

Fideicomiso Financiero Inversión Forestal I
Informe Integral
CALIFICACIONES

FF. Inversión Forestal I	Monto USD	Fecha Pago servicios	Vencimiento legal CP	Mejoras crediticias	Calificación *	Perspectiva
Certificado de Participación (CP)	5.1 MM	31/12/2030 - Año 11 desde emisión	Año 13 desde emisión	Fondo Gastos e Impuestos	BBfe (arg)(INI)	Estable

* El agregado de "fe" a la categoría implica que se ha aplicado la metodología de calificación de Finanzas Estructuradas. La calificación otorgada se basa en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores al momento de su asignación, quedando sujeta a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones iniciales se encuentran identificadas con la abreviatura '(INI)'

30 de septiembre de 2019
ANALISTAS
Eduardo D'Orazio
 edorazio@proratings.com.ar

Gabriela Catri
 gcatri@proratings.com.ar

Los Certificados de Participación (CP) calificados serán emitidos por el Fideicomiso Financiero Inversión Forestal I, cuyo objeto es la aplicación del producido neto de la colocación a la adquisición y locación de plantaciones forestales, y su administración, de conformidad con lo previsto en el Plan de Inversión, Producción y Estratégico (PIPE). El proyecto de explotación forestal se ubicará al noreste de la provincia de Entre Ríos y podrá realizar la actividad ya sea mediante la compra de campos seleccionados por su aptitud para la producción de eucaliptus o mediante convenios de arrendamiento de forestaciones existentes utilizando la figura de derecho real de superficie forestal (DRS).

Los CP recibirán a su vencimiento la distribución del producido de la venta de los activos del fideicomiso, neto de la deducción de todos los gastos e impuestos que correspondan. ProRatings no opina respecto de la tasa de retorno esperada y la posibilidad de recuperar el capital invertido se encuentra sujeto a la liquidación de los activos que componen el patrimonio del fideicomiso.

Factores relevantes de la calificación

Calidad de los activos subyacentes: los activos (campos y forestaciones), que serán posteriormente explotados bajo el PIPE, serán comprados o alquilados con los fondos recaudados en la emisión de los CP en el mercado. Si bien ya han sido identificados y analizados varias opciones de campos, tanto para la compra como para el alquiler, la incorporación al fideicomiso será sujeto de negociación una vez integrados los fondos. De no cerrarse ningún acuerdo se deberán identificar nuevos campos y convalidar las decisiones por Asamblea de Beneficiarios, lo cual puede extender en el tiempo la aplicación de los fondos obtenidos a las inversiones objeto del PIPE. Esto podría implicar una presión adicional sobre el proyecto, que de por sí para los campos adquiridos si bien existe un periodo de cola entre el vencimiento legal estipulado para los CP (año 13) y el momento estimado de finalización de operaciones (año 11), a partir del cual se pone en venta los activos.

Dependencia de la venta de los activos para el repago: Dado que no se pueden estimar con certidumbre los plazos de incorporación de los activos al fideicomiso, podrían verse afectados los plazos para la generación de flujos de fondos estimados en las proyecciones. En los primeros años la generación de flujos de fondos depende de ventas de madera de los campos arrendados, del cobro de ciertos subsidios y de los ingresos financieros que deriven de las colocaciones de los fondos ociosos. Los ingresos por ventas de maderas de los campos propios se proyectan hacia el año 9, cuando se espera

maduren las inversiones, permitiendo poco margen para atrapar los beneficios de las inversiones, y dejando el repago de los CPs totalmente dependiente de la venta de los campos bajo operación.

Riesgos del negocio forestal: riesgo climático, riesgo de incendio y riesgo de mercado (volumen producido y precio). La ocurrencia de algunos de estos eventos impactará negativamente en el proyecto. Adicionalmente, para los campos alquilados existe el riesgo que se generen descalces entre ingresos generados por el proyecto y el valor fijo del alquiler mensual que deberá ser abonado. El precio de la madera se determina por negociación en cada instancia de venta. Si bien existe la posibilidad de adecuar los tiempos de cosecha apuntando a escenarios más favorables, el plazo acotado del fideicomiso no permite mitigar el riesgo de precio a lo largo del tiempo.

Riesgo cambiario: Si bien los CP son en dólares, así como también los activos están ligados al dólar dada su naturaleza, la ausencia de un claro mercado de referencia para los precios de extraer y comercializar forestación, podrían derivar en descalces.

Los controles de cambio recientemente implementados mediante la Com."A" 6770 del BCRA podrían afectar la capacidad de realizar pagos en dólares y, por ende, la capacidad de realizar los pagos respecto de los Certificados de Participación. Si bien los Términos y Condiciones de los CP contemplan la posibilidad de entregar moneda de curso legal al Tipo de Cambio Aplicable ante restricción o prohibición de acceso al mercado de cambios, no es posible medir el impacto de las normas de control de cambio sobre distintos aspectos del flujo de fondos proyectado.

