

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	BBB+(arg)
ON Clase 20	BBB+(arg)
ON Clase 21	BBB+(arg)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Celulosa Argentina S.A.		
Consolidado	29/02/24	31/05/23
(\$ millones constantes a febrero 2024)	Año móvil	12 Meses
Total Activos	263.304	252.208
Deuda Financiera	97.564	84.924
Ingresos	279.111	260.476
EBITDA	63.786	47.039
EBITDA (%)	22,9	18,1
Deuda Total / EBITDA (x)	1,5	1,8
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	1,4	1,6
EBITDA / Intereses (x)	3,6	2,8

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresa Argentinas, diciembre 2023.](#)

Analistas

Analista Principal
Homero Gutiérrez
Analista Senior
homero.gutierrez@fixscr.com
+54 11 5235 8110

Analista Secundario
Pablo Deutesfeld
Diretor Asociado
pablo.deutesfeld@fixscr.com
+54 11 5235 8110

Responsable del Sector
Cecilia Minguillón
Director Senior
cecilia.minguillon@fixscr.com
+54 11 5235 8123

Celulosa Argentina S.A. (CASA)

Factores Relevantes de la Calificación

Asignación de calificación: La calificación se sustenta en la generación de EBITDA estimada en USD 60 millones para el ejercicio 2024 - (USD 75 millones a febrero 2024 año móvil) logrando el margen por encima de lo esperado, por la mejora de eficientización de la producción, por la inversión realizada durante 2023, sumado a los buenos precios del papel y previendo a futuro una estabilización de la producción con EBITDA estimado en el rango de USD40/45 millones y un servicio de deuda anual estimado en aproximadamente USD 15 millones para los próximos 3 años, presentando ratios de EBITDA / Intereses Financieros en torno a 2,5x (3,6x a febrero 2024 - año móvil).

Mejora en la generación de fondos: Luego de los años de pandemia durante los cuales la empresa vio afectada su generación de fondos, Celulosa durante los 2 últimos ejercicios logró una fuerte mejora en la generación de fondos ante el cambio de tendencia de precios y mayores eficiencias en la producción reflejando a febrero 2024 (año móvil) un EBITDA de USD 75 millones, incremental en el tercer trimestre del ejercicio ya que el primer semestre se vio afectada por la parada de planta. Por su parte, la deuda financiera de la compañía era a febrero 2024 de aproximadamente USD 115 millones, de los cuales USD 14 millones eran con empresas del grupo.

Descalce de moneda: La compañía presenta un significativo descalce de moneda con generación de fondos concentrados mayormente en el mercado doméstico y la mayor parte de la deuda en moneda extranjera, lo cual podría deteriorar las métricas ante la desvalorización fuerte del peso frente al dólar. Sin embargo, mitiga este riesgo el hecho de que todos los productos de CASA están vinculados a precios en dólares por ser Argentina un importador neto de todos los productos que comercializa la empresa. En la devaluación de diciembre 2023, CASA pudo trasladar gran parte a precios.

Situación de deuda financiera: La deuda financiera de la empresa a febrero 2024 era de USD 115 millones, de los cuales USD 14 millones eran deuda con empresas relacionadas que si bien se encuentra consignada como deuda de vencimiento corriente, la misma es de muy baja exigibilidad, USD 46 millones correspondientes a Obligaciones Negociables, deuda con entidades financieras por el equivalente de USD 25 millones y con Rabobank por USD 30 millones, y que durante 2023, otorgó una línea de crédito adicional por USD 13 millones que CASA mantiene USD 4 millones disponibles a la fecha luego del desembolso de USD 9 millones. Dentro de la deuda comercial existen compromisos por financiamiento de importaciones de maquinarias por el equivalente de USD 6,2 millones.

