

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)" PE

CP "B- (ff)" PE

por UNTREF-Acrup 19/12/2017

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

Walter Severino,

[wseverino@untref.edu.ar](mailto:wseverino@untref.edu.ar)

Juan Manuel Salvatierra,

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

Raquel Kismer de Olmos

[rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)**Fecha de evaluación:** 27/03/2018

**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. 2017 (\$)	Vencimiento	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior
TDF	21.400.000	144.871.540.-	mar-2021	"A- (ff)"	Estable	"A-( ff)"
CP	15.000.-	125.767.-	mar-2021	"B- (ff)"	Estable	"B-(ff)"

**Fundamentos de la calificación**

La calificación se fundamenta principalmente en:

**Relación Deuda / Valor**

El patrimonio forestal representa 5,78 veces los títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), y 2,80 veces el total de los pasivos más los Certificados de Participación (CP) al 31-12-2017 (Ver Cuadro1). Estas relaciones las consideramos muy adecuadas para la explotación.

**Evolución Deuda / Valor**

El valor de la explotación aumentó, en los últimos 7 años, más de U\$S 14 millones, significando un aumento de valor de aproximadamente el 50%. La evolución de la relación avalúo forestal sobre TDF fue de 1,97 al cierre del 2010 a 5,78 al 31/12/2017.

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 a de 2,80 al 31/12/2017 (Ver Cuadro 1).

**Evolución del valor residual de los TDF y CP.**

Los TDF y CP al 31/12/2017 alcanzan un valor de U\$S 8.857.775.- y U\$S 24.116.828.- respectivamente, considerando la valuación contable para los TDF y el patrimonio neto contable como valores residuales (Ver Cuadro 5).

**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 34.500.- ha de tierras en la Argentina y 7.500.- ha en Paraguay.

**Cuadro 1 – Cobertura Patrimonio Forestal (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	31/12/2017
<b>Avalúo Forestal <sup>(1)</sup></b>	121.330	208.301	250.685	326.942	455.758	663.856	752.907	836.748
<b>Estructura de capital</b>								
<b>TDF</b>								
<b>Capital</b>	60.842	60.443	63.505	66.107	75.919	77.823	109.711	141.401
<b>Intereses</b>	761	756	794	1.680	1.937	1.950	2.699	3.471
<b>Total</b>	61.602	61.199	64.299	67.787	77.856	79.773	112.410	144.872
<b>Certificados participación</b>	39	43	48	53	66	76	103	126
<b>Otros pasivos</b>	37.967	43.400	47.200	96.311	134.436	175.485	197.011	154.297
<b>Cobertura avalúo sobre TDF</b>	<b>1,97</b>	<b>3,40</b>	<b>3,90</b>	<b>4,82</b>	<b>5,85</b>	<b>8,32</b>	<b>6,70</b>	<b>5,78</b>
<b>Cobertura avalúo sobre total pasivos y CP</b>	<b>1,22</b>	<b>1,99</b>	<b>2,25</b>	<b>1,99</b>	<b>2,15</b>	<b>2,60</b>	<b>2,43</b>	<b>2,80</b>

(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, 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 de diciembre de 2017, el Fideicomiso cuenta con saldos de Caja y Bancos e Inversiones Temporarias por más de 3,5 millones de pesos, representando un 11% del devengamiento anual de actualización por CER y de intereses de los Títulos de Deuda Fiduciaria y de los Certificados de Participación (Ver Cuadro 2).

