

Celulosa Argentina S.A. (Celulosa)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	C(arg)
ON Clase 10 de hasta US\$ 20 MM ampliable hasta US\$ 50 MM.	C(arg)
ON Clase 10 adicionales de hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM.	C(arg)
ON Clase 10 adicionales de hasta US\$ 7.5 MM ampliable hasta US\$ 15 MM.	C(arg)
ON Clase 12 por hasta US\$ 5 MM.	C(arg) (Corto Plazo)
ON Clase 13 por hasta US\$ 60 MM.	C(arg)
ON Clase 14 por hasta US\$ 5 MM ampliable hasta US\$ 20 MM.	C(arg)

Consolidado	31/08/2019	31/05/2019
(\$ miles constantes a agosto '19)	LTM	12 Meses
Total Activos	18.417.520	18.095.752
Deuda Financiera	8.642.371	7.331.317
Ingresos	12.235.312	12.678.218
EBITDA	1.815.486	2.141.125
EBITDA (%)	14,8	16,9
Deuda Total / EBITDA	4,8	3,4
Deuda Neta Total / EBITDA	4,7	3,2
EBITDA / Intereses	1,7	2,1

NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Analistas

Analista Principal

Cándido Pérez
 Analista
 +54 11 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Baja de calificación a C(arg) desde BB(arg): FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – bajó la calificación de largo plazo de emisor de Celulosa S.A. y de las ON Clase 10 a C(arg) desde BB(arg), como también la calificación de corto plazo de las ON Clase 12 a C(arg) desde B(arg), ante el anuncio de canje que propone la compañía para refinanciar los servicios de deuda (capital más intereses) por USD 62.8 millones correspondientes a las ON Clase 10 con vencimiento el 5 de diciembre del presente año. FIX revisará las calificaciones luego del canje de deuda, teniendo en cuenta la estructura de capital pro forma.

ON Clase 13 y 14: FIX asignó en C(arg) la calificación de las ON Clase 13 por hasta USD 60 millones y ON Clase 14 por USD 5 millones ampliable hasta USD 20 millones a ser emitidas por Celulosa S.A. que le permitirá a la compañía refinanciar las ON Clase 10 con vencimiento el 5 de diciembre del presente año. FIX entiende que una restructuración con un elevado grado de aceptación tendrá un impacto positivo en el perfil de vencimientos de la deuda que le permita continuar sus operaciones aunque con una menor flexibilidad financiera.

Débil posición de liquidez: A ago'19 Celulosa presentaba una posición de caja de \$ 200 millones con una deuda de corto plazo en torno a los \$ 6.500 millones, de los cuales \$ 3.645 millones corresponden al capital de la ON Clase 10 con vencimiento en dic'19. La compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez lo que la expone a mayores riesgos de refinanciación en contextos de baja liquidez en el mercado bancario y de capitales. FIX entiende que, de concretarse exitosamente el canje planteado por la compañía, la situación de liquidez de corto plazo de la compañía podría mejorar.

Métricas crediticias en proceso de mejora: Durante los doce meses finalizados en ago'19, la compañía logró reducir sus niveles de endeudamiento medidos en pesos ajustados por inflación a 4.8x desde 21.1x EBITDA en 2018, mientras que las coberturas de intereses con EBITDA mejoraron a 1.7x desde 0.5x. Todo esto a pesar de haber registrado un primer trimestre del año fiscal 2020 con una parada de planta en Capitán Bermúdez que redujo los volúmenes vendidos, las ventas reales y el margen de rentabilidad. FIX considera que de sostenerse la mejora en el perfil operativo, acompañado de precios internacionales de la pulpa en torno a USD 700 dólares por tonelada y de un tipo de cambio real competitivo, la compañía podría generar niveles de EBITDA entre USD 40 y 45 millones anuales lo que implicaría una relación de Deuda a EBITDA promedio de 3.5x y coberturas de intereses por encima de 2.0x para los próximos años.

Sólida posición competitiva local: Celulosa se constituye como uno de los principales productores en el mercado local de papel junto a Ledesma S.A. Ambas compañías detentan aproximadamente el 70% de participación de mercado. La industria de papel en Argentina exhibe precios, y costos superiores a otros países por cuestiones estructurales (costos laborales, fortaleza de sindicatos, y costos de transporte), no obstante, históricamente ha presentado un alto grado de proteccionismo tanto por barreras arancelarias como para arancelarias.