Mejoras crediticias: La estructura planteada no prevé ningún tipo de subordinación ni mejora crediticia. Una vez concretada la emisión, el fideicomiso tendrá el dinero producido por la colocación, el cual se destinará a la adquisición o arrendamiento de campos. La totalidad del proyecto se financiará con el producido de la emisión, con lo cual también deberá cubrir los gastos a incurrir hasta la obtención de ingresos y el capital de trabajo necesario para el desarrollo del PIPE. En el caso de mayores costos, en relación con los inicialmente estimados, no se prevé una inyección de capital de parte de un tercero que se subordine, pero si se permite que el Fideicomiso tome deuda (sin exceder el 20% del Patrimonio Fideicomitado y previa aprobación de Asamblea de tenedores). Esto no ha sido contemplado en las proyecciones y bajo las condiciones actuales esto podría afectar el futuro desempeño de los CP. Se prevé la constitución de un Fondo de Gastos y un Fondo de Reserva Impositivo que se fondearán en la emisión. Asimismo, hay un periodo de cola entre el vencimiento legal estipulado para los CP (año 13) y el momento estimado de finalización de operaciones (año 11), a partir del cual se pone en venta los activos. Sin perjuicio de esto, en caso de existir bienes fideicomitados, la fecha de Vencimiento podrá ser extendida por decisión de la Asamblea de Beneficiarios. Dicha asamblea podrá ser solicitada por el Fiduciario, por los inversores que representen en conjunto no menos del cinco por ciento (5%) del total de los votos que otorgan los Valores Fiduciarios emitidos.

Análisis de Sensibilidad

La perspectiva estable refleja la expectativa de que se cumplan los supuestos proyectados en el PIPE. La demora en la incorporación de activos al fideicomiso, y, en consecuencia, el aplazamiento en la generación de fondos, podrían incrementar la incertidumbre respecto del cumplimiento de los plazos y presionar la calificación a la baja. Lo mismo ocurriría en caso de surgir la necesidad de asumir deuda adicional. Si bien una generación de fondos más robusta que la originalmente anticipada, podría contribuir a mejorar la perspectiva, seguiría siendo un limitante el hecho de que los campos deben ser vendidos al final del proyecto para lograr el recupero del capital invertido. Para la calificación asignada se consideró el vencimiento de los Valores

Fiduciarios y del Fideicomiso, a los 13 años contados desde la fecha de Emisión y Liquidación, asumiendo la finalización de operaciones en el año 11, a partir del cual se pone en venta los activos. No se considero toma de endeudamiento.

Administrador y Operador Técnico: CIDEA S.R.L.

Fiduciario: Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. (Rosfid)

Colocador y Co -Organizador: Bull Markets Brokers S.A.

Asesor Financiero: First Corporate Finance Advisors S.A.

Auditor técnico: Consultores Foresto Industriales Asociados S.A. (COFINA S.A.)

EVALUACION:

Descripción de los Activos:

El objetivo del Fideicomiso es realizar una inversión en economía real mediante la actividad forestal, buscando maximizar la rentabilidad con distintos formatos de explotación y priorizando el uso sustentable de los recursos y el ambiente.

El PIPE contempla la explotación forestal de campos ubicados en el noreste de la provincia de Entre Ríos mediante la producción de eucalipto, predominando la especie *Eucalyptus Grandis*, con el objetivo de producir madera de calidad. El PIPE consistirá en implantación de bosques, su mantenimiento y su manejo sostenible incluyendo las actividades de investigación y desarrollo, así como las de industrialización y comercialización de la madera.

Se proyecta una superficie en producción de aproximadamente 600 hectáreas, de las cuales la mitad serán forestaciones existentes y el resto serán plantaciones a realizar.

- **Compra de campos:** se proyecta la adquisición de 300 hectáreas a forestar en campos ubicados en la zona comprendida entre las ciudades de Colon y Chajari en la provincia de Entre Ríos, en una franja de aproximadamente 40 kilómetros del Rio Uruguay. El Operador Técnico ha estimado poder cerrar compras en un precio estimado de U\$S 5.500 por hectárea de tierra más los gastos correspondientes. Una vez realizada la compra, y en función de los tiempos necesarios hasta la efectiva posesión, la habilitación de los campos y la preparación de suelos, la plantación se realizará durante los meses de septiembre/octubre del año siguiente. Se han identificado 3 Opciones Principales: un campo de 100 hectáreas a 20 km de la ciudad de Concordia, un campo de 320 hectáreas en Nueva Escocia y un campo de 200 hectáreas en Los Charruas. No existe certeza para la adquisición de estas opciones, y en caso de no concretar con las mismas deberán ser seleccionadas nuevas opciones a ser convalidadas por Asamblea de Beneficiarios.
- **Campos con forestación existente:** Uso de la tierra a través de la figura de derecho real de superficie forestal (DRS). El Operador Técnico ha seleccionado un campo ubicado en la localidad de Mandisoví con plantaciones de distintas edades. Las condiciones de adquisición de las plantaciones y constitución del DRS se encuentran pre acordadas con el propietario con lo que una vez aprobado el proyecto es una negociación que se puede concretar en plazo de un mes, y además está la ventaja de que las plantaciones mientras tanto siguen en crecimiento.

