

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)" PN

CP "B– (ff)" PN

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: 27/03/2019

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	224.036.894.-	mar-21	"A- (ff)"	Estable	"A-(ff)" PN
CP	15.000.-	185.690.-	mar-21	"B- (ff)"	Estable	"B-(ff)" PN

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Cambio en la Perspectiva asignada a la Calificación: UNTREF ACR UP asigna la Perspectiva Estable al Fideicomiso Financiero Forestal I, con la fundamentación de que 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.

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.

Relación Deuda / Valor: El patrimonio forestal representa 5,16 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 2,48 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31-12-2018 (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 46%. A fines del 2018, producto de la devaluación del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó 930 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 31/12/2018 es de U\$S 6.850.382.- y U\$S 18.425.854.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 5).

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
Avalúo Forestal (1)	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	836.748	1.155.513
Estructura de capital									
TDF									
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	141.401	218.922
Intereses	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.471	5.114
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872	224.036
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	103	126	186
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	286.161	241.721
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	8,32	6,70	5,78	5,16
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,43	1,94	2,48

(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 período.
Patrimonio Forestal Diciembre 2015, 2016, 2017 y 2018, 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 del 2018, producto de la devaluación del peso, y al no haberse repuesto con nuevas plantaciones las ventas del período, la valuación de la explotación cayó 930 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).

A septiembre del año 2018, el índice de liquidez corriente contable alcanzó un valor de 3,83, y el índice de liquidez ácida a 0,82. (Ver Anexo III).

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 2019 el Comité Ejecutivo aprobó a propuesta del operador, el nuevo Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE), con el horizonte dado por la prórroga del vencimiento del fideicomiso.

En el siguiente cuadro se ven la evolución y proyección de las hectáreas forestadas. (Ver Cuadro 3).

Cuadro 3. Estado de las hectáreas forestadas.

En hectareas

	Eucalipto						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2029 (*)
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	4.869
	Pino						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2029 (*)
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	4.039
	Total general						
	2011	2014	2015	2016	2017	2018	2029 (*)
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	8.908
Libres a Forestar	1.692	1.220	1.121	1.064	1.418	1.921	1.408
Total General	10.816	10.816	10.816	10.820	10.822	10.738	10.316

(*) nuevo PIPE

Desempeño operativo

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.

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.

El fiduciario, hizo uso de la opción establecida por la resolución N° 539/18 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE), de ajustar por inflación comenzando por determinar el patrimonio neto al inicio, sin ajustar los estados de resultados del ejercicio anterior.

Por lo tanto, los índices y ratios usualmente utilizados para analizar el desempeño operativo son comparables en una forma muy limitada.

Los ingresos por ventas del ejercicio 2018 alcanzaron los 62,5 millones de pesos, evolucionando un +17% en términos nominales sobre el año anterior.

La explotación alcanzó un EBITDA negativo de 123,5 millones de pesos durante el 2018, fundamentado en una evolución negativa del resultado de producción de \$117 millones. Los resultados de producción reflejan los cambios cuali y 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. (Ver Anexo III).

Durante el año 2018, el fideicomiso afrontó necesidades de fondos por alrededor de 2,4 millones de pesos. Estas necesidades las financió con disponibilidades y la reducción de inversiones temporarias. (Ver Cuadro 4).

Cuadro 4. Estado de flujo de efectivo.

Variaciones del efectivo	
AÑO	dic-18
CAJA INICIAL (1)	5.200.321
CAJA FINAL (1)	2.826.260
Variación (aumento/disminución)	(2.374.061)
Causas de las variaciones	
AÑO	2018
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	(1.340.371)
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	(369.308)
Resultado por exposición a los cambios en el poder adquisitivo de la moneda del efectivo	(664.382)
FLUJO DE FONDOS NETO	(2.374.061)

(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 31/12/2018 es de U\$S 6.850.382.- y U\$S 18.425.854.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 5).