Sensibilidad de la calificación

La actual calificación incorpora la débil posición de liquidez en un contexto de crédito local restringido. La calificación podría verse presionada a la baja si la empresa no alcanza una reestructuración exitosa de las Obligaciones Negociables Clase 10 con vencimiento el próximo 5 de diciembre de 2019. En el caso que Celulosa incurra en un incumplimiento que no sea remediado dentro del período de establecido en los documentos de la deuda, colocaremos la calificación en 'D(arg)'.

Las calificaciones de emisor y de las ON Clase 13 y 14 podrían subir en caso de una reestructuración exitosa que implique una sensible mejora en el perfil de vencimientos y en la liquidez de la compañía.

Perfil del negocio

Celulosa es una compañía dedicada a la elaboración de pasta celulósica, papel y productos de madera. Sus principales productos incluyen papel para impresión, y escritura, estucados, y no estucados; papel para packaging, conversión y especiales y papel tissue.

La empresa cuenta con dos plantas de producción de celulosa y tres de papel, y un área forestal de aproximadamente 11.000 hectáreas, aunque aproximadamente 95% de las necesidades de madera son adquiridas a productores externos. La empresa cuenta con una fuerte presencia en el mercado local de papel, y en Uruguay a través de Fanapel.

Celulosa es propietaria y opera una planta de pasta celulósica y papel en Capitán Bermúdez (Provincia de Santa Fe). La compañía tiene una segunda planta de papel en Zárate (Provincia de Buenos Aires), que procesa pasta celulósica producida en la planta de Capitán Bermúdez.

Principales métricas por compañía del grupo

Apertura por subsidiaria al cierre del año fiscal 2019 ajustado por inflación										
Principales Subsidiarias	Part. (%)	Ventas	EBITDA	EBITDA (%)	Deuda	Caja y Eq.	Intereses	Deuda/ EBITDA	Deuda Neta/ EBITDA	EBITDA/ Intereses
CASA Individual		9.165.619	2.005.973	21,9%	6.247.766	307.642	1.050.122	3,1x	3,0x	1,9x
Casa Hutton	100%	790.053	50.831	6,4%	-	19.581	8.095	0,0x	-0,4x	6,3x
TC REY	98%	182.403	- 63.360	-34,7%	-	1.093	-	0,0x	0,0x	0,0x
Forestadora Tapebicúa	100%	873.865	- 6.057	-0,7%	42.268	8.509	10.353	-7,0x	-5,6x	-0,6x
Otras Subsidiarias		605.987	- 25.325	-4,2%	428.158	21.824	-	-16,9x	-16,0x	0,0x
CASA Consolidado		11.617.928	1.962.061	16,9%	6.718.192	358.648	941.954	3,4x	3,2x	2,1x

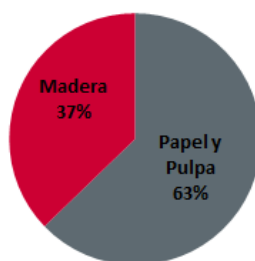
Fuente: Balances auditados al 31/05/2019. Cifras en miles de pesos constantes a mayo '19.

Celulosa individual genera el 79% de las ventas y más del 100% del EBITDA consolidados y, asimismo, posee el 93% de la deuda del grupo. Luego de la restructuración durante los últimos dos ejercicios, Fanapel se encuentra operando como una distribuidora de papeles y otros productos importados desde Celulosa Argentina S.A solo para cubrir la demanda interna de Uruguay, la cual no se espera que genere resultados positivos significativos hacia adelante.

Históricamente el volumen de ventas de papel y pulpa representó entre el 63% y el 66% del volumen de ventas de la compañía mientras que el resto corresponde a ventas de madera y dichos porcentajes varían según las condiciones de precios y demanda principalmente en el mercado local.

