

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)"

CP "B- (ff)"

Calificación anterior:

TDF "A- (ff)"

CP "B- (ff)" por Untref – Acrup
15/12/2016

Tipo de informe: Actualización

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,

acrup@untref.edu.ar

Responsable de la función de

Relaciones con el Público:

Raquel Kismer de Olmos

rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de evaluación: 28/04/2017

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. 2016 (\$)	Vencimiento	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	112.410.869.-	mar- 2021	" "	Estable	"A- (ff)"
CP	15.000.-	102.559.-	mar- 2021	" "	Estable	"B- (ff)"

Fundamentos de la calificación

La calificación se fundamenta principalmente en:

Relación Deuda / Valor

El avalúo forestal representa 6,7 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 2,43 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31-12-2016 (Ver Cuadro 1). Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

Evolución Deuda / Valor

El activo del Fideicomiso, avaluado por la Universidad Nacional de Misiones, aumentó, entre 31/12/2010 y 31/12/2016, aproximadamente U\$S 16 millones, significando un aumento de valor de más del 50%.

La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 y pasó a ser del orden de 6,7 al 31/12/2016.

Por su parte, la evolución de la relación avalúo forestal sobre el Total pasivos más certificados de participación (CP) fue de 1,22 al cierre del 2010 pasando a ser de 2,43 al 31/12/2016 (Ver Cuadro 1).

Evolución del rendimiento de los TDF y CP.

Considerando los pagos de servicios de intereses y principal realizados en la historia del proyecto, tomando la inversión inicial de U\$S 21.400.000.- (1999) y considerando la valuación contable al 31 de diciembre de 2016, los TDF tuvieron un retorno del 0.38% anual en dólares.

Los CP considerando la inversión inicial de U\$S 15.000.- (1999) y la valuación del patrimonio del Fideicomiso Financiero, según sus estados contables, tuvieron un rendimiento de 51.5% anual en dólares.

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.

Cuadro 1 – (En miles de pesos)

	30/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Avalúo Forestal ⁽¹⁾	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907
Estructura de capital							
TDF							
Capital	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711
Intereses	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699
Total	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410
Certificados participación	39	43	48	53	66	76	103
Otros pasivos	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011
Cobertura avalúo sobre TDF	1,97	3,40	3,90	4,82	5,85	8,32	6,70
Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP	1,22	1,99	2,25	1,99	2,15	2,60	2,43

(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 periodo.
 Patrimonio Forestal Diciembre 2015 y 2016, realizado por la Universidad Nacional de Misiones – Facultad de Ciencias Forestales. Valuado en pesos.
 En todos los casos incluye el valor de la tierra.

Liquidez

Al cierre del período anual terminado el 31/12/2016, el Fideicomiso cuenta con saldos de Caja y Bancos e Inversiones temporarias de un valor cercano a los 4,3 millones de pesos, representando más del diez por ciento del devengamiento anual de CER y de intereses de los Títulos de Deuda Fiduciaria y de los Certificados de Participación (Ver Cuadro 2).

Cuadro 2.

	31/12/2016	31/12/2015	30/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Caja y Bancos	2.702.565	2.776.119	3.404.382	4.747.519	2.050.713
Inversiones temporarias	1.512.329	8.573.383	4.864.741	1.708.337	4.112.748
Total Liquidez	4.214.894	11.349.502	8.269.123	6.455.856	6.163.461
Devengamiento anual de Cer e intereses					
- Monto Devengado	33.602.470	14.534.347	19.804.409	9.961.831	9.124.440
Relación Liquidez sobre devengamiento	0,13	0,78	0,42	0,65	0,68

Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó, entre 31/12/2010 y 31/12/2016, aproximadamente U\$S 16 millones, significando un aumento de valor de más del 50%. 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 34.500.- ha de tierras en la Argentina y 7.500.- ha en Paraguay.

Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE)

El último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE) propuesto por Garruchos S.A. 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 transcurso del año en curso el operador presentará una actualización del PIPE para la aprobación del Comité Ejecutivo.

En el siguiente cuadro (Cuadro 4) vemos la evolución de las superficies forestadas y el cambio que se va produciendo en el mix de las especies.