Cuadro 5. 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	5.710.856	18.440.854
Rendimiento Total	6.850.382	18.425.854

(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⁾

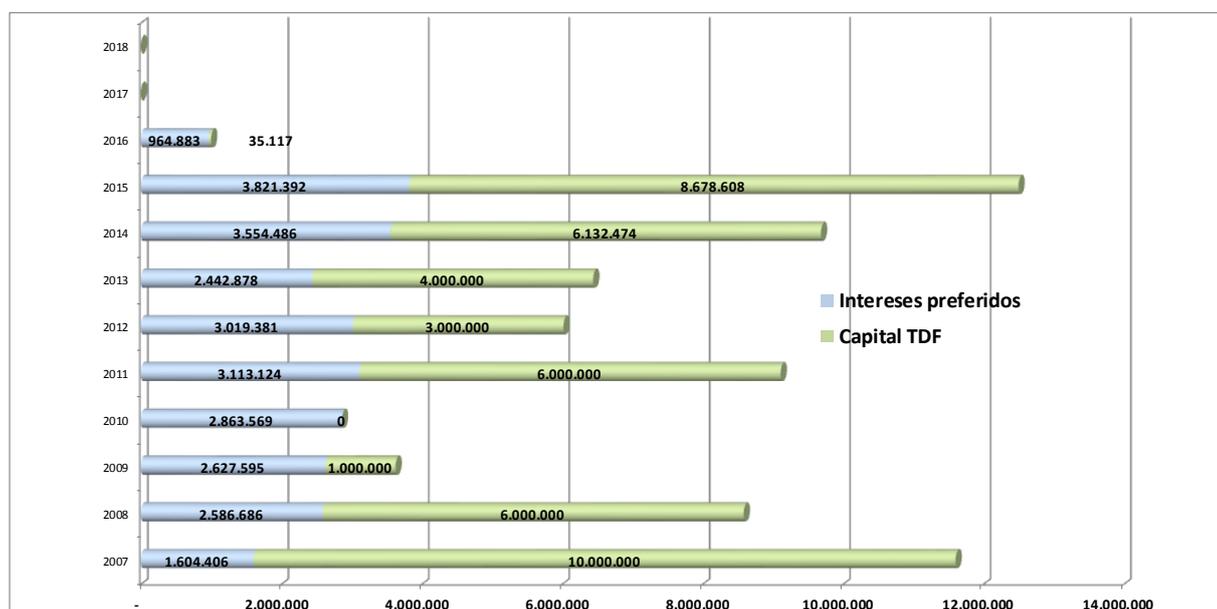
Así también durante el resto del año 2016 y los años siguientes hasta el día de la fecha, en los avisos de pago presentados ante el Mercado de Valores de Bs. As. S.A. y la Bolsa de Comercio de Bs. As. (ahora en el denominado BYMA), el fiduciario informa la conformidad del Comité Ejecutivo y del Coordinador del Proyecto para no hacer efectivos los pagos de las distribuciones correspondientes a los Títulos de Deuda emitidos por el fideicomiso.

⁽²⁾ Informado como hecho relevante, por el Fiduciario, con nota ingresada el 03/05/2016 en la Comisión Nacional de Valores.

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

A continuación mostramos la evolución histórica de los pagos realizados: (En pesos nominales de cada momento):



(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 31/12/2018, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, más intereses capitalizados asciende a \$ 224.036.894.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 185.690.-

