

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

Fiduciario:  
Fideicomisos Provincia S.A.U.

Fiduciarios:  
ANSES-FGS y Kevilmare S.A.  
Coordinador y Operador:  
Garruchos S.A.

Calificación:  
TDF "A- (ff)" Estable  
CP "B- (ff)" Estable

Tipo de informe: Seguimiento

Calificación anterior del 20/03/23  
TDF "A- (ff)" Estable  
CP "B- (ff)" Estable

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.ar](mailto:jdubrovsky@untref.edu.ar)

Martín Iutzenko,  
[miutzenko@untref.edu.ar](mailto:miutzenko@untref.edu.ar)

Responsable de la función de Relaciones con el Público:  
Nora Ramos [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

Fecha de evaluación: 08/08/2023

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 en \$ al 15/03/2023	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	1.863.919.841	"A- (ff)"	Estable	"A- (ff)" Estable
CP	15.000	1.256.769	"B- (ff)"	Estable	"B- (ff)" Estable

**Fundamentos de la calificación**

**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 del año 2022 fueron -6,3% con respecto al año 2021 en términos reales. Ante la falta de reposición de la tala producida en los últimos años y de nuevas implantaciones el resultado de producción<sup>(1)</sup>, durante el año 2022, fue negativo por \$409,9 millones de pesos y para los primeros 74 días del año 2023 fue negativo por \$129,5.

Estos guarismos fundamentan los resultados netos negativos de \$579,5 millones para el año 2022 y \$54,4 millones al 15 de marzo de 2023.

**Relación Deuda/Valor:** El patrimonio forestal representa 1,92 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 1,81 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31 de diciembre de 2022.

**Evolución del valor residual de los TDF y CP:** Al 15 de marzo del año 2023, los TDF tendrían un rendimiento positivo de 3,26.- millones de U\$s y los CP un rendimiento positivo de 10,82.- millones de U\$s 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	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
<b>Avalúo Forestal (1)</b>	121.330	663.856	752.907	836.748	1.155.513	1.398.887	1.726.670	2.157.150	3.574.286
<b>Estructura de capital</b>									
<b>TDF</b>									
Capital	60.842	77.823	109.711	141.401	218.922	348.623	492.975	-	-
<b>Títulos de Deuda Fiduciaria</b>	61.602	79.773	112.410	144.872	224.036	356.845	504.959	804.343	1.863.920
<b>Certificados participación</b>	39	76	103	126	186	280	382	528	1.102
<b>Otros pasivos</b>	37.967	175.485	197.011	571.613	492.449	150.902	32.046	37.865	110.033
<b>Cobertura avalúo sobre TDF</b>	<b>1,97</b>	<b>8,32</b>	<b>6,70</b>	<b>5,78</b>	<b>5,16</b>	<b>3,92</b>	<b>3,42</b>	<b>2,68</b>	<b>1,92</b>
<b>Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP</b>	<b>1,22</b>	<b>2,60</b>	<b>2,43</b>	<b>1,17</b>	<b>1,61</b>	<b>2,75</b>	<b>3,21</b>	<b>2,56</b>	<b>1,81</b>

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.

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

El patrimonio forestal representa 1,92 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF) y 1,81 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31 de diciembre de 2022. UNTREF ACR UP considera estas relaciones muy adecuadas para la explotación.

## Liquidez

El fideicomiso cerró el 31 de diciembre de 2023, con saldos de caja e inversiones temporarias mayores a \$ 73,9 millones.

El ratio de liquidez según los estados contables al 15 de marzo de 2023 fue de 49 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 6 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.

## Situación actual del fideicomiso

La "Fecha de Vencimiento" del Fideicomiso Financiero Forestal I - Fondo de Inversión Directa - ocurrió el 15 de marzo de 2023, luego de varias extensiones.