Cuadro 4

En hectareas

	Eucalipto				Pino				Total general			
	2011	2014	2015	2016	2011	2014	2015	2016	2011	2014	2015	2016
Menor o igual a dos años	56	1.776	1.380	1.001	1.019	258	100	59	1.075	2.034	1.480	1.060
Mayor a dos años	2.062	1.746	2.507	3.167	5.987	5.816	5.708	5.528	8.049	7.562	8.215	8.695
Subtotal Forestado	2.118	3.522	3.887	4.168	7.006	6.074	5.808	5.587	9.124	9.596	9.695	9.755
Libres a Forestar									1.692	1.220	1.121	1.064
Total General									10.816	10.816	10.816	10.820

Desempeño de la serie

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

Considerando los pagos de servicios de intereses y principal realizados en la historia del proyecto, tomando la inversión inicial de U\$S 21.400.000.- y considerando la valuación contable al 31 de diciembre de 2016, los TDF tuvieron un retorno del 0.38% anual en dólares.

Los CP considerando la inversión inicial de U\$S 15.000.- y la valuación del patrimonio del Fideicomiso Financiero, según sus estados contables, tuvieron un rendimiento de 51.5% anual en dólares.

(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 deberá 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.

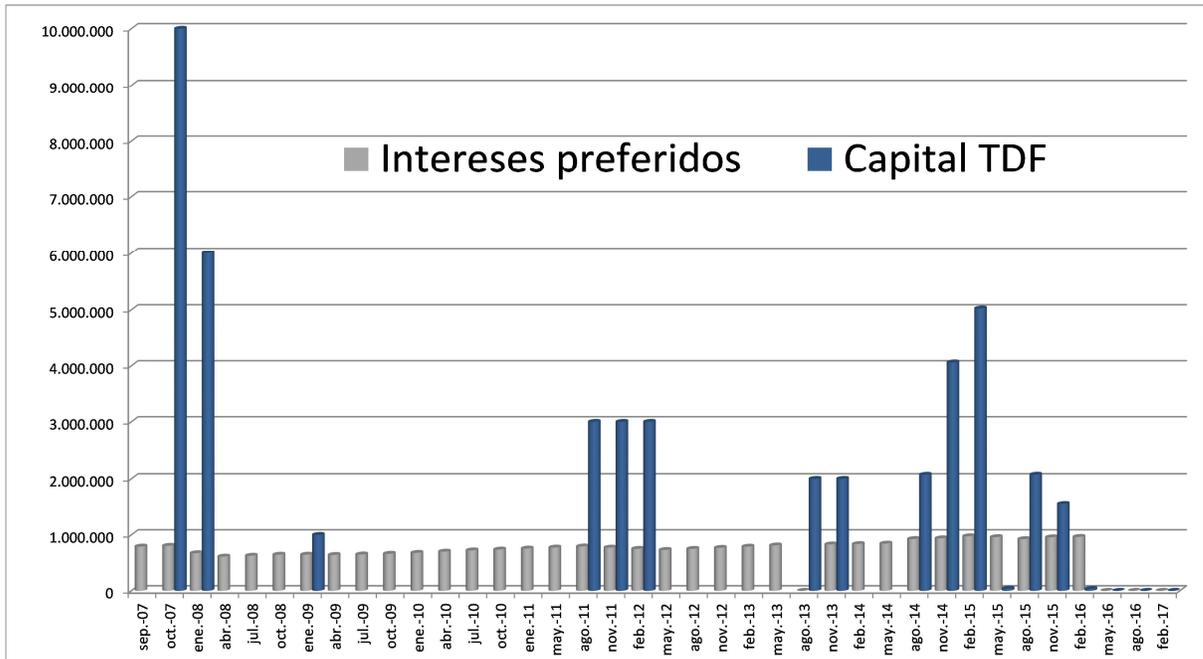
El Coordinador ha indicado, también, que las actividades y sus consecuencias que generen dichos costos no son excepcionales, anormales, ni extrañas a la actividad, sino propias del ciclo natural productivo de una forestación de algo más de 10.000.- ha. ⁽²⁾ Asimismo, con fecha 12 de agosto de 2016 y 14 de febrero de 2017, 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 con los mismos fundamentos mencionados precedentemente, no hacer efectivos los pagos de las Distribuciones correspondientes a los Títulos de Deuda emitidos por el fideicomiso.