El índice de liquidez corriente contable alcanzó 4,20 al cierre del ejercicio 2017, y el índice de liquidez ácida se reduce 1,13

**Cuadro 2. Liquidez (en pesos)**

	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	30/12/2014	31/12/2013	31/12/2011
Caja y Bancos	1.857.943	2.702.565	2.776.119	3.404.382	4.747.519	4.211.370
Inversiones temporarias	1.664.223	1.512.329	8.573.383	4.864.741	1.708.337	4.219.189
<b>Total Liquidez</b>	<b>3.522.166</b>	<b>4.214.894</b>	<b>11.349.502</b>	<b>8.269.123</b>	<b>6.455.856</b>	<b>8.430.559</b>
<b>Devengamiento de CER e intereses del período (12 meses)</b>						
- Monto Devengado	32.483.880	33.602.470	14.534.347	19.804.409	9.961.831	755.537
<b>Relación Liquidez sobre devengamiento</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,78</b>	<b>0,42</b>	<b>0,65</b>	<b>11,16</b>

### Calidad del activo – Gestión del operador

El valor de la explotación aumentó, en los últimos siete años, más de U\$S 14 millones, significando un aumento de valor de aproximadamente 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.

El Grupo Insud, controlante del operador, anunció, el año pasado, la reactivación del proyecto para construir la mayor planta de generación de energía con biomasa forestal de la Argentina en la localidad de Virasoro, provincia de Corrientes. De esta manera se genera una nueva demanda en el sector, con impacto potencial importante sobre el proyecto.

En septiembre de 2011 el Comité Ejecutivo aprobó, a propuesta del operador, el último Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE). El operador debe presentar una actualización del PIPE para la aprobación del Comité Ejecutivo.

La falta de esta actualización explica, en parte, la reducción de las hectáreas forestadas. (Ver Cuadro 4).

### Cuadro 4

En hectareas

	Eucalipto					Pino					Total general				
	2011	2014	2015	2016	2017	2011	2014	2015	2016	2017	2011	2014	2015	2016	2017
Menor o igual a dos años	56	1.776	1.380	1.001	455	1.019	258	100	59	56	1.075	2.034	1.480	1.060	511
Mayor a dos años	2.062	1.746	2.507	3.167	3.829	5.987	5.816	5.708	5.528	5.064	8.049	7.562	8.215	8.695	8.893
<b>Subtotal Forestado</b>	<b>2.118</b>	<b>3.522</b>	<b>3.887</b>	<b>4.168</b>	<b>4.284</b>	<b>7.006</b>	<b>6.074</b>	<b>5.808</b>	<b>5.587</b>	<b>5.120</b>	<b>9.124</b>	<b>9.596</b>	<b>9.695</b>	<b>9.755</b>	<b>9.404</b>
<b>Libres a Forestar</b>											<b>1.692</b>	<b>1.220</b>	<b>1.121</b>	<b>1.064</b>	<b>1.418</b>
<b>Total General</b>											<b>10.816</b>	<b>10.816</b>	<b>10.816</b>	<b>10.820</b>	<b>10.822</b>

### Desempeño operativo

Los ingresos por ventas de 2017 aumentaron en términos nominales, un 48,9% con respecto al 2016.

La explotación alcanzó un EBITDA de más de 50 millones de pesos durante el 2017.

La utilidad sobre el promedio de patrimonio arrojó un índice de 13.7% y sobre los activos promedios 8%.

Durante el año 2017, el fideicomiso afrontó necesidades de fondos de \$ 123.970.- por la operación y \$ 568.758.- por inversiones necesarias. Estas necesidades las financió con fondos propios; saldos de caja e inversiones temporarias. (Ver Anexo III).

## Desempeño de la serie

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

El rendimiento total de los TDF y CP al 31/12/2017 es de U\$S 8.857.775.- y U\$S 24.116.828.- 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).**

	<b>TDF</b>	<b>CP</b>
Inversión inicial	-21.400.000,00	-15.000,00
Rendimientos pagados	5.747.042,31	0,00
Cancelación de capital	16.792.483,76	0,00
Valor residual	7.718.249,33	24.131.827,70
<b>Rendimiento Total</b>	<b>8.857.775,40</b>	<b>24.116.827,70</b>