Para todas las actividades a realizar está prevista la contratación de empresas proveedoras de servicios forestales de reconocida trayectoria en el sector.

Para la comercialización de los Productos Forestales el esquema previsto es la venta de monte en pie, siendo los principales destinos de uso el aserrado buscando la obtención madera de calidad, madera verde de menor calidad y la industria de triturado.

Las forestaciones serán realizadas en el marco de la ley nacional 25.080, prorrogada por ley 27.487, sus complementarias y modificatorias de Inversión para Bosques Cultivados, y respetando todas practicas recomendadas para un manejo ambiental y social sustentable.

Riesgo crediticio:

El activo subyacente del Fideicomiso estará compuesto inicialmente por el producido de la emisión, con el cual se hará la adquisición o locación de explotaciones forestales, de acuerdo a lo establecido en el PIPE.

Los activos a ser adquiridos y la generación de flujos de fondos a partir de dichos activos constituyen la única fuente de ingresos para afrontar todos los costos, los gastos operativos y posteriormente con los excedentes, hacer distribuciones a los CP al vencimiento de los mismos. Por ende, la devolución del valor nominal y la posibilidad de generar retornos dependen de varios tipos de riesgos.

Riesgo de adquisición de activos: si bien los campos y forestaciones, que serán posteriormente explotados bajo el PIPE, han sido identificados y analizados (ver Anexo I), no existen compromisos o acuerdos previos, no obstante son propiedades actualmente a la venta y con quienes ya hubo contactos, Por lo tanto, no puede asegurarse que, al momento de la emisión y suscripción de los CP, dichos activos sean efectivamente adquiridos y/o alquilados, o que la negociación y cierre de las transacciones tome más tiempo del previsto en las proyecciones.

Riesgo de Desempeño: las inversiones serán realizadas en base a las proyecciones que realice el Administrador y Operador Técnico, respecto de activos de los cuales no se tiene certeza de adquisición. Si bien el Operador tiene experiencia en estos proyectos, existen múltiples variables que podrían generar desvíos en las proyecciones. El desempeño de variables tales como ingresos y costos futuros, comportamiento del mercado forestal, y valuaciones futuras, es incierto y puede resultar en valores distintos a los considerados en las proyecciones iniciales, por lo que el desempeño real de las inversiones del Fideicomiso puede diferir sustancialmente de las proyecciones realizadas.

Dado que no se pueden estimar con certidumbre los plazos de incorporación de los activos al fideicomiso, podrían verse afectados los plazos para la generación de flujos de fondos estimados en las proyecciones. En los primeros años la generación de flujos de fondos depende de ventas de madera de los campos arrendados, del cobro de ciertos subsidios y de los ingresos financieros que deriven de las colocaciones de los fondos ociosos. Los ingresos por ventas de maderas de los campos propios se proyectan hacia el año 9, cuando se espera maduren las inversiones, permitiendo poco margen para atrapar los beneficios de las inversiones, y dejando el repago de los CPs totalmente dependiente de la venta de los campos bajo operación.

Riesgo climático: de ocurrir un evento climático adverso, como por ej.: falta de precipitaciones en el año de implantación, o durante el primer invierno posterior a la plantación ocurran heladas, se vería afectado el normal crecimiento de las plantaciones y por ende el desarrollo del PIPE.

Riesgo de incendios forestales: está prevista la contratación de seguros vinculados a la ejecución del Proyecto, los cuales otorgarán cobertura frente a pérdidas o daños

materiales originados por incendios, totales o parciales, y/o rayos, en función al riesgo de cada plantación en particular y la dispersión de los lotes asegurados. También se podrá asegurar de manera adicional los gastos incurridos en combate de incendio, huracán, viento o tornado, remoción de escombros, y madera volteada y en proceso.

A dichos fines se considerarán distintas compañías aseguradoras que ofrezcan este tipo de seguros. Una de las opciones presentadas es el Instituto del Seguro de Entre Ríos (IAPSER).