Volumen de Ventas por Segmento

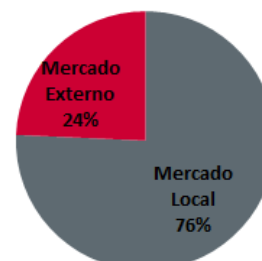
Año fiscal 2019 (en volumen)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Ventas de Papel y Pulpa por Mercado

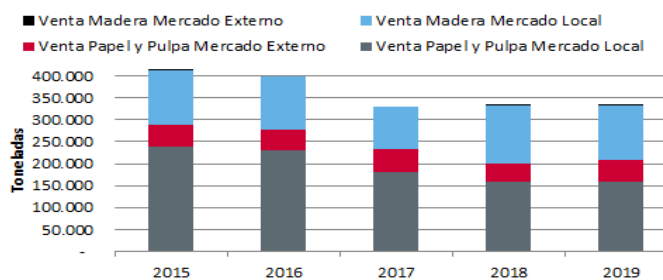
Año fiscal 2019 (en volumen)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Evolución de Volumen de Ventas por segmento

Años fiscales



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Subsidiaria Fanapel

Fanapel interrumpió las actividades productivas en la planta industrial localizada en Juan Lacaze. Los planes para la subsidiaria consisten en continuar comercializando papeles y otros productos importados en su mercado local (Uruguay). Actualmente, FIX estima que la generación de fondos de Fanapel cubre las necesidades operativas de la compañía y el pago de intereses de la deuda. En Oct'18 la compañía firmó un acuerdo de re-estructuración de su deuda bancaria en el cual cancelará los USD 11 millones adeudados, en 9 cuotas cuatrimestrales de USD 1.2 millones a partir de enero 2019.

En Dic'18 el Poder Ejecutivo de Uruguay decidió iniciar el proceso de expropiación de la planta y el predio de Fanapel en Juan Lacaze, Departamento de Colonia, debido a la ampliación del puerto de esa localidad. Dichos fondos podría ser destinado al pago de la totalidad de la deuda de Fanapel.

Riesgo del sector

La empresa se encuentra expuesta a la volatilidad de los precios internacionales del papel y de la celulosa. En el caso de Argentina, la industria local presenta un elevado grado de proteccionismo, lo que mitiga la estructura de altos costos que Celulosa Argentina detenta, principalmente costos de transporte y laborales.

La compañía presenta un moderado descalce de moneda, ya que su estructura de costos tiene un componente de costos denominados en moneda local, mientras que los precios de venta, principalmente de pulpa, muestran una fuerte correlación con el tipo de cambio. Atrasos cambiarios afectan la habilidad de la empresa a exportar, mientras que un tipo de cambio real elevado es positivo para su rentabilidad en el mediano plazo.

Posición competitiva

La industria de papel en Argentina exhibe precios, y costos superiores a otros países por cuestiones estructurales (costos laborales, fortaleza de sindicatos, y costos de transporte), no obstante, históricamente ha presentado un alto grado de proteccionismo tanto por barreras arancelarias como para arancelarias.

Celulosa se constituye como uno de los principales productores en el mercado local de papel junto a Ledesma S.A. Ambas compañías detentan conjuntamente el 70% de participación de mercado.

Dadas las características del papel que la compañía produce tiene la posibilidad de volcar el excedente de producción al mercado externo, aunque con precios hasta 30% inferiores, mientras que el resto de los participantes locales no pueden hacerlo. La participación de papeles importados también depende de la política gubernamental sobre importaciones y permisos a las mismas.

Administración y calidad de los accionistas

Celulosa es una empresa con oferta pública de acciones. Su capital se compone de 360.625 acciones no endosables con derecho a 5 votos por acción y 10.093.818.443 acciones no endosables con derecho a 1 voto por acción. En el año 2007 el grupo Tapebicuá, tomó control de la compañía y reorganizó su estructura corporativa.

Los balances son auditados por contadores externos independientes bajo normas NIIF.

Factores de riesgo

Riesgo de descalce en el segmento de Papel: FIX considera que la compañía presenta un moderado riesgo de descalce en el segmento de papel dado que los principales costos de Celulosa están valuados en dólares, mientras que el traspaso a precios en el mercado de papel local no es inmediato. Este riesgo se ve parcialmente mitigado por la flexibilidad operativa de la empresa a cambiar su mix de producción hacia pulpa o con mayor orientación al mercado externo.