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 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>31/12/2018</u>		<u>31/12/2017</u>		<u>31/12/2016</u>		<u>31/12/2015</u>	
ACTIVO								
ACTIVO CORRIENTE								
Caja y Bancos	1.272.835	0,1%	2.743.170	0,2%	2.702.565	0,4%	2.776.119	0,4%
Inversiones Temporarias	1.553.425	0,1%	2.457.151	0,2%	1.512.329	0,2%	8.573.383	1,3%
Créditos por Ventas	15.635.847	1,3%	13.663.207	1,1%	8.290.785	1,2%	1.258.627	0,2%
Otros Créditos	6.957.343	0,6%	8.065.936	0,6%	5.647.417	0,8%	4.478.509	0,7%
Bienes de Cambio	60.367.075	5,1%	43.164.447	3,4%	27.191.131	3,9%	25.911.930	4,0%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	85.786.525	7,2%	70.093.911	5,6%	45.344.227	6,4%	42.998.568	6,6%
ACTIVO NO CORRIENTE								
Bienes de Cambio	400.832.481	33,7%	539.642.258	42,9%	320.136.401	45,5%	271.739.505	41,6%
Bienes de Uso	702.572.746	59,1%	646.810.486	51,5%	338.617.808	48,1%	338.649.496	51,8%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	1.103.405.227	92,8%	1.186.452.744	94,4%	658.754.209	93,6%	610.389.001	93,4%
TOTAL ACTIVO	1.189.191.752	100,0%	1.256.546.655	100,0%	704.098.436	100,0%	653.387.569	100,0%
PASIVO								
PASIVO CORRIENTE								
Deudas Comerciales	16.269.701	1,4%	9.966.360	0,8%	9.397.964	1,3%	3.806.334	0,6%
Deudas Fiscales	116.184	0,0%	393.677	0,0%	156.950	0,0%	158.925	0,0%
Anticipos de clientes	882.583	0,1%	1.221.734	0,1%	416.028	0,1%	1.046.623	0,2%
Titulos de deuda fiduciaria	5.114.964	0,4%	5.124.597	0,4%	2.699.546	0,4%	1.984.846	0,3%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	22.383.432	1,9%	16.706.368	1,3%	12.670.488	1,8%	6.996.728	1,1%
PASIVO NO CORRIENTE								
Deudas Fiscales	224.431.035	18,9%	205.533.194	16,4%	186.761.877	26,5%	170.219.512	26,1%
Titulos de deuda fiduciaria	218.921.930	18,4%	208.771.843	16,6%	109.711.323	15,6%	77.787.682	11,9%
Previsiones	20.653	0,0%	21.332	0,00%	276.812	0,04%	253.815	0,04%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	443.373.618	37,3%	414.326.369	33,0%	296.750.012	42,1%	248.261.009	38,0%
TOTAL PASIVO	465.757.050	39,2%	431.032.737	34,3%	309.420.500	43,9%	255.257.737	39,1%
PATRIMONIO NETO	723.434.702	60,8%	825.513.918	65,7%	394.677.936	56,1%	398.129.832	60,9%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	1.189.191.752	100,0%	1.256.546.655	100,0%	704.098.436	100,0%	653.387.569	100,0%

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>31/12/2018</u>	
Período en meses	12	
Resultado por producción	-116.668.931	-187%
Ingresos netos por venta	62.514.990	100%
Costo de ventas	-61.389.024	-98%
Resultado por venta de bienes	1.125.966	2%
Resultado Bruto	-115.542.965	-185%
Gastos de comercialización	-1.244.826	-2%
Gastos de administración	-7.282.853	-12%
Total Gastos Operativos	-8.527.679	-14%
Resultado Operativo	-124.070.644	-198%
Resultados Financieros y por tenencia	-15.043.596	-24%
Otros ingresos y egresos netos	154.669	0%
Ganancia antes de impuesto	-138.959.571	-222%
Impuesto a las ganancias	-4.953.135	-8%
Resultado Neto	-143.912.706	-230%

ANEXO III – Indicadores

	<u>31/12/2018</u>
Resultado por producción	-116.668.931
Ingresos netos por ventas	62.514.990
Costo de ventas	-61.389.024
Utilidad Bruta	-115.542.965
Utilidad Operativa	-124.070.644
EBITDA	-123.530.107
TDF / Patrimonio Neto	0,31
TDF/ Activo Total	0,19
Liquidez Corriente	3,83
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	0,82
Capital de Trabajo Neto Contable	63.403.093
% sobre ingresos netos por vta	101,4%
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	60.576.833
% sobre ingresos	96,9%

Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000.-: “A- (ff)”. Perspectiva Negativa

Certificados de Participación por VN U\$S 15.000.-: “B -(ff)”. Perspectiva Negativa

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. 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 y 2018. 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

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: 27 de marzo de 2019