Ausencia de mercado de referencia y comportamiento cíclico de precios: Si bien algunos organismos (como ser INTA o colegios profesionales) publican tablas de precios para productos forestales, no constituyen valores de referencia considerados claros o precisos. Por lo tanto, el precio de venta depende en gran medida del poder de negociación de las partes. Actualmente no existen contratos futuros de venta de madera. La naturaleza cíclica del valor en USD de la madera, siguiendo el comportamiento de la economía del país en su conjunto, puede implicar que se necesite tiempo para el reajuste de los precios, por lo cual, si bien podría decidirse no cortar por precios bajos, esto obligaría a posponer la cosecha hasta que los valores repunten, con el consecuente impacto en la rentabilidad de la inversión.

Riesgo de Estructura

La estructura planteada no prevé ningún tipo de subordinación, y los CP están directamente expuestos a los riesgos crediticios descritos en la sección anterior.

El repago del Valor nominal total de los CP depende en menor medida del desempeño de las inversiones y en mayor medida de la venta de los campos al vencimiento. La realización de los activos depende a su vez de los tiempos y precios de realización. Se prevé que una asamblea de tenedores pueda prorrogar el vencimiento de los CP en caso de que las condiciones del mercado forestal no sean las adecuadas a la espera de valores más favorables.

Los tenedores de los CP pueden también resolver la liquidación anticipada del Fideicomiso, el retiro de los CP de la oferta pública o la conversión del Fideicomiso en un fideicomiso privado.

El Operador confeccionará y remitirá al Fiduciario con frecuencia mensual un informe de gestión. En el mismo se incluirá una descripción sobre las operaciones, contratos y demás eventos sucedidos durante el período mensual anterior, y sobre el desarrollo del PIPE, describiendo en este caso la evolución técnica de las labores y de los cultivos, situaciones climáticas y demás circunstancias físicas y biológicas que puedan incidir sobre el cumplimiento del PIPE. También estará el balance de sumas y saldos del Fideicomiso, la información sobre las partidas de impuestos, la información sobre la existencia de cualquier reclamo o hechos que pudieran dar lugar a reclamos y todo resultado derivado de la actividad forestal. Trimestralmente el informe de gestión incluirá además las proyecciones del PIPE y la valuación de las plantaciones del negocio.

Riesgo de Mercado

Si bien los CP son en dólares, así como también los activos están ligados al dólar dada su naturaleza, la ausencia de un claro mercado de referencia para los precios de extraer y comercializar forestación, podrían derivar en descalces.

Los controles de cambio pueden impactar sobre distintos aspectos del flujo de fondos proyectado e incluso afectar la capacidad para recibir pagos en relación con los Certificados de Participación.

A través de la Comunicación "A" 6770 del 1/9/2019 del Banco Central de la República Argentina, se impusieron controles de cambio y restricciones a las transferencias, limitando la capacidad de las personas jurídicas y personas humanas para acceder al mercado de cambios. Estas restricciones (y aquellas que pudieran establecerse en el futuro) pueden afectar la capacidad de realizar pagos en dólares estadounidenses y, por ende, la capacidad de realizar los pagos respecto de los Certificados de Participación.

De acuerdo a los Términos y Condiciones de los Certificados, los pagos de Servicios de se efectuarán en Dólares Estadounidenses, excepto cuando lo impida la presencia de normas imperativas que restrinjan o prohíban el acceso al mercado de cambios argentino para adquirir Dólares, supuesto en el cual se podrá entregar, en caso de estar permitido por ley, la moneda de curso legal al Tipo de Cambio Aplicable.

ProRatings no opina respecto de la posibilidad de un mercado secundario para los CP.

Riesgo Legal

De acuerdo a la Opinión Legal, tanto el Prospecto como el Contrato de Fideicomiso cumplen con lo dispuesto por el Código Civil y Comercial de la Nación, la ley 26.831, sus complementarias y modificatorias y las Normas, y el Fiduciario es una sociedad legalmente autorizada y debidamente capacitada para la conformación del Fideicomiso y para asumir las obligaciones que emanan del Prospecto y del Contrato de Fideicomiso, de conformidad con las disposiciones legales y estatutarias que rigen su actividad y la normativa aplicable.

En relación al derecho de superficie, figura bajo la cual se adquirirán plantaciones de distintas edades, es un derecho real temporario, que se constituye sobre un inmueble ajeno, que otorga a su titular la facultad de uso, goce y disposición material y jurídica del derecho de plantar, forestar o construir, o sobre lo plantado, forestado o construido en el terreno, el vuelo o el subsuelo, según las modalidades de su ejercicio y plazo de duración. La forma de pago de este derecho será otra vez de montos fijos anuales por hectárea forestada.

