

Informe 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 “CC ff”

**Calificación anterior:** TDF “BBB sf”  
CP “CCC sf” por FixScr. 16-10-2014

**Tipo de informe:** Inicial

**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](mailto:vsalo@untref.edu.ar)

Walter Severino  
[acrup@untref.edu.ar](mailto:acrup@untref.edu.ar)

**Responsable de la función de Relaciones con el Público:** Raquel Kismer de Olmos  
[rkismer@untref.edu.ar](mailto:rkismer@untref.edu.ar)

**Fecha de evaluación:** 18/12/2014

**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.

**Informe N°**

**Ingresado en la CNV**

**Calificación**

| Clase | Monto VN U\$\$   | Venc.    | Calificación | Perspectiva |
|-------|------------------|----------|--------------|-------------|
| TDF   | 21.400.000.<br>- | mar-2021 | “A -- ff”    | Estable     |
| CP    | 15.000.-         | mar-2021 | “CC ff”      | n/a         |

**Fundamentos de la calificación**

La Calificación “A -- ff” asignados a los Títulos de Deuda Fiduciaria del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión (TDF) por un valor nominal de U\$S 21.400.00.- dentro de la escala de la UNTREF ACR UP, corresponde a las “las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones buena comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales”.

La Calificación “CC ff” asignados a los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión (CP) por un valor nominal de U\$S 15.000.- dentro de la escala de la UNTREF ACR UP, corresponde a las “las emisiones o emisores calificados en “CC” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy vulnerable, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales.”

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” ó “-”, 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 se fundamenta principalmente en:

**Relación Deuda / Valor**

Los títulos de Deuda Fiduciaria TDF al 30-06-2014 representan el 19,3 % del patrimonio forestal, y el total del pasivo un 32,2%.

Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

## 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.

## Proyección de la cobertura intereses preferidos TDF a devengar contra ventas proyectadas

En el siguiente cuadro se observa una proyección de la cobertura de intereses preferidos de los TDF a devengar contra la proyección de las ventas según el Plan de Inversión, y Estratégico (PIPE).

La proyección muestra que la cobertura va desmejorando en la proyección casi 3 veces y sin embargo para el 2021, los intereses proyectados representarían menos del 13 % de las ventas.

|      | Ventas s/pipe<br>en U\$S | ventas en<br>pesos | Pago de intereses<br>en pesos | Int /vtas |
|------|--------------------------|--------------------|-------------------------------|-----------|
| 2015 | 7.695.804,00             | 75.000.000,00      | 3.400.000,00                  | 4,5%      |
| 2016 | 7.621.516,00             | 80.000.000,00      | 5.100.000,00                  | 6,4%      |
| 2017 | 7.717.836,00             | 87.000.000,00      | 7.650.000,00                  | 8,8%      |
| 2018 | 5.853.826,00             | 70.000.000,00      | 8.568.000,00                  | 12,2%     |
| 2019 | 7.196.028,00             | 92.000.000,00      | 9.596.160,00                  | 10,4%     |
| 2020 | 6.585.686,00             | 90.000.000,00      | 10.747.699,20                 | 11,9%     |
| 2021 | 6.371.513,00             | 93.000.000,00      | 12.037.423,10                 | 12,9%     |

## Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó de aproximadamente U\$S 30 millones al cierre del 2011 a más de U\$S 50 millones al cierre del 2013. Significando un aumento de valor de más del 63%.

Esta evolución es debida, entre otros factores a la gestión del operador en el cumplimiento del Plan de Inversión, de Producción y Estratégico, (PIPE).

El coordinador y operador del proyecto, se ubica entre las primeras cinco empresas con mayor superficie forestada de la Argentina. Administra aproximadamente 42.000.- ha de tierras.

## Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE)

El último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) propuesto por Garruchos SA como operador y aprobado por el Comité Ejecutivo, busca la maximización del Valor Presente Neto de las forestaciones.