La cláusula 2.2 del Contrato de Fideicomiso establece que la Fecha de Vencimiento del Fideicomiso podrá ser extendida por decisión de la Asamblea de Inversores, dentro del plazo máximo de 30 años contados desde la celebración del contrato. En virtud de lo expuesto, el "Período de Vigencia" del Fideicomiso podría haber sido prorrogado hasta el 3 de julio de 2028.

El 19 de Marzo de 2019 fueron tratados y aprobados por el Comité Ejecutivo, la prórroga hasta el año 2028 del Período de Vigencia 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 con artículo 7.5.2. del Contrato de Fideicomiso.

El 31 de mayo de 2020 se reunió, en forma unánime, la Asamblea de Inversores del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa, y se abstuvo de aprobar un nuevo PIPE y la prórroga de la Fecha de Vencimiento del Fideicomiso hasta el 3 de julio de 2028. Asimismo resolvió encomendar al "Auditor" (externo) y al "Asesor Impositivo" del Fideicomiso un estudio del impacto impositivo y patrimonial de su eventual liquidación a su Fecha de Vencimiento en marzo del año 2021 y al Fiduciario que evalúe el impacto comparativo de la liquidación del Fideicomiso a marzo del año 2028, considerando implementado el nuevo PIPE aprobado por el Comité Ejecutivo el 19 de Marzo de 2019.

El 12 de junio de 2020, luego del cambio de autoridades en el Fiduciante / Inversor mayoritario (ANSES-FGS), se reunió el Comité Ejecutivo del Fideicomiso Financiero Forestal I – Fondo de Inversión Directa para considerar la propuesta de 'Proyección Financiera 2020' presentada 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** efectivizar "Distribuciones" correspondientes a los Títulos de Deuda emitidos bajo el Fideicomiso.
- Instruir al Fiduciario a atender los "Gastos del Fideicomiso" previsionados por el Operador y a constituir dos inversiones indisponibles (a plazo fijo y en fondos comunes de inversión).
- Instruir al Coordinador del Proyecto y Operador del Fideicomiso a proporcionar las aperturas, aclaraciones e información de soporte de la antedicha 'Proyección Financiera 2020', así como una 'Planificación Económico-Financiera' con horizonte el 15 de marzo de 2021 y un nuevo Plan de Inversión y Producción Estratégico (PIPE) con horizonte marzo de 2028.
- Gestionar, con el Auditor externo y/o el Asesor Impositivo del Fideicomiso, el estudio encomendado por Asamblea de Inversores del 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 una nueva extensión del Período de Vigencia del Fideicomiso.

El 22 de marzo de 2021 la Asamblea de Inversores aprobó, por unanimidad, la extensión, por seis (6) meses, del Plazo de Vigencia del Fideicomiso, a contar del 15 de marzo de 2021, fijando la nueva Fecha de Vencimiento el 15 de septiembre del 2021. Los Inversores expresaron que, durante la antedicha extensión de seis meses, evaluarían las posibilidades de proceder a una eventual liquidación o bien migrar el negocio a otra estructura.

El 4 de octubre de 2021 tuvo lugar una Asamblea unánime de Inversores del Fideicomiso donde los tenedores del 100% de los "Títulos de Deuda Fiduciaria" resolvieron una nueva extensión del Período de Vigencia, en este caso hasta el 15 de septiembre de 2022.

El 15 de septiembre de 2022 se llevó a cabo una Asamblea unánime de Inversores en la cual, por decisión de los tenedores del 100% de los Títulos de Deuda Fiduciaria, volvieron a extender el Período de Vigencia del Fideicomiso hasta el 15 de marzo de 2023.

Finalmente, el pasado 15 de marzo ocurrió la Fecha de Vencimiento del Fideicomiso, finalizando su Período de Vigencia y principiando su etapa de liquidación.

De acuerdo con el Contrato de Fideicomiso (cl. 14.3. y concs.), aprobada por el Comité Ejecutivo y los Inversores la "...metodología de venta de todo el Patrimonio Fideicomitado..." que propondrá el Coordinador del Proyecto, el Fiduciario actuará como "...liquidador...", realizando los activos, cancelando los pasivos y distribuyendo el remanente entre los tenedores de "Certificados de Participación".

