

Informe de revisión 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 “”

Calificación anterior: TDF “A - ff”
 CP “CC ff” por Untref – Acrup
 18-12-2014

Tipo de informe: Revisión

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

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Raquel Kismer de Olmos
rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de evaluación: 14/04/2015

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\$S | Monto actualizado al 30-12-2014 \$ | Venc. | Calificación | Perspectiva | Calificación anterior |
|-------|---------------|------------------------------------|----------|--------------|-------------|-----------------------|
| TDF | 21.400.000.- | 77.855.781.- | mar-2021 | “A - ff” | Estable | “A - ff” |
| CP | 15.000.- | 65.650.- | mar-2021 | “B - ff” | Estable | “CC ff” |

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 “B – 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 emisiones o emisores calificados en “B” nacional, muestran una capacidad de pago de sus obligaciones muy débil, 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

El patrimonio forestal representa casi 6 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y más de 2 veces el total de los pasivos y los Certificados de Participación (CP) al 31-12-2014. (Ver cuadro I)

Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor

El activo del Fideicomiso, avaluado por la Universidad Nacional de Misiones, ha aumentado su valor en 3,75 veces, en los últimos cuatro años.

La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 a 5,85 a fines del año 2014.

La evolución de la relación avalúo forestal sobre el Total pasivos más certificados de participación (CP) 1,22 al cierre del 2010 a 2,15 a fines del año 2014. (Ver cuadro I)

| | 30/12/2010 | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 30/12/2014 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Avaluo Forestal | 121.330 | 208.301 | 250.685 | 326.942 | 455.758 |
| Estructura de capital | | | | | |
| TDF | | | | | |
| Capital | 60.842 | 60.443 | 63.505 | 66.107 | 75.919 |
| Interes | 761 | 756 | 794 | 1.680 | 1.937 |
| Total | 61.602 | 61.199 | 64.299 | 67.787 | 77.856 |
| Certificados participación | 39 | 43 | 48 | 53 | 66 |
| Otros pasivos | 37.967 | 43.400 | 47.200 | 96.311 | 134.436 |
| Cobertura Avaluo sobre TDF | 1,97 | 3,40 | 3,90 | 4,82 | 5,85 |
| Cobertura total avaluo sobre CP + | 1,22 | 1,99 | 2,25 | 1,99 | 2,15 |

(Cuadro I – En base al avalúo forestal realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales y EECC del fideicomiso).

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.

Liquidez

Al cierre del ejercicio del año 2014, el Fideicomiso cuenta con saldos de caja y bancos e inversiones temporarias por \$ 8.269.123, representando 2.2 veces los pagos de los intereses preferidos de los Títulos de Deuda Fiduciaria realizados en los últimos cuatro trimestres.

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 53 millones al cierre del 2014. Significando un aumento de valor de más del 76%.

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 en septiembre del 2011 por el Comité Ejecutivo, busca la maximización del Valor Presente Neto de las forestaciones, cambiando el mix de producción entre las especies (eucaliptos / pinos) y garantizando la sustentabilidad del recurso forestal.

En el siguiente cuadro vemos la evolución de las superficies forestadas y el cambio que se va produciendo en el mix de las especies.

En hectareas

| | Eucalipto | | Pino | | Total general | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2011 | 2014 | 2011 | 2014 | 2011 | 2014 |
| Menor ó igual a dos años | 56 | 1.776 | 1.019 | 258 | 1.075 | 2.034 |
| Mayor a dos años | 2.062 | 1.746 | 5.987 | 5.816 | 8.049 | 7.562 |
| Subtotal Forestado | 2.118 | 3.522 | 7.006 | 6.074 | 9.124 | 9.596 |
| Libres a Forestar | | | | | 1.692 | 1.220 |
| Total General | | | | | 10.816 | 10.816 |

Desempeño de la serie

(i) Estados contables al 30-12-2014:

El saldo inicial del patrimonio neto al 31 de diciembre de 2013 así como el saldo al cierre de dicho ejercicio han sido modificados por el Fiduciario, de acuerdo a la resolución adoptada por el Comité del Fideicomiso en su reunión del 3 de noviembre de 2014, como consecuencia de la implementación -en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2014- del criterio de medición de los terrenos, revaluados de acuerdo a lo establecido por la Resolución Técnica N° 17 de la F.A.C.P.C.E., punto 5.11.1.1.2.