## Análisis y desempeño de los activos

El patrimonio fideicomitado constituye la única fuente de repago de los Valores Fiduciarios, y está constituido, entre otros, por:

- (i) El producido de la colocación de Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación.
- (ii) Los derechos reales adquiridos para el cumplimiento del objeto del Fideicomiso de acuerdo al PIPE.
- (iii) Las disponibilidades y fondos líquidos.
- (iv) Los demás derechos y obligaciones emergentes del cumplimiento de PIPE.

- (v) Los fondos y/o derechos y acciones que se hayan incorporado y que en cualquier momento se incorporen al Fideicomiso, así como los frutos, rentas y accesorios de los activos precedentemente enunciados.
- (vi) Todos aquellos bienes que se agreguen en los inmuebles y en cualquier otro bien del Fideicomiso.
- (vii) Cualquier suma proveniente de colocaciones transitorias de fondos e intereses cobrados por préstamos o líneas de créditos otorgados por el Fideicomiso.
- (viii) Cualquier otra suma que por cualquier causa deba ingresar al Fideicomiso y todos los demás bienes que el Fiduciario reciba o le corresponda recibir o adquiera con posterioridad con los bienes referidos anteriormente.

Las forestaciones del Fideicomiso Financiero están ubicadas a lo largo de la Provincia de Corrientes, sus campos se centran los departamentos de Ituzaingó, (8.020 ha), Santo Tomé / Virasoro (6.075 ha) y Santa Rosa (2.050 ha).

Del total de 16.145 ha al 31.12.2013 se destinan a la explotación forestal 10.816 ha., de las cuales, mas de 10.000.- ha. ya se encuentran forestadas.

El manejo de las forestaciones, el activo, esta certificado bajo normas ambientales FSC (Forest Stewardship Council), de manejo forestal sostenible. Estas normas pretenden un manejo sostenible de los bosques implantando concurrendo los aspectos sociales, ambientales y económicos para el desarrollo de los mismos.

Los TDF ajustados por CER con intereses capitalizados alcanzan a los \$ 78.993.518.- y el pasivo total a los \$ 131.722.624.- según los estados contables del fideicomiso financiero al 30.06.2014.

Por otro lado la valuación del patrimonio forestal del fideicomiso financiero es de \$ 409.178.777.-

Por lo tanto los TDF representan el 19,3 % del patrimonio forestal, y el total del pasivo un 32,2%.

Además estas relaciones muestran una evolución muy positiva en los últimos años, la relación TDF / VALOR evolucionó de 50,8 % al cierre del ejercicio 2010 a 19,3 % al ejercicio cerrado a junio de 2014.

A continuación se expone la evolución de la relación deuda / valor.

|   | 30/12/2010   | 31/12/2011   | 31/12/2012   | 31/12/2013   | 30/06/2014 (II) |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| <b>Avaluo Forestal (I)</b>                  | 121.330      | 208.301      | 250.685      | 326.942      | 409.179         |
| <b>Estructura de capital</b>                |              |              |              |              |                 |
| <b>TDF</b>                                  |              |              |              |              |                 |
| <b>Capital</b>                              | 60.842       | 60.443       | 63.505       | 66.107       | 77.102          |
| <b>Interes</b>                              | 761          | 756          | 794          | 1.680        | 1.892           |
| <b>Total</b>                                | 61.602       | 61.199       | 64.299       | 67.787       | 78.994          |
| <b>Certificados participación</b>           | 39           | 43           | 48           | 53           | 61              |
| <b>Otros pasivos</b>                        | 37.967       | 43.400       | 47.200       | 49.104       | 52.729          |
| <b>Cobertura TDF sobre avaluo</b>           | <b>50,8%</b> | <b>29,4%</b> | <b>25,6%</b> | <b>20,7%</b> | <b>19,3%</b>    |
| <b>Cobertura total pasivos sobre avaluo</b> | <b>82,1%</b> | <b>50,2%</b> | <b>44,5%</b> | <b>35,8%</b> | <b>32,2%</b>    |

(i) Avalúos realizados por la facultad de ciencias forestales – Universidad Nacional de Misiones.

