos de deuda fiduciaria	1.331.925.010	29,1%	1.335.800.246	26,9%
<u>TOTAL PASIVO CORRIENTE</u>	<u>1.376.239.711</u>	<u>30,1%</u>	<u>1.398.567.468</u>	<u>28,1%</u>
<u>PASIVO NO CORRIENTE</u>				
Deudas Fiscales	-	0,0%	-	0,0%
Titulos de deuda fiduciaria	-	0,0%	-	0,0%
Previsiones	72.229	0,0%	117.136	0,0%
<u>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</u>	<u>72.229</u>	<u>0,0%</u>	<u>117.136</u>	<u>0,0%</u>
<u>TOTAL PASIVO</u>	<u>1.376.311.940</u>	<u>30,1%</u>	<u>1.398.684.604</u>	<u>28,1%</u>
<u>PATRIMONIO NETO</u>	<u>3.198.954.461</u>	<u>69,9%</u>	<u>3.570.357.275</u>	<u>71,9%</u>
<u>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u>	<u>4.575.266.401</u>	<u>100,0%</u>	<u>4.969.041.879</u>	<u>100,0%</u>

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>30/9/2022</u>		<u>30/9/2021</u>	
Período en meses	9		9	
Resultado por producción	-297.150.388	-172,9%	-143.563.925	-76,0%
Ingresos netos por venta	171.868.576	100,0%	188.911.300	100,0%
Costo de ventas	-166.416.688	-96,8%	-182.453.238	-96,6%
Resultado por venta de bienes	5.451.888	3,2%	6.458.062	3,4%
Resultado Bruto	-291.698.500	-169,7%	-137.105.863	-72,6%
Gastos de comercialización	-5.532.163	-3,2%	-6.097.496	-3,2%
Gastos de administración	-22.921.691	-13,3%	-27.338.993	-14,5%
Total Gastos Operativos	-28.453.854	-16,6%	-33.436.489	-17,7%
Resultado Operativo	-320.152.354	-186,3%	-170.542.352	-90,3%
Resultados Financieros y por tenencia (incluido REPCAM)	-53.236.201	-31,0%	-88.836.843	-47,0%
Otros ingresos y egresos netos	2.027.255	1,2%	3.598.474	1,9%
Ganancia antes de impuesto	-371.361.300	-216,1%	-255.780.721	-135,4%
Impuesto a las ganancias	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto	-371.361.300	-216,1%	-255.780.721	-135,4%

ANEXO III– Indicadores y ratios

	<u>30/9/2022</u>	<u>30/9/2021</u>
Período en meses	9	9
Resultado por producción	-297.150.388	-143.563.925
% variación período anterior	-107,0%	N/D
Ingresos netos por ventas	171.868.576	188.911.300
% variación período anterior	-9,0%	N/D
Costo de ventas	-166.416.688	-182.453.238
Resultado Bruto	-291.698.500	-137.105.863
Resultado Operativo	-320.152.354	-170.542.352
Resultado Neto	-371.361.300	-255.780.721
Liquidez Corriente	0,16	0,34
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,13	0,22
Capital de Trabajo Neto Contable	-1.152.675.291	-921.128.504
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	-1.275.471.929	-1.191.155.081

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

La asignación de Perspectiva y de Revisión Especial es excluyente. Si ocurriera que aplica colocar una calificación en Revisión Especial no se asignará Perspectiva. Resuelto el hecho que impulsó la Revisión Especial se asignará la perspectiva correspondiente

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 y trimestrales 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, 2020 y 2021. 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

Jorge Dubrovsky, jdubrovsky@untref.edu.ar

Martin Iutrzenko, miutrzenko@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de la calificación asignada: 28 de diciembre de 2022.