### (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. <sup>(2)</sup>

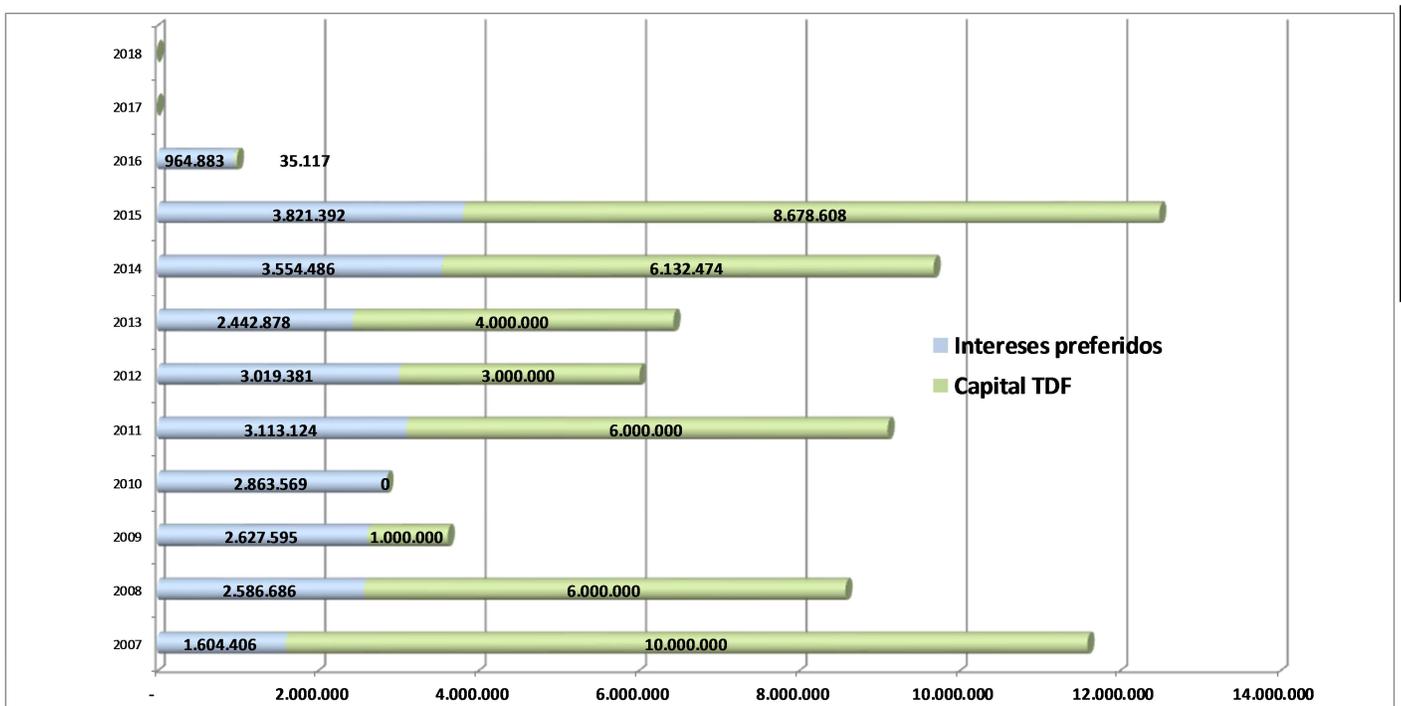
<sup>(2)</sup> Informado como hecho relevante, por el Fiduciario, con nota ingresada el 03/05/2016 en la Comisión Nacional de Valores.

Como así, con fecha 12 de agosto de 2016, 14 de febrero 2017, 15 de mayo de 2017 y 14 de agosto 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. (Ahora en el denominado BYMA), 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 trimestres en los cuales hubo distribuciones:

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:



**(iii) Saldo de los instrumentos:**

Al 31-12-2017, según los estados contables del Fideicomiso, el saldo pesificado de los Títulos de Deuda Fiduciaria (TDF), actualizado por CER, con los intereses capitalizados asciende a \$ 144.871.540.-, mientras que el saldo pesificado de los Certificados de Participación (CP) actualizado por CER asciende a \$ 125.767.-