(ii) Actualización del avalúo al 31/12/2013 y EECC del fideicomiso al 30/06/2014

(iii) En Miles de Pesos.

En el siguiente cuadro se expone el desempeño de la cobertura de los intereses de los TDF devengados por parte del ebitda de la explotación.

Se puede observar la mejora en la performance de la explotación del activo pasando la relación ebitda / intereses TDF de 5,74 en el 2011 a 9,01 en el 2014, y la relación ventas / intereses TDF de 9,84 en el 2011 a 18,80 en el 2014.

|          | Ebitda        | Intereses    | Ebitda /<br>Intereses TDF | ventas en<br>pesos | Ventas /<br>Intereses TDF |
|----------|---------------|--------------|---------------------------|--------------------|---------------------------|
| 2011     | 17.855.246,00 | 3.113.123,72 | 5,74                      | 30.621.957,00      | 9,84                      |
| 2012     | 17.101.452,00 | 3.019.380,65 | 5,66                      | 33.837.591,00      | 11,21                     |
| 2013     | 20.005.137,00 | 2.442.877,90 | 8,19                      | 50.880.065,00      | 20,83                     |
| 2014 (*) | 15.205.467,00 | 1.686.961,00 | 9,01                      | 31.720.397,00      | 18,80                     |

(\*) a junio 2014

Fuente: Estados contables del fideicomiso

El último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) considera los siguientes puntos:

- (i) No incorporar nuevas tierras.
- (ii) Orientar a la plantación de eucaliptos clonales en las tierras más aptas y en reforestación de las superficies plantadas con pinos.
- (iii) Aumentar las acciones de silvicultura
- (iv) Manejar las plantaciones orientadas a madera dura ó postes
- (v) Reforzar la prevención contra incendios

El siguiente es el flujo de fondos del PIPE:

| Flujo de caja en U\$S antes de impuesto |              |               |         |        |                 |           |           |           |           |
|---|--------------|---------------|---------|--------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Año                                     | Plantaciones | Mantenimiento | Podas   | Raleos | Total Inversión | Fijo      | EGRESOS   | VENTAS    | NETO      |
| 2011                                    | 318.474      | 149.810       | 172.668 | 53.780 | 694.732         | 2.513.873 | 3.208.605 | 5.400.000 | 2.191.394 |
| 2012                                    | 841.747      | 87.691        | 245.677 | 56.330 | 1.231.445       | 2.513.873 | 3.745.318 | 8.916.947 | 5.171.629 |
| 2013                                    | 585.743      | 166.768       | 264.210 | 56.763 | 1.073.484       | 2.513.873 | 3.587.357 | 8.351.941 | 4.764.584 |
| 2014                                    | 545.577      | 137.707       | 236.887 | 31.516 | 951.687         | 2.513.873 | 3.465.560 | 8.185.071 | 4.719.511 |
| 2015                                    | 537.655      | 151.880       | 160.762 | 29.804 | 880.101         | 2.513.873 | 3.393.974 | 7.695.804 | 4.301.830 |
| 2016                                    | 619.632      | 173.140       | 154.496 | 29.474 | 976.742         | 2.513.873 | 3.490.615 | 7.621.516 | 4.130.902 |
| 2017                                    | 521.687      | 212.562       | 164.273 | 37.341 | 935.863         | 2.513.873 | 3.449.736 | 7.717.836 | 4.268.099 |
| 2018                                    | 397.099      | 182.036       | 202.639 | 43.398 | 825.172         | 2.513.873 | 3.339.045 | 5.853.826 | 2.514.780 |
| 2019                                    | 453.088      | 159.151       | 182.810 | 31.481 | 826.480         | 2.513.873 | 3.340.353 | 7.196.028 | 3.855.676 |
| 2020                                    | 497.917      | 160.677       | 163.590 | 37.208 | 859.392         | 2.513.873 | 3.373.265 | 6.585.686 | 3.212.421 |
| 2021                                    | 499.538      | 163.196       | 182.266 | 37.672 | 882.672         | 2.513.873 | 3.396.545 | 6.371.513 | 2.974.968 |

Fuente: PIPE.Garruchos S.A.