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 80% 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 calificación actual, dada la limitada flexibilidad de la compañía, se encuentra expuesta a factores externos claves que pueden afectar su perfil crediticio como movimientos abruptos del tipo de cambio, que pudieran hacer que demore el traslado a precios, como también, cierta sensibilidad a variables operativas que pudieran comprometer la estabilidad de la

producción de las plantas y regulaciones gubernamentales que protegen en cierta medida la competencia de productos importados. FIX considera que la calificación de la compañía se vería presionada en caso de que Celulosa no logre generar los flujos operativos para afrontar las amortizaciones de capital de la deuda reestructurada, el pago de intereses, las inversiones de capital necesarias o la falta de capacidad de poder renovar sus compromisos de corto plazo.

La presente calificación incorpora una mejora en el desempeño operativo y financiero de la entidad. FIX entiende que Celulosa Argentina S.A. está atravesando un ciclo de precios muy favorable, y su posición está consolidada. Adicionalmente, anticipa que si este contexto es aprovechado para mejorar su estructura de capital y su flexibilidad financiera, podría redundar en una revisión favorable de la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada flexibilidad financiera: A febrero 2024 (año móvil), el ratio de Deuda Total / EBITDA era de 1,5x (1,8x a mayo 2023) mientras que las coberturas de intereses con EBITDA representaron a 3,6x (2,8x a mayo 2023). Al cierre de febrero 2024, la deuda consolidada de Celulosa era cercana a los USD 115 millones, de los cuales aproximadamente USD 14 millones corresponde a deuda financiera con las vinculadas, que si bien está contabilizada en el corto es plazo, es deuda que se viene renovando y de acuerdo con lo manifestado por la compañía, no será exigible en el corto plazo. De los USD 101 millones de deuda financiera con Bancos y ON, las ON son equivalentes a USD 46 millones de los cuales USD 30 millones tienen vencimiento de corto plazo. La liquidez es adecuada, con EBITDA más disponibilidades cubriendo 100% de la deuda de corto plazo.

Perfil del Negocio

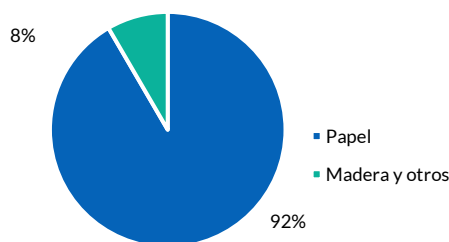
Celulosa es una compañía dedicada a la elaboración de pasta celulósica, papel y productos de madera. Sus principales productos incluyen papel para impresión, y escritura, estucados, y no estucados; papel para packaging, conversión y especiales y papel tissue.

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.

El volumen de ventas de papel y pulpa representó en los últimos años entre el 85% y el 94% 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 y en los últimos años se vio reducirse considerablemente la participación de las ventas de maderas.

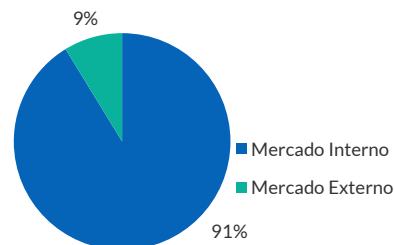
La empresa cuenta con dos plantas de producción de celulosa y tres de papel. La empresa cuenta con una fuerte presencia en el mercado local de papel.

Ventas por segmento en dolares a feb 24 (9 meses)



Fuente: Información de la empresa, Fix SCR

Ventas por mercado en dólares a feb 2024 (9 meses)



Fuente: Información de la empresa, Fix SCR

Subsidiaria Fanapel

Fanapel interrumpió las actividades productivas en la planta industrial localizada en Juan Lacaze, Uruguay. La subsidiaria se encuentra en la búsqueda de alternativas para la venta de sus activos inmuebles, pero por la naturaleza de los mismos, resulta en un plazo incierto de realización, esto implica un riesgo contingente para Celulosa Argentina S.A.