Exposición a cambios regulatorios: En el mercado local, los precios poseen una prima sobre los precios de exportación. Dado el reducido volumen de la compañía, su estructura de costos es ineficiente en comparación con la de líderes regionales, principalmente de Brasil. Modificaciones en los aranceles externos comunes y convenios comerciales, podrían afectar negativamente la rentabilidad de la empresa.

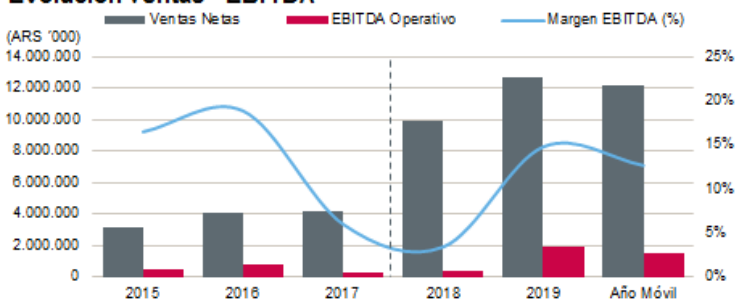
Liquidez Ajustada: La compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez lo que la expone a mayores riesgos de refinanciación en contextos de baja liquidez en el mercado bancario y elevadas tasas de interés. FIX considera que este riesgo se ve mayormente mitigado por la posición competitiva de Celulosa en el mercado local y por la industria en la que opera.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En los últimos doce meses a ago'19, Celulosa presentó ventas y EBITDA por \$ 12.235 millones y \$ 1.552 millones respectivamente, lo que significó un margen del 13%. Mientras que durante el ejercicio fiscal 2019 finalizado en mayo, reportó ventas y EBITDA por \$ 12.678 millones, \$ 1.878 y un margen del 15%. Esta caída en la rentabilidad se debió principalmente a que en el primer trimestre del año fiscal 2020 (junio y julio 2019) la compañía realizó una parada de planta por mantenimiento en su predio de Capitán Bermúdez reduciendo en un 20% el volumen de producción de papeles de impresión y escritura, papeles tissue y pulpa de eucaliptus. Durante 2019, la mejora en el EBITDA provino de una recuperación de los precios de pulpa y papel a nivel mundial y de la fuerte devaluación del peso frente al dólar. FIX estima que de sostenerse una política con tipo de cambio real competitivo, la compañía podrá presentar márgenes de entre el 15% y 18% en los próximos años.

Evolución Ventas - EBITDA

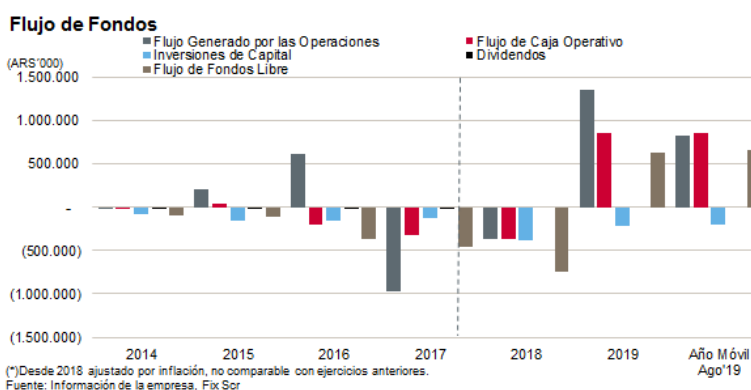


(*) Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

Durante los ejercicios fiscales 2018 y 2017, Celulosa presentó una débil generación de EBITDA y Flujo Generado por las Operaciones (FGO) negativo debido principalmente a una deteriorada demanda en el mercado local, a bajos precios internacionales de la pulpa presionados por un mercado mundial sobreofertado y a la restructuración de su subsidiaria Fanapel en Uruguay. No obstante, el EBITDA y el FGO de los últimos tres trimestres muestran una importante mejora debido una tendencia positiva en el precio de la pulpa internacional y de la devaluación del peso frente al dólar.