Los incobrables de las ventas realizadas, reconocidos en los estados contables del fideicomiso fueron de \$ 80.884 para el ejercicio del 2012 y \$ 116.817 para el ejercicio 2013. En los ejercicios anteriores al 2012 no se han reconocido incobrables.

|                            | 2012       | 2013       |
|----------------------------|------------|------------|
| Incobrables                | 80.884     | 116.817    |
| Ingresos netos por ventas  | 33.837.591 | 50.880.065 |
| Incobrables % sobre ventas | 0,24%      | 0,23%      |

Fuente: estados contables del fideicomiso financiero forestal I

## Análisis de sensibilidad de los flujos de fondos

Un riesgo importante que afectaría el flujo de fondos de la explotación forestal es la evolución del mercado en particular y de la economía en general. Caída de la demanda, caída de los precios de venta, exagerado aumento de los costos de explotación, son algunas de las causas que podrían afectar negativamente el flujo de fondos de la explotación.

Hemos definido tres escenarios de estrés para definir los niveles de cobertura de los intereses de los TDF. En estos escenarios analizamos caídas de las ventas en la explotación forestal del 30% al 50%.

Para el peor de los escenarios, estresando una caída del 50% de ventas proyectadas, los intereses de los TDF pasarían a representar 10% de las ventas y ebitda de la explotación sería 5 veces los intereses de los TDF.

En el siguiente cuadro presentamos la cobertura para los distintos escenarios planteados

|                         | Ventas sg PIPE en pesos | Pago de intereses en pesos | Int /vtas   | Ebitda proyectado     | Ebitda / Intereses TDF |
|-------------------------|-------------------------|----------------------------|-------------|-----------------------|------------------------|
| 2015                    | 79.000.000,00           | 3.200.000,00               | 4,1%        | 44.159.722,62         | 13,80                  |
| 2016                    | 87.000.000,00           | 3.680.000,00               | 4,2%        | 47.154.460,35         | 12,81                  |
| 2017                    | 98.000.000,00           | 4.232.000,00               | 4,3%        | 54.195.723,00         | 12,81                  |
| 2018                    | 83.000.000,00           | 4.866.800,00               | 5,9%        | 35.766.443,34         | 7,35                   |
| 2019                    | 115.000.000,00          | 5.596.820,00               | 4,9%        | 61.617.706,32         | 11,01                  |
| 2020                    | 118.000.000,00          | 6.436.343,00               | 5,5%        | 57.559.026,96         | 8,94                   |
| 2021                    | 128.000.000,00          | 7.401.794,45               | 5,8%        | 59.765.381,32         | 8,07                   |
| <b>Total Proyección</b> | <b>708.000.000,00</b>   | <b>35.413.757,45</b>       | <b>5,0%</b> | <b>360.218.463,91</b> | <b>10,17</b>           |

|  |                |               |       |                |      |
|--|----------------|---------------|-------|----------------|------|
| Escenario I -<br>30 % caída de<br>ventas   | 495.600.000,00 | 35.413.757,45 | 7,1%  | 247.800.000,00 | 7,00 |
| Escenario II -<br>40 % caída de<br>ventas  | 424.800.000,00 | 35.413.757,45 | 8,3%  | 212.400.000,00 | 6,00 |
| Escenario III -<br>50 % caída de<br>ventas | 247.800.000,00 | 35.413.757,45 | 14,3% | 123.900.000,00 | 3,50 |

Fuente: PIPE – Estados contables del fideicomiso financiero forestal I

Dado que las explotaciones forestales están expuestas a inclemencias climáticas, tales como incendio, granizo, heladas y fuertes vientos, entre otros posibles desastres naturales, el coordinador del proyecto ha previsto en el PIPE actividades con sus respectivos desembolsos para disminuir estos riesgos por ejemplo, la planificación de las plantaciones, la atomización geográfica de las plantaciones, el pastoreo de hacienda en los bosques, el diseño de calles cortafuego, construcción de torres de control de incendios, programas de control de malezas, etc.