**ANEXO I – Estados Contables y análisis de estructura (En \$)**

	<u>31/12/2017</u>		<u>31/12/2016</u>		<u>31/12/2015</u>		<u>31/12/2014</u>		<u>31/12/2013</u>	
<b>ACTIVO</b>										
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>										
Caja y Bancos	1.857.943	0,2%	2.702.565	0,4%	2.776.119	0,4%	3.404.382	0,7%	4.747.519	1,4%
Inversiones Temporarias	1.664.223	0,2%	1.512.329	0,2%	8.573.383	1,3%	4.864.741	1,1%	1.708.337	0,5%
Créditos por Ventas	9.254.057	1,2%	8.290.785	1,2%	1.258.627	0,2%	9.808.532	2,1%	9.216.385	2,8%
Otros Créditos	5.463.039	0,7%	5.647.417	0,8%	4.478.509	0,7%	3.265.569	0,7%	874.977	0,3%
Bienes de Cambio	29.235.176	3,9%	27.191.131	3,9%	25.911.930	4,0%	32.228.205	7,0%	22.812.850	6,9%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>47.474.438</b>	<b>6,3%</b>	<b>45.344.227</b>	<b>6,4%</b>	<b>42.998.568</b>	<b>6,6%</b>	<b>53.571.429</b>	<b>11,6%</b>	<b>39.360.068</b>	<b>11,9%</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>										
Bienes de Cambio	365.498.392	48,6%	320.136.401	45,5%	271.739.505	41,6%	186.571.535	40,6%	138.681.274	41,8%
Bienes de Uso	339.151.022	45,1%	338.617.808	48,1%	338.649.496	51,8%	219.875.775	47,8%	153.737.904	46,3%
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>704.649.414</b>	<b>93,7%</b>	<b>658.754.209</b>	<b>93,6%</b>	<b>610.389.001</b>	<b>93,4%</b>	<b>406.447.310</b>	<b>88,4%</b>	<b>292.419.178</b>	<b>88,1%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>752.123.852</b>	<b>100,0%</b>	<b>704.098.436</b>	<b>100,0%</b>	<b>653.387.569</b>	<b>100,0%</b>	<b>460.018.739</b>	<b>100,0%</b>	<b>331.779.246</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASIVO</b>										
<b>PASIVO CORRIENTE</b>										
Deudas Comerciales	6.750.191	0,9%	9.397.964	1,3%	3.806.334	0,6%	5.367.570	1,2%	3.970.378	1,2%
Deudas Fiscales	266.637	0,0%	156.950	0,0%	158.925	0,0%	180.987	0,0%	2.923.178	0,9%
Anticipos de clientes	827.480	0,1%	416.028	0,1%	1.046.623	0,2%	501.555	0,1%	841.177	0,3%
Títulos de deuda fiduciaria	3.470.877	0,5%	2.699.546	0,4%	1.984.846	0,3%	6.961.182	1,5%	1.680.344	0,5%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>11.315.185</b>	<b>1,5%</b>	<b>12.670.488</b>	<b>1,8%</b>	<b>6.996.728</b>	<b>1,1%</b>	<b>13.011.294</b>	<b>2,8%</b>	<b>9.415.077</b>	<b>2,8%</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>										
Deudas Fiscales	146.439.150	19,5%	186.761.877	26,5%	170.219.512	26,1%	128.155.175	27,9%	88.403.115	26,6%
Títulos de deuda fiduciaria	141.400.663	18,8%	109.711.323	15,6%	77.787.682	11,9%	70.894.599	15,4%	66.106.753	19,9%
Previsiones	14.448	0,00%	276.812	0,04%	253.815	0,04%	230.818	0,05%	173.589	0,1%
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>287.854.261</b>	<b>38,3%</b>	<b>296.750.012</b>	<b>42,1%</b>	<b>248.261.009</b>	<b>38,0%</b>	<b>199.280.592</b>	<b>43,3%</b>	<b>154.683.457</b>	<b>46,6%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>299.169.446</b>	<b>39,8%</b>	<b>309.420.500</b>	<b>43,9%</b>	<b>255.257.737</b>	<b>39,1%</b>	<b>212.291.886</b>	<b>46,1%</b>	<b>164.098.534</b>	<b>49,5%</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>452.954.406</b>	<b>60,2%</b>	<b>394.677.936</b>	<b>56,1%</b>	<b>398.129.832</b>	<b>60,9%</b>	<b>247.726.853</b>	<b>53,9%</b>	<b>167.680.712</b>	<b>50,5%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>752.123.852</b>	<b>100,0%</b>	<b>704.098.436</b>	<b>100,0%</b>	<b>653.387.569</b>	<b>100,0%</b>	<b>460.018.739</b>	<b>100,0%</b>	<b>331.779.246</b>	<b>100,0%</b>