DESCRIPCION DE LA ESTRUCTURA

Estructura Financiera

Se emitirán Certificados de Participación (CP), por un V/N de hasta U\$S 5.100.000 equivalentes al 100% del Valor de Emisión. Los Certificados de Participación tendrán derecho al cobro de los siguientes Servicios, una vez realizada la recomposición del Fondo de Reserva Impositivo y del Fondo de Gastos, si correspondiere: (i) en concepto de amortización, la totalidad de los ingresos imputables a los Bienes Fideicomitados percibidos hasta el último día del mes inmediato anterior a la Fecha de Pago de Servicios (inclusive) y (ii) en concepto de utilidad, el remanente, en caso de existir.

La falta de pago de un servicio correspondiente a los Valores Fiduciarios, por insuficiencia de fondos fideicomitados, no constituirá un Evento Especial. El monto que no haya podido pagarse a los Beneficiarios en la Fecha de Pago de Servicio por ser insuficiente lo recaudado, será pagado cuando el flujo de fondos efectivamente

percibido lo permita, hasta el plazo de vencimiento legal de los mismos (13 años desde la emisión)

Del producido de la colocación de los CP, el Colocador transferirá a la cuenta fiduciaria los importes necesarios para cubrir los Gastos Iniciales y que el Fiduciario constituya el Fondo de Gastos, y el Fondo de Reserva Impositivo.

Respecto del Fondo de Gastos, el mismo será por un monto de U\$S 200.000 y se destinará a cancelar los Gastos Deducibles, previstos para el Fideicomiso. El importe del Fondo de Gastos podrá ser incrementado por el Fiduciario, por sí o por asesoramiento de sus Agentes, ante incremento de los importes correspondientes a los Gastos Deducibles o la necesidad de atender mayores Gastos Deducibles o constituir provisiones. En caso de que el Fondo de Gastos se reduzca hasta representar un importe menor al monto indicado, el Fiduciario detraerá de las Cobranzas el monto necesario para restablecer el Fondo de Gastos en dicho límite, salvo que el Fiduciario estimare fundadamente que las sumas acumuladas en el Fondo de Gastos son suficientes para el pago de los Gastos Deducibles que se devenguen hasta la extinción del Fideicomiso. El remanente del Fondo de Gastos será distribuido entre los Beneficiarios al momento de la liquidación del Fideicomiso, de existir un remanente.

Los fondos generados por la comercialización de Productos Forestales constituyen la única fuente de pago para los Beneficiarios.

Mejoras crediticias

La estructura planteada no prevé ningún tipo de subordinación, y una vez concretada la emisión, el fideicomiso tendrá el dinero producido por la colocación, el cual se destinaria a la adquisición de tierras, y plantaciones, y deberá posteriormente cubrir los gastos a incurrir hasta la obtención de ingresos y el capital de trabajo necesario para el desarrollo del PIPE.

En el caso de mayores costos, en relación con los inicialmente estimados el Fideicomiso, no se prevé una inyección de capital de parte de un tercero que se subordine, pero existe la posibilidad de que el Fideicomiso tome deuda (sin exceder el 20% del Patrimonio Fideicomitado y previa aprobación de Asamblea de tenedores), si bien esto podría afectar el futuro desempeño de los CP. Se prevé la constitución de un Fondo de Gastos y un Fondo de Reserva Impositivo que se fondearán en la emisión.

Aplicación de fondos (Cascada de pagos)

El total de las Cobranzas se distribuirá en cada Fecha de Pago de Servicios (31/12/2030 - estipulada en el cronograma de pagos de servicios del Prospecto) de la siguiente forma:

- i) A la recomposición del Fondo de Reserva Impositivo, de corresponder;
- ii) A la recomposición del Fondo de Gastos;
- iii) Al pago de la Amortización de los CP;
- iv) El remanente, de existir, a la utilidad del CP.
- v) En la Fecha de Vencimiento en caso de existir fondos remanentes que no hubiesen sido aplicados a Gastos del Fideicomiso, los mismos serán distribuidos entre los Beneficiarios.

Análisis del flujo de fondos

Todas las proyecciones se encuentran realizadas en dólares estadounidenses.

Se definió un horizonte de tiempo de 11 (once) años para el proyecto, durante los cuales se espera realizar todas las actividades antes descriptas y generar los flujos de fondos correspondientes.

Los valores de venta de los inmuebles fueron asignados teniendo en cuenta los precios históricos de las tierras y proyectándolos en el tiempo conforme el escenario considerado.

Como tasa de descuento de los flujos de fondos se consideró una Tasa de Rendimiento Requerido del 7% (el "Objetivo de Retorno") proveniente del flujo de fondos y de la revalorización de los activos, neto los Gastos del Fideicomiso. La tasa de rendimiento requerida fue elegida en base a comparables del mercado de proyectos forestales similares.