A la fecha de emisión del presente informe, el Comité Ejecutivo y los propios Inversores continuaban analizando alternativas para liquidar el Patrimonio Fideicomitado en condiciones más ventajosas y beneficiosas para aquellos.

## Desempeño operativo

Los ingresos por ventas del año 2022 fueron -6,3% con respecto al año 2021 en términos reales.

Ante la falta de reposición de la tala producida en los últimos años y de nuevas implantaciones el resultado de producción<sup>(1)</sup>, durante el año 2022, fue negativo por \$409,9 millones y para los primeros 74 días del año 2023 fue negativo por \$129,5 millones.

Estos guarismos fundamentan los resultados netos negativos de \$579,5 millones para el año 2022 y \$54,4 millones al 15 de marzo de 2023.

Comentado [PH1]: Confirmar fecha.

## Desempeño de la serie

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

Al 15 de marzo del año 2023, los TDF tendrían un rendimiento positivo de 3,26 millones de U\$S y los CP un rendimiento positivo de 10,82 millones de U\$S, considerando como valores residuales la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable para los CP (Ver Cuadro 2).

<sup>3)</sup> 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.

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

	TDF	CP
<b>Inversión Inicial</b>	-21.400.000	-15.000
<b>Rendimientos Pagados</b>	5.576.913	0
<b>Cancelación de capital</b>	9.879.382	0
<b>Valor Residual</b>	9.203.556	10.834.837
<b>Rendimiento Total</b>	<b>3.259.851</b>	<b>10.819.837</b>

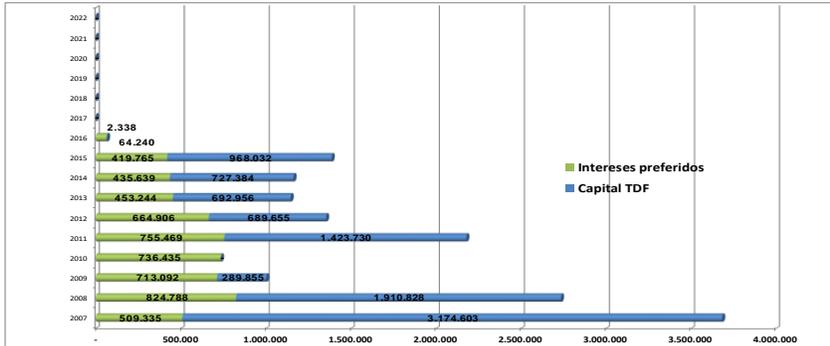
Fuente: Elaboración propia con datos de los EECC y avisos de pago en CNV

### (ii) Pago a los instrumentos:

De acuerdo con 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 con 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. Hasta el 15 de marzo de 2023, el Fiduciario informó la conformidad del Comité Ejecutivo a la iniciativa propiciada por el Coordinador del Proyecto, para no hacer efectivas Distribuciones correspondientes a los TDF 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 15/03/2023, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER más intereses capitalizados, asciende a \$ 1.863.919.841.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP), actualizado por CER, asciende a \$ 1.256.769.-

### 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 de su 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 logró certificar sus bosques bajo normas del Forest Stewardship Council (FSC) de manejo forestal sostenible, bajo el certificado SGS-FM/COC-001399 vigente desde el 17 de septiembre de 2018 hasta el 16 de septiembre de 2023. Esta norma pretende un manejo sostenible de los bosques implantados, concurriendo los aspectos sociales, ambientales y económicos para el desarrollo de éstos, habiendo el Coordinador del Proyecto previsto los costos necesarios para mantener la certificación internacional del (FSC) bajo el mencionado certificado.