En diciembre 2023 Fanapel firmó una adenda con la mayoría de los Bancos, Scotia Bank Uruguay S.A., HSBC Bank (Uruguay) S.A., Banco Bandes Uruguay S.A., y Banque Heritage (Uruguay) S.A. a 4 años. El acuerdo se firmó por US\$ 6,6 MM. Banco de la República Oriental del Uruguay firmó a 2 años, pero mantienen el mandato de venta de la planta.

Factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)

Los principales factores ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de la Industria incluyen un adecuado Sistema de Gestión Ambiental y Social vinculado a las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) directas e indirectas en toda su cadena de valor, el uso de energía (intensidad, eficiencia e incorporación de uso de fuentes renovables de energía, etc.), control de la calidad del aire y efluentes y el tratamiento de residuos y materiales peligrosos. Se analiza cómo se gestionan los recursos naturales y demás insumos para los procesos productivos, como el agua (con especial énfasis en zonas de stress hídrico). Dependiendo el tipo de industria, se considera el riesgo climático en la disponibilidad de los insumos en la cadena de valor, así como la trazabilidad en términos de materia prima sensible para identificar potenciales impactos en la biodiversidad.

A su vez, se evalúa la gestión del riesgo de incidentes críticos y las políticas laborales que incluyan condiciones de contratación y medidas de seguridad adoptadas en los procesos productivos. También se considera el cumplimiento de normativas y leyes pertinentes al sector industrial, respecto a habilitaciones y adecuadas condiciones laborales, incluyendo la capacitación y los niveles de rotación.

También resulta material para el crédito los riesgos y oportunidades derivados de potenciales cambios en la demanda hacia una mayor demanda de procesos productivos con tecnologías eficientes y productos sustentables (packaging, reciclables, menor contenido de materiales plásticos, productos más saludables y/o sustentables, etc.), nuevos canales de comercialización y consumidores, así como por nuevas regulaciones y condiciones de producción.

En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo se evalúa la independencia del directorio, su compromiso con la sustentabilidad, los mecanismos de control y toma de decisiones, la transparencia y la trayectoria de la compañía. También resulta significativo el reporte y seguimiento frecuente de métricas de gestión ESG y la comunicación transparente con los inversores y partes interesadas. Se consideran las emisiones de Bonos Temáticos o préstamos vinculados a proyectos con impacto ambiental y/o social positivo o vinculados a KPIs que mejoran la sustentabilidad del emisor.

Adicionalmente Celulosa Argentina S.A. presenta la certificación FSC, cuenta con créditos con Rabobank vinculado a KPIs socio-medioambientales y presenta reportes de Sustentabilidad.

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 los efectos de la estructura de altos costos que Celulosa Argentina detenta, principalmente costos de transporte, energéticos 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 las empresas a exportar, mientras que variaciones abruptas en el tipo de cambio, pueden derivar en un traspaso más lento a precios que el

incremento en sus costos importando, afectando márgenes. Fuertes apreciaciones del tipo de cambio también pueden afectar los márgenes por la incidencia de costos en moneda local.

A marzo 2024, se encuentran cerrando los contratos de energía, que implicarían un ahorro en los costos de aprox. el 50% en relación a los precios del año anterior.

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 80% 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. La participación de papeles importados también depende de la política gubernamental sobre importaciones y permisos a las mismas.

Administración y Calidad de 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 Tapebicúa, tomó control de la compañía y reorganizó su estructura corporativa.

Los balances son auditados por contadores externos independientes.

Factores de Riesgo

Riesgo de descalce de moneda 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. Esto se vio reflejado con la reciente devaluación del tipo de cambio de diciembre 2023, logrando un traslado a precios del 60% a enero 2024, y el total a marzo 2024. Adicionalmente, la mayoría de la deuda de la compañía se encuentra denominada en dólares o dólar-linked.

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.