Estas acciones atenúan los riesgos pero no los elimina totalmente.

Igualmente se ha contratado un seguro contra desastres naturales que incluye los riesgos de incendio, granizo, helada, fuertes vientos, rayo y/o explosión con la aseguradora Allianz Argentina Compañía de Seguro por un total de U\$S 26.759.840.-

## **Estructura financiera de la operación**

El Fideicomiso Financiero Forestal I - Fondo de Inversión es la denominación actual del fideicomiso financiero "UBS Brinson Fideicomiso Financiero Forestal I - Fondo de Inversión Directa".

Emitió Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación en el marco de la Ley N° 24.441 y la Resolución General N° 1290/97 de la Comisión Nacional de Valores ("C.N.V."), los que fueron autorizados para su oferta pública por la C.N.V. el 3 de diciembre de 1998.

Inició sus operaciones el 12 de febrero de 1999 con el objeto de aplicar, por parte del fiduciario, y de acuerdo a lo establecido en el Plan de Inversión, Producción y Estratégico ("PIPE") y en el Contrato del Fideicomiso, lo producido neto de la colocación de los Valores Fiduciarios a la adquisición de derechos sobre plantaciones forestales y/o tierras aptas para plantaciones forestales.

El plazo de duración del Fideicomiso finaliza el 15 de marzo de 2021.

Banco CMF S.A. -en su carácter de Fiduciario al inicio del Fideicomiso- emitió Títulos de Deuda Fiduciaria y Certificados de Participación de acuerdo con el siguiente detalle:

- (i) 1070 Títulos de Deuda Fiduciaria de V/N U\$S 20.000 cada uno, por un total de U\$S 21.400.000.
- (ii) 15 Certificados de Participación de V/N U\$S 1.000 cada uno por un total de U\$S 15.000.

Los Títulos de Deuda Fiduciaria devengan un interés preferido trimestral a una tasa fija del 5% anual. El interés preferido devengado en cada período trimestral y pendiente de pago, se capitalizará trimestralmente en el cierre del período trimestral respectivo.

Adicionalmente pagan un interés subordinado en las proporciones en que se hubiera efectuado el último pago de amortización de capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria equivalente al remanente de los montos de cada distribución luego de pagar el Interés preferido, la amortización del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria, la utilidad subordinada y los Certificados de Participación.

Los Certificados de Participación tienen el derecho a percibir una utilidad subordinada según la tasa interna de retorno alcanzada.

En principio, la amortización del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria se realiza únicamente mediante el pago del producido de la liquidación del Patrimonio Fideicomitado. Sin embargo, el Comité Ejecutivo, por decisión unánime, podrá instruir al Fiduciario para que impute 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, a la amortización del capital de los Títulos de Deuda Fiduciaria, y el Fiduciario deberá efectuar tal imputación.

Por aplicación de lo dispuesto en el artículo 8 del Decreto N° 214/2002 del Poder Ejecutivo Nacional, los importes denominados en dólares estadounidenses –incluido pero no limitado a los Títulos de Deuda Fiduciaria y los Certificados de Participación- se han convertido a razón de U\$S 1 equivalente a \$ 1 ajustándose por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (“CER”) elaborado por el Banco Central de la República Argentina. Todos los pagos se realizan en pesos argentinos.

A agosto del 2014, correspondientes a todos los períodos cuyos estados contables han sido aprobados por el Comité Ejecutivo, se han realizado pagos por intereses preferidos por un total de \$ 20.872.259.- y por amortización de capital por \$ 30.000.000.-

## **Estructura legal**

UNTREF ACRUP evaluó los aspectos legales de los documentos de la operación que sustentan las calificaciones asignadas.