**ANEXO I – Estados Contables (En \$)**

al 15-3-2023

**ACTIVO**

Caja y Bancos	8.085.798	0,2%
Inversiones Temporarias	65.777.169	1,6%
Creditos por Ventas	46.888.241	1,1%
Otros Créditos	58.879.396	1,4%
Bienes de Cambio	796.477.733	19,1%
Bienes de Uso	3.192.134.345	76,6%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.168.242.682</b>	<b>100,0%</b>

**PASIVO**

Deudas Comerciales	101.733.445	2,4%
Deudas Fiscales	2.361.689	0,1%
Anticipo de Clientes	5.863.090	0,1%
Previsiones	75.006	0,0%
Titulos de deuda fiduciaria	1.863.919.841	44,7%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.973.953.071</b>	<b>47%</b>

**TOTAL PATRIMONIO NETO**                      **2.194.289.611**                      **53%**

**TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO**   **4.168.242.682**                      **100%**

**ANEXO II – Cuadro de Resultados (En \$)**

al 15-3-2023

Periodo en días	74	
<b>Resultado por producción</b>	<b>-129.522.409</b>	<b>-258,8%</b>
Ingresos netos por venta	50.054.313	100,0%
Costo de ventas	-48.380.536	-96,7%
<b>Resultado por venta de bienes</b>	<b>1.673.777</b>	<b>3,3%</b>

<b>Resultado bruto</b>	<b>-127.848.632</b>	<b>-255,4%</b>
------------------------	---------------------	----------------

Gastos de comercialización	-1.700.181	-3,4%
Gastos de administración	-10.967.693	-21,9%
<b>Total Gastos operativos</b>	<b>-12.667.874</b>	<b>-25,3%</b>

<b>Resultado Operativo</b>	<b>-140.516.506</b>	<b>-280,7%</b>
----------------------------	---------------------	----------------

Resultados Financieros y por tenencia (REPCAM)	86.274.794	172,4%
Otros ingresos y egresos netos	-125.108	-0,2%
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>-54.366.820</b>	<b>-108,6%</b>

Impuesto a las ganancias	-	0,0%
<b>Resultado Neto</b>	<b>-54.366.820</b>	<b>-108,6%</b>

**ANEXO III– Indicadores y ratios**

al 15-3-2023

Resultado por producción	-129.522.409
Ingresos netos por ventas	50.054.313
Costo de Ventas	-48.380.536
Resultado Bruto	-127.848.632
Resultado Operativo	-140.516.506
Resultado Neto	-54.366.820
Liquidez Corriente	0,49
Liquidez Ácida (Act. Cte. Menos Ctrs Créditos e Inventarios)	0,06
Capital de Trabajo Neto Contable	-997.844.734
Capital de trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	-1.071.707.701

### Definición de las calificaciones asignadas

Títulos de Deuda Fiduciaria por VN U\$S 21.400.000: "A- (ff)" Perspectiva Estable  
Certificados de Participación por VN U\$S 15.000: "B- (ff)" Perspectiva Estable

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 de su comportamiento 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 puede ser:

- Positiva: la calificación puede subir.
- Estable: la calificación probablemente no cambie.
- Negativa: la calificación puede bajar. La revisión especial puede ser:

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 juntamente 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 Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- II. Estados Contables anuales y trimestrales del Fideicomiso Financiero. Disponibles en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- III. Estados Contables de período irregular al 15/03/2023. Disponibles en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- IV. Hechos Relevantes. Disponibles en la Autopista de Información Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar))
- V. Avisos de pago de servicios a los TDF. Disponibles en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- VI. Avalúos Forestales '2015, '2016, '2017, '2018, '2019, '2020, '2021 y '2022. Dictámenes independientes de la Facultad de Ciencias Forestales de la Universidad Nacional de Misiones.

Comentado [PH2]: Completar.

### 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](mailto:jdubrovsky@untref.edu.ar)

Martín Iutrzenko, [miutrzenko@untref.edu.ar](mailto:miutrzenko@untref.edu.ar)

### Responsable de la función de Relaciones con el Público

Nora Ramos, [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

**Fecha de la calificación asignada:** 8 de agosto de 2023.