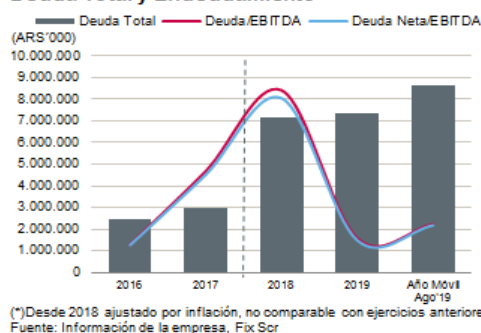
En los 12 meses a ago'19, Celulosa presentó un EBITDA de \$ 1.815 millones y un FGO positivo en \$ 863 millones. Hacia adelante, FIX estima que, dado un tipo de cambio real más favorable acompañado de precios internacionales estables, la compañía genere un EBITDA de entre USD 40-45 millones anuales y un Flujo de Fondos Libres positivo con un nivel de inversiones de mantenimiento entre los USD 1-3 millones.



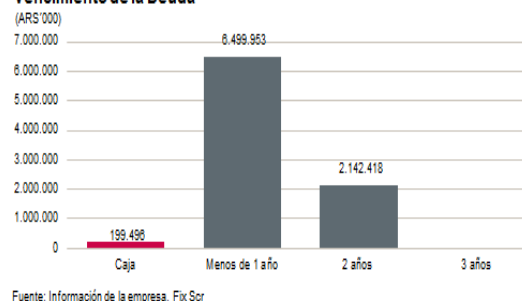
Liquidez y estructura de capital

Al cierre de agosto 2019, la deuda consolidada de Celulosa era de \$ 8.642 millones, 93% concentrada en Celulosa individual y compuesta por Obligaciones Negociables con vencimientos en noviembre y diciembre de 2019 (47%), préstamos garantizados (46%), prefinanciación de exportaciones (1%) y Otros (6%).

Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda



Durante los doce meses finalizados en ago'19, la compañía logró reducir sus niveles de endeudamiento medidos en pesos ajustados por inflación a 5.6x desde 21.1x EBITDA en 2018, mientras que las coberturas de intereses con EBITDA mejoraron a 1.5x desde 0.5x. Todo esto a pesar de haber registrado un primer trimestre del año fiscal 2020 con una parada de planta en Capitán Bermúdez que redujo los volúmenes vendidos, las ventas reales y el margen. FIX considera que de sostenerse la mejora en el perfil operativo, acompañado de precios internacionales de la pulpa en torno a USD 700 dólares por tonelada y de un tipo de cambio real competitivo, la compañía podría generar niveles de EBITDA entre USD 40 y 45 millones anuales lo que implicaría una relación de Deuda a EBITDA promedio de 3.5x y coberturas de intereses por encima de 2.0x para los próximos años.

Celulosa se encuentra expuesta a un alto riesgo de refinanciación. Históricamente, la compañía ha logrado desenvolverse bajo una estructura de capital caracterizada por una alta concentración de deuda en el corto plazo, que en el actual contexto de restricción de liquidez, ausencia de mercados y altas tasas de interés, la compañía propone un canje de las ON Clase 10 por las ON clase 13 y 14, que mejoraría sensiblemente su perfil de vencimientos.

A ago'19 Celulosa presentaba una posición de caja de \$ 200 millones con una deuda de corto plazo en torno a los \$ 6.500 millones, de los cuales \$ 3.645 millones corresponden al capital de la ON Clase 10 con vencimiento en dic'19. La compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez lo que la expone a mayores riesgos de refinanciación en contextos de baja liquidez en el mercado bancario y de capitales. FIX entiende que, de concretarse exitosamente el canje planteado por la compañía, la situación de liquidez de corto plazo de la compañía podría mejorar.

Liquidez - Celulosa S.A.

Indicadores Crediticios	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Año Móvil Ago'19
EBITDA / Deuda CP	0,3	0,7	0,6	0,2	0,1	0,3	0,2
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,3	0,8	0,6	0,2	0,2	0,4	0,3
Deuda Total / EBITDA	6,5	2,6	3,2	11,7	21,1	3,9	5,6

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX entiende que Celulosa presenta un alto riesgo de refinanciación en el contexto actual de crédito restringido, altas tasas de interés, que afecta a todas las empresas del sector privado no financiero, por lo que la flexibilidad financiera de la compañía ha venido erosionándose, a pesar de mostrar mejoras en la rentabilidad, generación de fondos y menor nivel de apalancamiento. Celulosa ha venido renegociando exitosamente importantes vencimientos de préstamos con importantes contrapartes privadas.