El efecto de este cambio de criterio de medición de los terrenos es de \$130.681.775, reflejado en un aumento del patrimonio neto de los estados contables al 30-12-2014.

Este cambio de criterio alinea las valuaciones de los estados contables al avalúo forestal realizado por la Facultad de Ciencias Forestales de la Universidad Nacional de Misiones.

Los últimos estados contables anuales reflejan una utilidad bruta de \$ 82,9 millones y una utilidad neta de \$ 37,0 millones. Representando una mejora del 250 % y 331 % con respecto a las respectivas utilidades del ejercicio anterior.

Todo lo expuesto fundamenta el cambio de calificación aplicado a los Certificados de Participación.

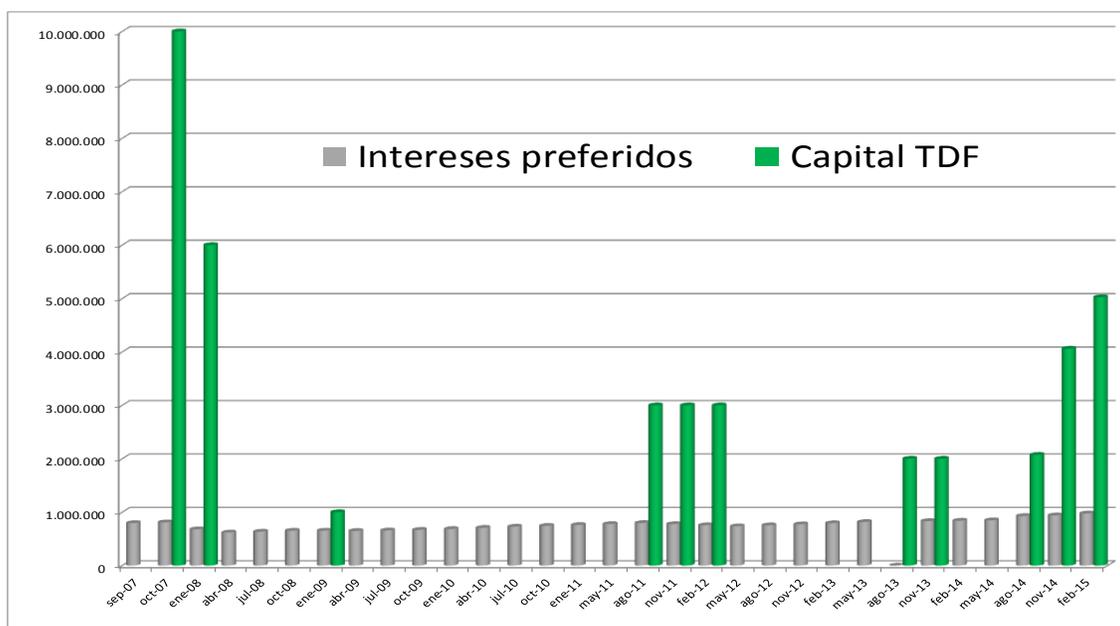
(ii) Pago a los instrumentos:

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.

En el siguiente cuadro se detalla los pagos realizados los últimos cuatro cuatrimestres:

| Fecha de Pago | Intereses preferidos | Capital TDF | Total |
|---------------|----------------------|--------------|--------------|
| 14/02/2014 | 839.796,15 | | 839.796,15 |
| 16/05/2014 | 847.163,88 | | 847.163,88 |
| 14/08/2014 | 927.660,33 | 2.072.339,67 | 3.000.000,00 |
| 14/11/2014 | 939.865,99 | 4.060.134,01 | 5.000.000,00 |
| 13/02/2015 | 976.026,92 | 5.023.973,08 | 6.000.000,00 |

A continuación mostramos la evolución histórica del desempeño



(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 31-12-2014 el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria, actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a 77.855.781.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación actualizado por CER asciende a \$ 65.650.-

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.- : "B - 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 "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 "+" 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).
- (ii) Estados Contables anuales y trimestrales del Fideicomiso Financiero. Disponible en la Autopista Financiera de CNV (www.cnv.gob.ar)
- (iii) Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponible en www.bolsar.com
- (iv) Avalúo Forestal 2014. Dictamen independiente de la Facultad de Ciencias Forestales - Universidad Nacional de Misiones.