Perfil Financiero

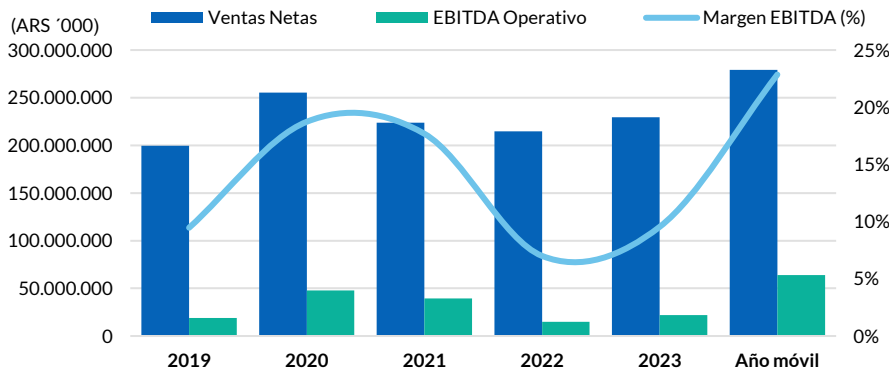
Rentabilidad

En los últimos doce meses a febrero 2024, CASA presentó ventas y EBITDA por \$ 279.110 millones y \$ 63.786 millones respectivamente, lo que significó un margen del 22,9 %. Se observa una mejora en los ingresos y una leve disminución de los costos que compara favorablemente en relación al cierre anual en mayo 2023 con ingresos por \$ 260.475 millones, EBITDA por \$ 47.039 millones y un margen del 18.1%. En términos de volumen respecto del mismo periodo de 9 meses a 2022 se observa una caída del 7% en las ventas, aunque el nivel de producción de papel se incrementó a 125.634 toneladas con un crecimiento del 8% en dicho periodo. La mayor productividad en conjunto con leve reducción de costos impactó en forma favorable sobre la rentabilidad.

FIX espera que la compañía podrá generar niveles de EBITDA cercanos a los USD 60 millones para el ejercicio a mayo 2024, debido a la eficiencia en costos, producto de la inversión de mantenimiento que le permitió estabilizar la producción a partir de octubre

2022. Hacia adelante FIX espera que la compañía presente un EBITDA normalizado en el rango de los USD 40/45 millones.

Evolución Ventas - EBITDA

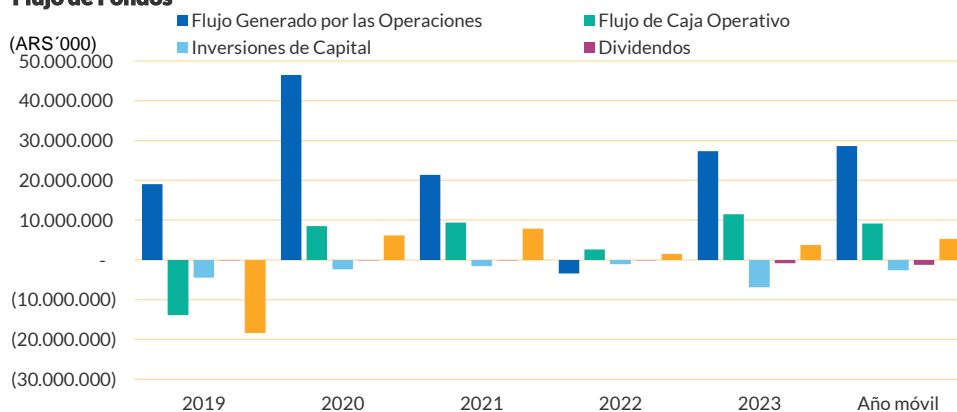


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

CASA a febrero 2024 (año móvil), presentó un FGO (flujo generado por las operaciones) positivo por USD 34 millones, que con niveles de inversiones de capital por USD 3 millones, variación de capital de trabajo negativo por USD 23 millones, y dividendos por USD 1,5 millones, le significaron un FFL (flujo de fondos libres) positivo por USD 6,3 millones. Hacia adelante, FIX estima que, a pesar de producirse una disminución de los precios internacionales relativamente elevados de 2021 y 2022, llegando a picos entre US\$ 850 y US\$ 900, podría estabilizarse el precio en torno a US\$ 650, sumado a mejoras en costos de producción, producto de la inversión en planta realizada y mayor estabilidad operativa de la misma, le permitiría continuar con buena generación de FGO y de Flujo de Fondos Libres.