La tasa de rendimiento requerida es una tasa de referencia utilizada para el análisis del valor actual neto (VAN) y no está asociada a la efectiva rentabilidad esperada del proyecto.

Se supuso que, en el año 11, además de finalizar las operaciones, el Fideicomiso vende los campos adquiridos y de esta forma se liquidan todos los activos que pertenecen a éste.

Se supone que los fondos ociosos del Fideicomiso se invierten en instrumentos de bajo riesgo con tasas conservadoras en dólares.

Se consideró una inflación esperada para Estados Unidos en un 2% anual.

Ingresos y costos

Los ingresos del proyecto provienen de las siguientes fuentes:

- Venta de madera y rebrotes;
- Venta de tierras;
- Subsidios por parte del Estado Nacional en carácter de Aportes No Reintegrables (ANR).

Se tomaron los siguientes precios de venta de madera como base:

Campo con forestaciones existentes -independientemente de la edad de las plantaciones -bajo la modalidad de DRS: U\$D 11.000 por hectárea.

Campos a plantar bajo la modalidad compra de la tierra: U\$D 12.000 por hectárea.

Los precios indicados precedentemente surgen de la proyección de volúmenes esperados multiplicada por el precio histórico tomado para el proyecto.

Se tomaron los siguientes precios de venta de campos adquiridos como base:

Para determinar los ingresos provenientes de la venta de campos adquiridos, se estimó un precio esperado según los datos históricos de apreciación de tierras similares de en U\$D 12.953.

El precio indicado precedentemente surge de la proyección de volúmenes esperados multiplicada por el precio histórico tomado para el proyecto.

Dentro de los costos existen 2 grandes diferencias entre los modelos de negocio: arrendamiento de campos con forestación existente bajo la modalidad de DRSF o compra de campos a plantar (sin forestación existente).

Los campos a arrendar cuentan con un gasto fijo de DRS anual. Dentro de este modelo, se encuentran el campo de Ogai que contiene plantaciones de una maduración entre 10 y 11 años, se adquieren con el DRS incluido dentro del valor de adquisición. La explotación se estima en 2 y 3 años. Mientras que las plantaciones de rebrote cuentan con un DRS anual contemplado para los 9 años de operación sobre las mismas.

Por otro lado, los campos a adquirir, además del precio de adquisición de la tierra, tienen asociados los gastos de plantación.

Además de esto, se contemplan para ambos modelos de negocio los gastos de Poda y Raleo, costo de explotación forestal, operador forestal, auditoría forestal anual, impuestos, entre otros.

Inversiones

El 100% de la inversión se realiza mediante la emisión de certificados de participación en el año cero. La misma a U\$D 5,1 millones y comprende los siguientes conceptos:

- Adquisición de tierras;
- Adquisición de plantaciones;
- Gastos a incurrir hasta la obtención de ingresos;
- Capital de trabajo.

La transacción está expuesta a diversos riesgos que pueden atentar contra el cumplimiento del PIPE, producción, demanda (precios y volúmenes de madera) y capacidad del operador de vender los activos en tiempo suficiente para responder a los CP a su vencimiento. El rol del operador es clave en este sentido para morigerar los riesgos abiertos. A favor, los términos y condiciones de los CP indican que sólo recibirán el remanente (de existir) luego de liquidados los activos del fideicomiso y pagados los gastos de la estructura. Esto implica que el proyecto no tendrá la presión de generar fondos para atender de pago de intereses o cuotas de capital, lo cual le otorga algo de flexibilidad financiera. En contrapartida, esto podría volverse un riesgo mayor en caso de que el fideicomiso tome deuda (permitido por los términos y condiciones, pero no contemplado por Proratings).

No puede asegurarse que la tasa interna de retorno alcanzada por el Fideicomiso pueda igualar o exceder los retornos proyectados e informados a los inversores, como tampoco se puede asegurar el repago de utilidad y/o del capital de los Valores Fiduciarios.

Análisis de Sensibilidad

La perspectiva estable refleja la expectativa de que se cumplan los supuestos proyectados en el PIPE. La demora en la incorporación de activos al fideicomiso, y, en consecuencia, el aplazamiento en la generación de fondos, podrían incrementar la incertidumbre respecto del cumplimiento de los plazos y presionar la calificación a la baja. Lo mismo ocurriría en caso de surgir la necesidad de asumir deuda adicional. Si bien una generación de fondos más robusta que la originalmente anticipada, podría contribuir a mejorar la perspectiva, seguiría siendo un limitante el hecho de que los

campos deben ser vendidos al final del proyecto para lograr el recupero del capital invertido. Para la calificación asignada se consideró el vencimiento de los Valores Fiduciarios y del Fideicomiso, a los 13 años contados desde la fecha de Emisión y Liquidación, asumiendo la finalización de operaciones en el año 11, a partir del cual se pone en venta los activos. No se considero toma de endeudamiento.