En este caso la compañía anuncio un canje por el vencimiento de las ON Clase 10 con un servicio de deuda (capital más intereses) por USD 62.8 millones donde busca la extensión de los plazos a 66 meses, una tasa de interés del 10% fija en dólares, amortizaciones crecientes de capital a partir del tercer trimestre (desde el 2.5% al 8%), una amortización adicional condicional o "cash sweep" cuando Celulosa supere los USD 42 millones de EBITDA en el año fiscal y una prima de capital que va desde el 5% al 1% del valor nominal original dependiendo de la fecha de aceptación del canje.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de Junio de 2012, Celulosa ha adoptado las normas internacionales de información financiera, en línea con la Resolución General N° 562/09.

Resumen Financiero - Celulosa S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Mayo)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda			
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	NIIF	NIIF	NIIF
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	ago-19	2019	2018	2017	2016	2015
Período	Últ. 12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		239,61	219,57	219,57			
Coefficiente de actualización		239,61	239,61	239,61			
Ratio de ajuste		1,00	1,09	1,09			
Rentabilidad							
EBITDA Operativo		1.815.486	160.273	2.141.125	339.122	252.569	776.594
EBITDAR Operativo		1.815.486	160.273	2.141.125	339.122	252.569	776.594
Margen de EBITDA		14,8	5,9	16,9	3,4	6,0	18,9
Margen de EBITDAR		14,8	5,9	16,9	3,4	6,0	18,9
Margen del Flujo de Fondos Libre		5,4	1,9	5,0	(7,6)	(10,9)	(9,1)
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos		1,8	(0,5)	2,3	0,5	(1,7)	3,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos		1,7	0,6	2,1	0,5	0,7	2,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)		1,7	0,6	2,1	0,5	0,7	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda		0,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda		0,2	0,0	0,3	0,1	0,1	0,5
FGO / Cargos Fijos		1,8	(0,5)	2,3	0,5	(1,7)	3,1
FFL / Servicio de Deuda		0,2	0,2	0,3	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO		4,6	(15,8)	3,1	22,5	(4,8)	2,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA		4,8	13,5	3,4	21,1	11,7	3,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA		4,7	13,2	3,2	20,1	11,3	3,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo		4,8	13,5	3,4	21,1	11,7	3,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo		4,7	13,2	3,2	20,1	11,3	3,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)		75,2	75,2	75,0	38,0	52,1	54,4
Balance							
Total Activos		18.417.520	18.417.520	18.095.752	16.681.965	6.361.983	5.345.412
Caja e Inversiones Corrientes		199.496	199.496	391.379	310.850	102.878	27.528
Deuda Corto Plazo		6.499.953	6.499.953	5.496.259	2.714.711	1.540.533	1.350.497
Deuda Largo Plazo		2.142.418	2.142.418	1.835.058	4.427.565	1.417.564	1.131.359
Deuda Total		8.642.371	8.642.371	7.331.317	7.142.276	2.958.097	2.481.856
Deuda asimilable al Patrimonio		0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio		8.642.371	8.642.371	7.331.317	7.142.276	2.958.097	2.481.856
Deuda Fuera de Balance		0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio		8.642.371	8.642.371	7.331.317	7.142.276	2.958.097	2.481.856
Total Patrimonio		3.630.050	3.630.050	4.918.397	4.371.576	1.478.636	1.409.089
Total Capital Ajustado		12.272.421	12.272.421	12.249.714	11.513.851	4.436.733	3.890.945
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)		829.234	(426.923)	1.356.031	(370.726)	(972.681)	611.916
Variación del Capital de Trabajo		33.646	536.486	(502.840)	126	647.322	(817.850)
Flujo de Caja Operativo (FCO)		862.880	109.563	853.191	(370.600)	(325.359)	(205.934)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total		0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital		(204.398)	(57.691)	(222.011)	(378.521)	(120.407)	(158.917)
Dividendos		0	0	0	0	(13.881)	(7.852)
Flujo de Fondos Libre (FFL)		658.482	51.872	631.180	(749.121)	(459.647)	(372.703)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto		66.548	14.194	57.447	402.786	533.933	830
Otras Inversiones, Neto		(33.611)	(31.304)	(30.871)	312.025	(151.509)	4.520
Variación Neta de Deuda		(737.619)	(212.222)	(483.441)	149.790	150.702	369.680
Variación de Caja		(46.199)	(177.460)	174.316	115.481	73.479	(26.850)
Estado de Resultados							
Ventas Netas		12.235.312	2.735.057	12.678.218	9.907.467	4.213.300	4.114.724
Variación de Ventas (%)		N/A	(13,9)	28,0	N/A	2,4	28,8
EBIT Operativo		948.914	(39.631)	1.278.997	339.122	853	571.803
Intereses Financieros Brutos		1.045.135	290.185	1.027.920	688.247	358.115	288.539
Alquileres		0	0	0	0	0	0
Resultado Neto		(1.151.354)	(1.396.442)	(1.215.961)	(1.290.527)	(1.246.007)	(88.048)