Flujo de Fondos



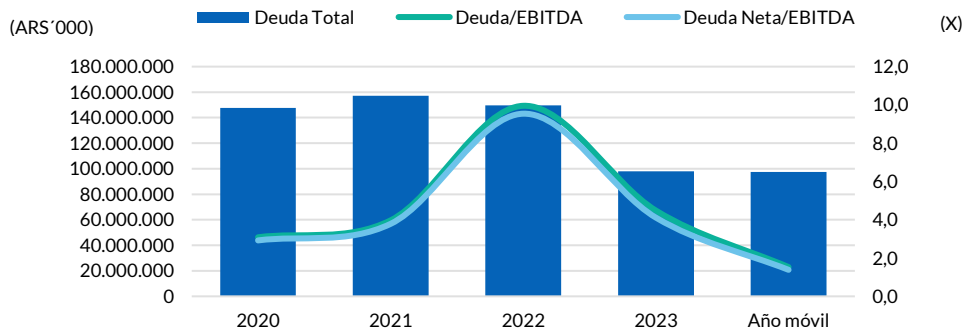
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

La deuda financiera de la empresa a febrero 2024 era de USD 115 millones, de los cuales USD 14 millones eran deuda con empresas relacionadas que si bien se encuentra consignada como deuda de vencimiento corriente, la misma es de muy baja exigibilidad, USD 46 millones correspondientes a Obligaciones Negociables, deuda con entidades financieras por el equivalente de USD 25 millones y con Rabobank por USD 30 millones, y que durante 2023, otorgó una línea de crédito adicional por USD 13 millones que CASA mantiene USD 4 millones disponibles a la fecha luego del desembolso de USD 9 millones. La deuda financiera se distribuye en préstamos bancarios de corto y largo plazo por 54.5% y Obligaciones

Negociables por 45.5%. Dentro de la deuda comercial existen compromisos por financiamiento de importaciones de maquinarias por el equivalente de USD 6,2 millones.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En términos de dólares, la compañía redujo su endeudamiento desde USD 178 millones al cierre del ejercicio 2018 al nivel de USD 101 millones, sin incluir la deuda con empresas vinculadas por USD 14 millones a febrero 2024.

FIX considera que de sostenerse la mejora en el perfil operativo, acompañado de precios internacionales de la pulpa y de las mejoras de costos y de estabilidad de producción, la compañía podría continuar con niveles de EBITDA en el rango de los USD 40/45 millones anuales para el segundo semestre de 2024, lo que implicaría continuar con la mejora gradual en la relación de Deuda a EBITDA promedio a niveles cercanos a 2.5x y coberturas de intereses en torno a 3x para los próximos años.

Al cierre de febrero 2024, la deuda consolidada de Celulosa era cercana a los USD 115 millones, de los cuales USD 14 millones corresponden a deuda financiera con las empresas vinculadas, que si bien está contabilizada en el corto plazo, la exigibilidad es muy baja de acuerdo a lo manifestado por la compañía. De los US\$ 101 millones de deuda financiera con Bancos y ON, el 54,5% corresponde a Préstamos Bancarios y 45,5% a ON. La emisión de nuevas ON a un plazo de 48 meses, le permitirá a CASA mejorar el perfil de vencimientos de su deuda actual. Si bien la compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez esta emisión propuesta mejorara esta situación.

FIX entiende que la refinanciación llevada a cabo oportunamente por la compañía mejoró la situación de liquidez de corto plazo y la liquidez + EBITDA cubrían a febrero 2024 anualizado la totalidad de la deuda financiera de corto plazo. Asimismo, la empresa mejoró su productividad logrando mejor generación de flujos, si bien la flexibilidad financiera sigue siendo algo limitada.