**ANEXO II – Cuadro de Resultados y análisis de estructura sobre ingresos por ventas (En \$)**

Período en meses	<u>31/12/2017</u>		<u>31/12/2016</u>		<u>31/12/2015</u>		<u>31/12/2014</u>		<u>31/12/2013</u>	
	12		12		12		12		12	
<b>Resultado por producción</b>	<b>52.517.597</b>	<b>98%</b>	<b>48.293.493</b>	<b>134%</b>	<b>88.221.486</b>	<b>185%</b>	<b>78.874.048</b>	<b>128%</b>	<b>28.257.802</b>	<b>56%</b>
Ingresos netos por venta	53.475.489	100%	35.916.573	100%	47.659.351	100%	61.627.605	100%	50.880.065	100%
Costo de ventas	-51.948.546	-97%	-34.470.119	-96%	-44.962.748	-94%	-57.571.248	-93%	-46.868.218	-92%
<b>Resultado por venta de bienes</b>	<b>1.526.943</b>	<b>3%</b>	<b>1.446.454</b>	<b>4%</b>	<b>2.696.603</b>	<b>6%</b>	<b>4.056.357</b>	<b>7%</b>	<b>4.011.847</b>	<b>8%</b>
<b>Resultado Bruto</b>	<b>54.044.540</b>	<b>101%</b>	<b>49.739.947</b>	<b>138%</b>	<b>90.918.089</b>	<b>191%</b>	<b>82.930.405</b>	<b>135%</b>	<b>32.269.649</b>	<b>63%</b>
Gastos de comercialización	-1.583.458	-3%	-1.750.320	-5%	-2.878.336	-6%	-4.623.508	-8%	-3.970.435	-8%
Gastos de administración	-5.123.270	-10%	-3.242.656	-9%	-2.955.502	-6%	-2.753.792	-4%	-1.800.409	-4%
<b>Total Gastos Operativos</b>	<b>-6.706.728</b>	<b>-13%</b>	<b>-4.992.976</b>	<b>-14%</b>	<b>-5.833.838</b>	<b>-12%</b>	<b>-7.377.300</b>	<b>-12%</b>	<b>-5.770.844</b>	<b>-11%</b>
<b>Resultado Operativo</b>	<b>47.337.812</b>	<b>89%</b>	<b>44.746.971</b>	<b>125%</b>	<b>85.084.251</b>	<b>179%</b>	<b>75.553.105</b>	<b>123%</b>	<b>26.498.805</b>	<b>52%</b>
Resultados Financieros y por tenencia	-32.250.509	-60%	-31.652.571	-88%	-12.865.843	-27%	-18.313.318	-30%	-9.370.874	-18%
Otros ingresos y egresos netos	2.843.232	5%	-30.960	0%	1.414.799	3%	-281.157	0%	72.318	0%
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>17.930.535</b>	<b>34%</b>	<b>13.063.440</b>	<b>36%</b>	<b>73.633.207</b>	<b>154%</b>	<b>56.958.630</b>	<b>92%</b>	<b>17.200.249</b>	<b>34%</b>
Impuesto a las ganancias	40.322.727	75%	-16.542.365	-46%	-463.623	-1%	-19.935.521	-32%	-6.024.939	-12%
<b>Resultado Neto</b>	<b>58.253.262</b>	<b>109%</b>	<b>-3.478.925</b>	<b>-10%</b>	<b>73.169.584</b>	<b>154%</b>	<b>37.023.109</b>	<b>60%</b>	<b>11.175.310</b>	<b>22%</b>