(*) Moneda constante a Agosto 2019

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera.
- MM: Millones.

Anexo III. Características de los instrumentos.

Obligación Negociable Clase 10

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 20 MM ampliable hasta US\$ 50 MM.
Monto Emisión:	US\$ 40.000.943
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	5 de diciembre de 2016.
Fecha de Vencimiento:	5 de diciembre de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	9,5% nominal anual
Cronograma de Pago de Intereses:	05/06/2017, 05/12/2017, 05/06/2018, 05/12/2018, 05/06/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Destino de los fondos:	NA
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable adicionales Clase 10

Monto Autorizado:	De hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM
Monto Emisión:	US\$ 10.800.485
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	21 de junio de 2017.
Fecha de Vencimiento:	5 de diciembre de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	9,5% nominal anual
Cronograma de Pago de Intereses:	05/12/2017, 05/06/2018, 05/12/2018, 05/06/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Destino de los fondos:	NA
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable adicionales Clase 10

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 7.5 MM ampliable hasta \$ 15 MM
Monto Emisión:	US\$ 9.144.232
Moneda de Emisión:	Dólares americanos
Fecha de Emisión:	23 de enero de 2018,
Fecha de Vencimiento:	05 de diciembre de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	9,5% nominal anual
Cronograma de Pago de Intereses:	05/06/2018, 05/12/2018, 05/06/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Destino de los fondos:	NA
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 12

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones.
Monto Emisión:	USD 3,5 millones.
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	4 de junio de 2019.
Fecha de Vencimiento:	29 de noviembre de 2019.
Amortización de Capital:	Serán amortizadas en 3 cuotas consecutivas, las primeras dos equivalentes al 33% y la tercera del 34%. El capital se abonará desde el mes 4 (29 de septiembre de 2019) al 6 (29 de noviembre de 2019).
Intereses:	10% anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensualmente.
Destino de los fondos:	Refinanciación de la ON Clase 11.
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 13

Monto Autorizado:	Por hasta USD 60 millones.
Monto Emisión:	A definir
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	04 de junio de 2025.
Amortización de Capital:	La amortización de capital se plantea en 20 cuotas. Los primeros dos trimestres no amortizará capital. Desde el tercer hasta el sexto trimestre abonará el 2,5% del valor nominal, desde el séptimo al décimo trimestre cancelará el 4% del valor nominal, desde el decimoprimer hasta el decimocuarto trimestre amortizará el 5% del valor nominal, desde el decimoquinto hasta el decimoctavo trimestre la abonará el 5,5% del valor nominal ; y desde el decimonoveno hasta el 22 trimestre el 8% del valor nominal.
Intereses:	10% anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente.
Destino de los fondos:	Refinanciación de la ON Clase 10 y 12.
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Amortización Adicional Condicional (Cash Sweep):	Si, a partir de los estados financieros anuales consolidados y auditados, el EBITDA resultare superior a USD 42 millones o (EBITDA Target), Celulosa destinará el 20% de la diferencia entre el EBITDA obtenido y el EBITDA Target para amortizar, total o parcialmente, las Obligaciones Negociables Clase 13 y Clase 14 en igualdad de condiciones, desde la última cuota pendiente de cancelación.
Integración / Canje:	Integración total mediante entrega de ON Clase 10 o Clase 12 conforme la relación de canje correspondiente al momento de efectuar el mismo. Por cada USD 1 de V/N de ON Clase 10 entregados, el inversor recibe UDS 1,05 de V/N de ON Clase 13 si lo hace en suscripción temprana (desde el 8/11/2019 al 15/11/2019), UDS 1,03 de V/N de ON Clase 13 si lo hace en suscripción intermedia (desde el 19/11/2019 al 22/11/2019) y de UDS 1,01 de V/N de ON Clase 13 si lo hace en suscripción tardía (desde el 25/11/2019 al 29/11/2019).