De acuerdo con la información de gestión enviada por el emisor la deuda a abril 2024 muestra una caída respecto de febrero 2024, totalizando USD 85.4 millones (USD 101 millones al 29 de febrero de 2024).

Fondeo y Flexibilidad financiera

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 llevó a realizar un proceso de canje forzoso de las ON Clase 10 por las ON clase 13 y 15, y en agosto 2021 a la emisión de la ON 16, por USD 6 millones, la misma fue cajeada por la ON 17 por USD 9,3 millones, que mejora sensiblemente su perfil de vencimientos y su liquidez.

Al cierre de febrero 2024, la deuda consolidada de Celulosa era cercana a los USD 115 millones, de los cuales USD 14 millones corresponden a deuda financiera con las empresas vinculadas, que si bien está contabilizada en el corto es plazo, la exigibilidad es muy baja de acuerdo a lo manifestado por la compañía. De los US\$ 101 millones de deuda financiera con Bancos y ON, el 54,5% corresponde a Préstamos Bancarios y 45,5% a ON.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Celulosa Argentina S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en mayo)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	feb-24	2023	2022	2021	2020	2019
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	63.786.881	53.633.656	47.039.448	21.889.802	15.040.058	39.550.551	47.827.587
EBITDAR Operativo	63.786.881	53.633.656	47.039.448	21.889.802	15.040.058	39.550.551	47.827.587
Margen de EBITDA	22,9	25,6	18,1	9,5	7,0	17,7	18,7
Margen de EBITDAR	22,9	25,6	18,1	9,5	7,0	17,7	18,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,9	0,9	1,4	0,7	3,6	2,8	(7,2)
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,6	2,8	2,6	0,8	2,1	3,0	1,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,6	4,2	2,8	1,3	0,8	1,7	2,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,6	4,2	2,8	1,3	0,8	1,7	2,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	1,0	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,9	0,8	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4
FGO / Cargos Fijos	2,6	2,8	2,6	0,8	2,1	3,0	1,9
FFL / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	2,1	2,0	1,9	7,5	3,7	2,3	3,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,4	1,8	4,5	10,0	4,0	3,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,4	1,2	1,6	4,1	9,5	3,8	2,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,5	1,4	1,8	4,5	10,0	4,0	3,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,4	1,2	1,6	4,1	9,5	3,8	2,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	55,1	55,1	59,7	48,9	59,2	50,5	75,0
Balance							
Total Activos	263.304.300	263.304.300	252.207.570	256.922.817	316.201.729	342.356.698	364.455.501
Caja e Inversiones Corrientes	9.143.183	9.143.183	8.692.160	8.019.574	6.212.127	7.164.035	7.882.506
Deuda Corto Plazo	53.757.767	53.757.767	50.728.841	47.890.001	88.620.577	79.253.351	110.696.689
Deuda Largo Plazo	43.806.171	43.806.171	34.195.447	50.143.762	61.094.298	77.795.174	36.958.738
Deuda Total	97.563.938	97.563.938	84.924.288	98.033.762	149.714.875	157.048.525	147.655.428
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	97.563.938	97.563.938	84.924.288	98.033.762	149.714.875	157.048.525	147.655.428
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	97.563.938	97.563.938	84.924.288	98.033.762	149.714.875	157.048.525	147.655.428
Total Patrimonio	69.392.787	69.392.787	61.870.086	30.572.404	47.561.834	64.844.878	99.058.602
Total Capital Ajustado	166.956.725	166.956.725	146.794.374	128.606.166	197.276.709	221.893.402	246.714.029