**ANEXO III – Flujos de Efectivo**

**Variaciones del efectivo**

AÑO	2017	2016	2015	2014
CAJA INICIAL (1)	4.214.894	11.349.502	8.269.123	6.455.856
CAJA FINAL (1)	3.522.166	4.214.894	11.349.502	8.269.123
Variación (aumento/disminución)	(692.728)	(7.134.608)	3.080.379	1.813.267

**Causas de las variaciones (en miles)**

AÑO	2017	2016	2015	2014
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	(123.970)	(6.134.608)	15.580.379	11.500.228
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	(568.758)	0	0	0
FLUJO DE FONDOS FINANCIAMIENTO	0	(1.000.000)	(12.500.000)	(9.686.961)
<b>FLUJO DE FONDOS NETO</b>	<b>(692.728)</b>	<b>(7.134.608)</b>	<b>3.080.379</b>	<b>1.813.267</b>

**ANEXO IV – Indicadores**

	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
Resultado por producción	52.517.597	48.293.493	88.221.486	78.874.048	28.257.802
% variación período anterior	8,7%	-45,3%	11,9%	179,1%	N/A
Ingresos netos por ventas	53.475.489	35.916.573	47.659.351	61.627.605	50.880.065
% variación período anterior	48,9%	-24,6%	-22,7%	21,1%	N/A
Costo de ventas	-51.948.546	-34.470.119	-44.962.748	-57.571.248	-46.868.218
% variación período anterior	50,7%	-23,3%	-21,9%	22,8%	N/A
Utilidad Bruta	54.044.540	49.739.947	90.918.089	82.930.405	32.269.649
% sobre ingresos y resultado producción	50,99%	59,07%	66,91%	59,02%	40,78%
Utilidad Operativa	47.337.812	44.746.971	85.084.251	75.553.105	26.498.805
% sobre ingresos y resultado producción	44,7%	53,1%	62,6%	53,8%	33,5%
EBITDA	50.216.588	44.747.699	86.530.737	75.303.593	26.602.478
% sobre ingresos y resultado producción	47,38%	53,14%	63,68%	53,60%	33,62%
ROE (Utilidad Neta / Patrimonio promedio)	13,7%	-0,9%	22,7%	17,8%	13,3%
ROA (Utilidad Neta / Total Activos promedio)	8,0%	-0,5%	13,1%	9,4%	4,9%
Cobertura (EBIT / Intereses Pagados)	1,57	1,51	7,73	4,48	3,03
TDF menos disponibilidades e inversiones / EBITDA	2,81	2,42	0,79	0,92	2,31
TDF / Patrimonio Neto	0,32	0,28	0,20	0,31	0,40
TDF/ Activo Total	0,19	0,16	0,12	0,17	0,20
Liquidez Corriente	4,20	3,58	6,15	4,12	4,18
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Otros Créditos e Inventarios)	1,13	0,99	1,80	1,39	1,66
Capital de Trabajo Neto Contable	36.159.253	32.673.739	36.001.840	40.560.135	29.944.991
% variación período anterior	10,7%	-9,2%	-11,2%	35,4%	
% sobre ingresos netos por vta	67,6%	91,0%	75,5%	65,8%	58,9%
Capital de Trabajo Neto sin Caja ni Inversiones	32.637.087	28.458.845	24.652.338	32.291.012	23.489.135
% variación período anterior	14,7%	15,4%	-23,7%	37,5%	
% sobre ingresos	61,0%	79,2%	51,7%	52,4%	46,2%

## **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 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](http://www.cnv.gob.ar)).
- (ii) Estados Contables anuales del Fideicomiso Financiero. Disponible en la Autopista Financiera de CNV ([www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).
- (iii) Hechos Relevantes. Disponibles 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) Avalúo Forestal 2015, 2016 y 2017. 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](mailto:vsalo@untref.edu.ar)

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

Juan Manuel Salvatierra [jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)

## Responsable de la función de Relaciones con el Público

Raquel Kismer de Olmos, [rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)