Obligación Negociable Clase 14

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable hasta USD 20 millones.
Monto Emisión:	A definir
Moneda de Emisión:	Dólares americanos al tipo de cambio aplicable
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	05 de junio de 2025.
Amortización de Capital:	La amortización de capital se plantea en 20 cuotas. Los primeros dos trimestres no amortizará capital. Desde el tercer hasta el sexto trimestre abonará el 2,5% del valor nominal, desde el séptimo al décimo trimestre cancelará el 4% del valor nominal, desde el decimoprimer hasta el decimocuarto trimestre amortizará el 5% del valor nominal, desde el decimoquinto hasta el decimoctavo trimestre la abonará el 5,5% del valor nominal ; y desde el decimonoveno hasta el 22 trimestre el 8% del valor nominal.
Intereses:	A licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Refinanciación de la ON Clase 10.
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Amortización Adicional Condicional (Cash Sweep):	Si, a partir de los estados financieros anuales consolidados y auditados, el EBITDA resultare superior a USD 42 millones o (EBITDA Target), Celulosa destinará el 20% de la diferencia entre el EBITDA obtenido y el EBITDA Target para amortizar, total o parcialmente, las Obligaciones Negociables Clase 13 y Clase 14 en igualdad de condiciones, desde la última cuota pendiente de cancelación.
Suscripción e integración:	La suscripción e integración será efectuada en Pesos al tipo de cambio de integración (promedio aritmético simple de los últimos tres (3) Días Hábiles previos a la Fecha de Cálculo correspondiente del tipo de cambio determinado y publicado por el BCRA mediante la Comunicación "A" 3500).

Anexo IV. Dictamen de calificación.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, reunido el **6 de noviembre de 2019**, bajó a **C(arg)** desde **BB(arg)** la calificación de Emisor de Celulosa Argentina S.A. y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- ON Clase 10 de hasta US\$ 20 MM ampliable hasta US\$ 50 MM.
- ON adicionales Clase 10 de hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM.
- ON adicionales Clase 10 de hasta US\$ 7.5 MM ampliable hasta US\$ 15 MM.

Así mismo, la calificación de corto plazo de las ON Clase 12 por hasta US\$ 5 millones se bajó a **C(arg)** desde **B(arg)** de corto plazo.

En el mismo consejo de calificación, se asignó la calificación en **C(arg)** a las ON Clase 13 por hasta US\$ 60 millones y Clase 14 por hasta US\$ 5 millones ampliables hasta US\$ 20 millones a ser emitidas por la compañía.

C(arg): "C" nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Es inminente el incumplimiento a menos que el entorno económico y de negocios se desarrolle en forma favorable y sostenida.

C(arg) de corto plazo: Indica una alta incertidumbre en cuanto a la capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones dentro del mismo país. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende del desarrollo favorable y sostenido del ambiente económico y operativo.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa pública:

- Balance al 31/08/19 (3 meses), disponible en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte& Co S.R.L.
- Suplemento de prospecto, Clase 10 disponible en www.cnv.gob.ar del 18/11/2016.
- Suplemento de prospecto, Clase 10 adicionales y Clase 11 disponible en www.cnv.gob.ar del 8/06/2017.
- Suplemento de precio Clase 10 adicionales disponible en www.cnv.gob.ar del 10/01/2018.
- Suplemento de precio Clase 12 disponible en www.cnv.gob.ar del 24/05/2019.
- Suplemento de precio Clase 13 preliminar provisto por el emisor.
- Suplemento de precio Clase 14 preliminar provisto por el emisor.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y

ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.