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	28.636.447	23.771.812	27.342.592	(3.443.716)	21.355.332	46.430.578	19.042.487
Variación del Capital de Trabajo	(19.480.117)	(19.100.805)	(15.869.759)	6.058.540	(11.995.126)	(37.933.866)	(32.900.836)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	9.156.331	4.671.007	11.472.833	2.614.823	9.360.207	8.496.713	(13.858.349)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.632.428)	(1.497.921)	(6.887.425)	(1.076.440)	(1.523.536)	(2.324.718)	(4.471.385)
Dividendos	(1.211.998)	(1.203.775)	(814.474)	(122)	(124)	(247)	(4.551)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	5.311.905	1.969.311	3.770.934	1.538.261	7.836.547	6.171.747	(18.334.285)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.658.455)	150.248	228.422	23.586	(316.503)	(808.379)	1.157.008
Otras Inversiones, Neto	2.262.370	(374.300)	6.473.707	20.503.732	608.274	411.587	(621.742)
Variación Neta de Deuda	(4.061.494)	(1.869.546)	(5.680.584)	(18.860.478)	(6.022.629)	(4.278.138)	(9.736.666)
Variación de Caja	1.509.724	(124.287)	4.447.877	3.205.101	1.619.949	1.393.589	(27.535.686)

Estado de Resultados

Ventas Netas	279.110.880	209.327.619	260.475.722	229.331.431	214.741.314	223.678.316	255.344.029
Variación de Ventas (%)	N/A	9,8	13,6	6,8	(4,0)	16,6	28,0
EBIT Operativo	42.473.182	40.184.458	26.365.989	3.787.440	15.040.058	19.657.153	30.491.901
Intereses Financieros Brutos	17.722.709	12.886.975	16.903.004	16.599.701	19.602.280	22.960.363	21.374.708
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	16.511.181	6.291.740	26.767.495	(4.700.208)	(14.919.757)	(34.191.805)	(24.489.960)

(*) Moneda constante a febrero 2024

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.
- MULC: Mercado único y libre de cambios
- Cash Sweep: Exceso de caja para prepagar obligaciones existentes
- Covenants: Obligaciones de hacer y de no hacer
- Waivers: Autorizaciones o excepciones al no cumplimiento de las obligaciones de hacer y de no hacer.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase 20

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable hasta USD 15 millones en conjunto con ON Clase 21
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Dólares
Moneda de pago:	Dólares
Fecha de Emisión:	A emitir
Fecha de Vencimiento:	18 meses desde la fecha de emisión
Amortización de Capital:	Al vencimiento
Intereses:	Tasa fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente vencidos
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos y capital de trabajo.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Rescate por razones impositivas y por cambio de control.

Obligación Negociable Clase 21

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable hasta USD 15 millones en conjunto con ON Clase 20
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Dólares
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio establecido en el suplemento de precio u ON Clase 17.
Fecha de Emisión:	A emitir
Fecha de Vencimiento:	18 meses desde la fecha de emisión
Amortización de Capital:	Al vencimiento
Intereses:	Tasa fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente vencidos
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos y capital de trabajo.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Rescate por razones impositivas y por cambio de control.

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, realizado el **31 de julio de 2024** confirmó en la categoría **BBB+(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo otorgada a Celulosa Argentina S.A. y asignó en **Categoría BBB+(arg)** la calificación de los siguientes títulos a ser emitidos por la compañía:

- ON Clase 20 por hasta USD 5 millones ampliable por hasta USD 15 millones en conjunto con ON Clase 21.
- ON Clase 21 por hasta USD 5 millones ampliable por hasta USD 15 millones en conjunto con ON Clase 20.

La **Perspectiva es Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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 agrega "(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.

Fuentes:

- Balances intermedios auditados hasta el 29/2/2024 (9 meses) disponible en www.cnv.gob.ar.
- Balance al 31/05/2023 (12 meses), disponible en www.cnv.gov.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Becher y Asociados S.R.L.
- Suplemento de Prospecto Preliminar de las ON Clase 20 y ON Clase 21, enviado de forma privada 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 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: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.