ANTECEDENTES

Fiduciario y Emisor: Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. (Rosfid), tiene por principal objeto dedicarse por cuenta propia, de terceros o asociada a terceros, tanto en el país como en el exterior, a actuar como Fiduciario, administrando todo tipo de fideicomisos en los términos de la Ley 24.441. Adicionalmente Rosfid participa como Organizador en la emisión de Obligación Negociables y en general provee a las empresas de las herramientas necesarias para el acceso mercado de capitales.

Administrador y Operador Técnico: CIDEA S.R.L. ("CIDEA") es una sociedad radicada en la ciudad de Concordia, Entre Ríos, con más de 15 años en el sector forestal. Brinda servicios de administración, asesoramiento y comercialización de plantaciones ubicadas en Entre Ríos y Corrientes. Como parte de sus actividades cuenta con personal propio para brindar servicios de plantaciones, brigadas forestales y cuidado de plantaciones.

Se trata de una empresa familiar con una reconocida trayectoria dentro del sector forestal, con 3 generaciones dedicadas a la actividad forestal en la Mesopotamia Argentina. Se encuentra radicada en las zonas de producción, con una amplia relación con los distintos actores de la cadena productiva.

CIDEA S.R.L. se desempeñará como Administrador y Operador Técnico, con atribuciones centrales delegadas por el Fiduciario en virtud de su expertise en la actividad prevista dentro del Fideicomiso a los fines de cumplir con el PIPE.

Organizador: Bull Market Brokers S.A. es una empresa con una trayectoria de veinte años en el mercado de capitales local.

Con foco en el desarrollo tecnológico, a través de su plataforma que permite a sus clientes operar de manera ágil y en forma on-line. En sus inicios la empresa buscó desarrollar el segmento de clientes minoristas y una vez consolidada en ese segmento, el nuevo desafío consiste en desarrollar el segmento de inversores institucionales.

ANEXO I: Proyecto Forestal

El PIPE diseñado para el Fideicomiso contempla tanto campos a plantar como compra de forestaciones en distintas edades.

Campos a plantar: Está prevista la compra de campos para alcanzar las 300 hectáreas de plantaciones nuevas llevadas adelante por el Fideicomiso. El precio estimado de compra es de 5.500 U\$S/ha más los gastos correspondientes y se contempla la venta al final del PIPE a un valor residual del campo con el rebrote.

Los campos en evaluación son:

1. Taguato: esta propiedad está ubicada en el cruce de la ruta 015 con la Autovía Gral. Artigas (ruta nacional 14). Son 190 hectáreas de quintas cítricas abandonadas en la que se deberá se deberá limpiar para forestar. Son suelos arenosos profundos, con crecimientos esperables de 35 toneladas por hectárea por año.
2. Campo de 100 hectáreas, ubicados en cercanías de la ciudad de Concordia. Son campos de tipo mestizo arenoso con crecimientos esperables de 30 a 35 ton/ha/año.

Forestaciones existentes: En los casos de compra de plantaciones, está la posibilidad de comprar la madera considerando el uso del suelo en su valor según los años que falten para su corte, o bien la compra del monte a su valor actual y pagar bajo la figura de Derecho real de superficie (DRS) un valor de alquiler anual por el derecho de uso del campo.

Ogai: es un campo ubicado en Mandisovi, a aproximadamente 5 km de la Autovía Gral. Artigas y con una superficie forestada de 290 hectáreas. Este campo tiene un muy buen acceso por camino de ripio hasta las plantaciones y además por su ubicación en una zona netamente ganadera tiene un muy bajo riesgo de incendios forestales. Son suelos mestizo-arcillosos donde los crecimientos esperables son de 25 a 30 ton/ha/año. De estas las primeras 100 hectáreas fueron cortadas en los años 2017/18, con lo que se compra un rebrote logrado y manejado (poda y raleo) y se pagará por los años hasta el corte (9 años) un DRS.

Otras 110 hectáreas son plantaciones del año 2007, con Eucalyptus Grandis a una densidad de 1.000 plantas por hectárea y que fueron podadas hasta los 5 metros de altura. El uso del suelo está incluido en el valor de compra. Otras 80 hectáreas plantadas en el año 2008, también con Eucalyptus Grandis a razón de 1.000 plantas por hectárea y con los mismos manejos de la plantación 2007. También está incluido el uso del suelo en el valor de compra.

Secuencia de trabajos:

Durante los 2 primeros años del PIPE se implantarán los campos a adquirir, mediante la preparación de suelos y plantación en el primer año y los cuidados hasta que se

establezca la plantación en el segundo. Posteriormente entre los siguientes 2 a 4 años, se realizarán los manejos silvícolas previstos, que son la poda baja, poda alta y raleos.