En el siguiente cuadro se detalla los pagos realizados los últimos cuatro cuatrimestres en los cuales hubo distribuciones:

Fecha de Pago	Intereses preferidos	Capital TDF	Total
15/5/2015	961.182,61	38.817,39	1.000.000
14/8/2015	926.310,97	2.073.689,03	3.000.000
13/11/2015	957.871,04	1.542.128,96	2.500.000
16/2/2016	964.883,25	35.116,75	1.000.000
13/5/2016	-	-	-
12/8/2016	-	-	-
14/2/2017	-	-	-

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

A continuación mostramos la evolución histórica del desempeño:



(iii) Saldo de los instrumentos:

Al 31-12-2016, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria, actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a \$ 112.410.869.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación actualizado por CER asciende a \$ 102.559.-

ANEXO I – Estados Contables (En \$)

	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
<u>ACTIVO</u>				
<u>ACTIVO CORRIENTE</u>				
Caja y Bancos	2.702.565	2.776.119	3.404.382	4.747.519
Inversiones Temporarias	1.512.329	8.573.383	4.864.741	1.708.337
Créditos por Ventas	8.290.785	1.258.627	9.808.532	9.216.385
Otros Créditos	5.647.417	4.478.509	3.265.569	874.977
Bienes de Cambio	27.191.131	25.911.930	32.228.205	22.812.850
<u>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</u>	45.344.227	42.998.568	53.571.429	39.360.068
<u>ACTIVO NO CORRIENTE</u>				
Bienes de Cambio	320.136.401	271.739.505	186.571.535	138.681.274
Bienes de Uso	338.617.808	338.649.496	219.875.775	153.737.904
<u>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</u>	658.754.209	610.389.001	406.447.310	292.419.178
<u>TOTAL ACTIVO</u>	704.098.436	653.387.569	460.018.739	331.779.246
<u>PASIVO</u>				
<u>PASIVO CORRIENTE</u>				
Deudas Comerciales	9.397.964	3.806.334	5.367.570	3.970.378
Deudas Fiscales	156.950	158.925	180.987	2.923.178
Anticipos de clientes	416.028	1.046.623	501.555	841.177
Titulos de deuda fiduciaria	2.699.546	1.984.846	6.961.182	1.680.344
<u>TOTAL PASIVO CORRIENTE</u>	12.670.488	6.996.728	13.011.294	9.415.077
<u>PASIVO NO CORRIENTE</u>				
Deudas Fiscales	186.761.877	170.219.512	128.155.175	88.403.115
Titulos de deuda fiduciaria	109.711.323	77.787.682	70.894.599	66.106.753
Previsiones	276.812	253.815	230.818	173.589
<u>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</u>	296.750.012	248.261.009	199.280.592	154.683.457
<u>TOTAL PASIVO</u>	309.420.500	255.257.737	212.291.886	164.098.534
<u>PATRIMONIO NETO</u>	394.677.936	398.129.832	247.726.853	167.680.712
<u>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</u>	704.098.436	653.387.569	460.018.739	331.779.246

ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)

	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
Período en meses	12	12	12	12
Resultado por producción	48.293.493	88.221.486	78.874.048	28.257.802
Ingresos netos por venta	35.916.573	47.659.351	61.627.605	50.880.065
Costo de ventas	-34.470.119	-44.962.748	-57.571.248	-46.868.218
Resultado por venta de bienes	1.446.454	2.696.603	4.056.357	4.011.847
Resultado Bruto	49.739.947	90.918.089	82.930.405	32.269.649
Gastos de comercialización	-1.750.320	-2.878.336	-4.623.508	-3.970.435
Gastos de administración	-3.242.656	-2.955.502	-2.753.792	-1.800.409
Total Gastos Operativos	-4.992.976	-5.833.838	-7.377.300	-5.770.844
Resultado Operativo	44.746.971	85.084.251	75.553.105	26.498.805
Resultados Financieros y por tenencia	-31.652.571	-12.865.843	-18.313.318	-9.370.874
Otros ingresos y egresos netos	-30.960	1.414.799	-281.157	72.318
Ganancia antes de impuesto	13.063.440	73.633.207	56.958.630	17.200.249
Impuesto a las ganancias	-16.542.365	-463.623	-19.935.521	-6.024.939
Resultado Neto	-3.478.925	73.169.584	37.023.109	11.175.310

Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000.-: “”.

Certificados de Participación por VN U\$S 15.000.-: “”.

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 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 de información 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) Hecho Relevante. Disponible 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 y 2016. 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, acrup@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público

Raquel Kismer de Olmos, rkolmos@untref.edu.ar