Según la opinión legal recibida por los asesores legales de la transacción el texto ordenado del contrato de fideicomiso y la estructura propuesta para la titulización de los bienes fideicomitados cumplen íntegramente con lo dispuesto por la Ley N° 24.441 y sus normas modificatorias y complementarias, así como con la Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales (y sus normas modificatorias, complementarias y reglamentarias) así como con toda la normativa aplicable a la emisión y colocación por oferta pública de los VRD bajo el Fideicomiso Financiero. De este modo, el Texto Ordenado del Contrato de Fideicomiso instrumenta obligaciones legalmente exigibles a las partes que lo suscriben.

El mismo ha sido celebrado válidamente y contiene derechos y obligaciones válidas, legalmente vinculantes y ejecutables entre sus respectivas partes de conformidad con sus respectivos términos y condiciones y los requisitos legales exigidos bajo la ley de la República Argentina.

El Fideicomiso Financiero ha sido debidamente autorizado a su oferta pública y facultado para emitir los Valores de Deuda Fiduciaria y los Certificados de Participación emitidos bajo el mismo.

Los Valores Fiduciarios constituyen obligaciones válidas, vinculantes y ejecutables del Fideicomiso Financiero de acuerdo a lo previsto por la Ley de Fideicomiso y el Texto Ordenado del Contrato de Fideicomiso, otorgando a sus titulares acción para reclamar el pago de las distribuciones conforme a los términos y condiciones de los mismos hasta la concurrencia del patrimonio del Fideicomiso Financiero y según el orden de prelación dispuesto en el Texto Ordenado del Contrato de Fideicomiso.

## **Análisis de los principales participantes de la transacción**

Fiduciario: Bapro Mandatos y Negocios S.A. es una sociedad que se especializa en la administración de fideicomisos. Participa en operaciones estructuradas con fideicomisos tanto ordinarios como financieros, con oferta pública o privada, encontrándose inscripta en los registros de la Comisión Nacional de Valores como Fiduciario Ordinario y Financiero.

Cuenta con personal altamente especializado en la generación de fideicomisos y servicios fiduciarios tanto para el sector privado como el público.

Fiduciantes: Kevilmare S.A. y ANSES-FGS. Ambas instituciones están representadas en el Comité Ejecutivo.

Coordinador y operador del proyecto: Garruchos S.A.

Garruchos S.A. junto a Garruchos Forestación S.A. y Forestal Aguara Cua S.A., integrantes del grupo Pomera Maderas administra aproximadamente 42.000 ha de tierras con 27.000 ha forestadas en las provincias de Misiones y Corrientes.

El volumen operado de manera anual es del orden de 400.000 tn/año que son ofrecidas al mercado local de industrias de transformación física y química de la madera y unos 120.000 postes de transmisión de energía y cables, siendo una de las mayores del país con última tecnología implementada.

El coordinador / operador del proyecto también se caracteriza por el desarrollo del mejoramiento genético de especies, lo que lo ha llevado en los últimos años a registrar 15 clones en el INASE (Instituto nacional de semillas). La plantación de estos clones ha tenido excelentes resultados en el crecimiento, desarrollo y sanidad de las forestaciones que gestiona.

## **Observaciones de impacto macroeconómico, ambiental y social**

El Fideicomiso Financiero Forestal I tiene sus bosques certificados bajo normas FSC (Forest Stewardship Council) 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 de las normas.

## **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.- : "CC 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 "CC" nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy vulnerable, comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Se considera una alta probabilidad de incumplimiento de sus compromisos financieros.

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 "+" ó "-", 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 las categorías CCC o menores, no aplica la perspectiva dado que la probabilidad de incumplimiento para estas categorías es elevada y tienen por definición incorporada la perspectiva negativa. 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 Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- (ii) Actas de asamblea del 15.3.2011 y del 8.05.2012. Disponible en la Autopista Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar))
- (iii) Estados Contables anuales y trimestrales del Fideicomiso Financiero. Disponible en la Autopista Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar))
- (iv) Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- (v) PIPE- Plan de Inversión, de Producción y Estratégico. (Suministrado por el Coordinador del proyecto. Garruchos S.A.).
- (vi) Opinión Legal provista por Estudio O´Farrell.
- (vii) Avalúos Forestales 2011, 2012, 2013. Dictámenes independientes de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.