Durante el resto del ciclo no se realizarán más tareas sobre las plantaciones, y sólo se procurará mantener limpias las calles cortafuegos.

En las plantaciones compradas en pie no está prevista la realización de tareas silvícola hasta el corte, solo será necesario el mantenimiento de calles cortafuegos.

Formato de actividades:

Todas las actividades serán tercerizadas en contratistas de reconocida trayectoria en el sector. Esto incluye tanto las tareas relacionadas a la plantación, el manejo y el mantenimiento como así también a la cosecha de las plantaciones.

Flujo de cortes e ingresos:

En la proyección se contempla el corte de los lotes plantación 2007 de Ogai en el segundo año del proyecto (Año 2), mediante una venta de las 110 hectáreas distribuida en el año. En el tercer año (Año 3) se vende la plantación 2008 de Ogai, también a lo largo del año y siempre bajo el formato de venta en pie.

El próximo corte recién se realiza al llegar a turno los rebrotes de Ogai, lo que se proyecta se de en el Año 9 del proyecto.

Finalmente, las plantaciones a realizar en campos adquiridos en el marco del proyecto se estima cortarlas a los 10 años de plantadas (Año 11).

Adicionalmente se espera el ingreso de fondos a partir de los Aportes No Reintegrables (ANR) a recibir por el proyecto en el marco de la ley de Promoción forestal 25.080 y su prórroga 27.487, correspondientes a las actividades de plantación a cobrarse en el año 3 del proyecto y por podas y raleos en los años 4 y 5 del proyecto.

Destinos de la producción

Por su ubicación y los tipos de montes implantados y a plantar, la producción tendrá como principal destino los aserraderos de la zona de Concordia y Federación, y la madera fina para triturado para las plantas industriales de tableros de la zona o celulosa. También existe la posibilidad de que parte de la producción pueda ser comercializada para ser destinada a postes.

El formato previsto es venta en pie de las plantaciones, siendo a cargo del comprador las tareas de cosecha las que serán supervisadas por responsables del Fideicomiso.

ANEXO II: DICTAMEN DE CALIFICACIÓN

El Consejo de Calificación de Professional Rating Services ACR S.A. (ProRatings), Reg. CNV 726, reunido el 30 de septiembre de 2019, asignó la siguiente calificación:

Fideicomiso Financiero Inversión Forestal I	Monto USD	Calificación Asignada *	Perspectiva
Certificados de Participación (CP)	5.100.000	BBfe(arg) (INI)	Estable

BBfe(arg): implica riesgo crediticio relativamente vulnerable en relación a otros emisores o emisiones del mercado local. La capacidad de pago de las obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

** El agregado de "fe" a la categoría implica que se ha aplicado la metodología de calificación de Finanzas Estructuradas.*

La calificación otorgada se basa en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores al momento de su asignación, quedando sujeta a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones iniciales se encuentran identificadas con la abreviatura '(INI)'

Metodología utilizada: Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas aprobada por la Comisión Nacional de Valores bajo RESFC-2018-19353 del 8/2/2018.

Este informe debe leerse en forma conjunta con el Prospecto de emisión y Contrato de Fideicomiso.

Fuentes de información:

- Contrato de fideicomiso y prospecto de emisión de fecha 26/9/2019.
- Plan de Inversión, Producción y Estratégico (PIPE), suministrado por el organizador y el asesor financiero.
- Antecedentes de CIDEA S.R.L. como administrador y operador técnico:
- Opinión Legal preliminar suministrada por el asesor legal del fideicomiso.

Aunque la información del presente informe y/o artículo se considera precisa, puede contener imprecisiones técnicas o errores tipográficos. Asimismo, cualquier información o estimación vertida en el mismo puede ser modificada sin previo aviso. Se aconseja al público inversor verificar esta información en forma independiente, a los efectos de encontrarse en condiciones de tomar una decisión basada en la misma. Ni la información, ni las opiniones contenidas en el informe y/o artículo constituyen una oferta de servicios, publicidad, propaganda, difusión, invitación y/o recomendación por parte de Professional Rating Services Agente de Calificación de Riesgo S.A., para operar con valores negociables y/o prestar asesoramiento de servicios o inversión. Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, ni hacen referencia respecto de si es adecuado el precio de mercado. El destinatario de la información proporcionada deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en valores negociables y deberá basarse en la investigación personal que considere pertinente realizar. Las metodologías de calificación aplicadas se encuentran disponibles en la página web www.proratings.com.ar. Así como también el Código de Conducta y la Tabla de Honorarios. La reproducción o distribución total o parcial de este informe y/o artículo por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.