# FIX remueve RWN y asigna Perspectiva Estable a calificaciones de Celulosa

14 de enero de 2021

FIX (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX -, confirmó en BB(arg), removió el Rating Watch Negativo y asignó Perspectiva estable a la calificación de Emisor de largo plazo de Celulosa Argentina S.A. y a los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- ON Clase 13 por hasta US$ 60 MM.
- ON Clase 13 Adicionales por hasta US$ 5 MM.
- ON Clase 15 por hasta US$ 1MM ampliable por hasta US$ 5 MM.

**FACTORES RELEVANTES**

FIX removió el Rating Watch Negativo (RWN) asignado producto de la comunicación “A 7106” del Banco Central de la República Argentina (BCRA), luego de que Celulosa pudiera acceder al MULC para hacer frente al pago de amortización de capital por USD 1.6 millones en dic’20. Si bien la compañía presenta vencimientos de capital por igual monto en marzo’21 y vencimientos de amortización de capital en hard dólar adicionales con posterioridad, la compañía ya realizó una reestructuración previa de sus ON en dólares con condiciones en cuanto a plazo y monto de reestructuración superior a las requeridas por el BCRA. En tanto, FIX asigna la perspectiva estable, perspectiva que tenía previa al RWN, pese a que el sector se vio afectado en forma moderada, dado el actual nivel de calificación y las métricas de la compañía.

Celulosa tuvo un impacto en su generación de fondos producto de la pandemia, ante la menor demanda especialmente en el segmento de papel, que en conjunto con la caída en el precio internacional de la pulpa, derivó en que cierre su ejercicio a mayo’20 con un EBITDA de USD 44 millones y USD 253 millones en ventas, vs. cerca de USD 54 millones y USD 318 millones respectivamente a mayo’19 aunque con niveles de márgenes similares. Por su parte, la deuda de la compañía no se vio incrementada en el período, aunque la menor generación de fondos presiona sobre la liquidez de Celulosa.

FIX estima que con una generación anual de EBITDA estimada en USD 40 millones y un servicio de deuda anual estimado en aproximadamente USD 20 millones para los próximos 3 años, Celulosa presentará una mejor cobertura de sus obligaciones financieras de corto plazo en torno a 2x (1,4x a ago’20) vs. 0.6x promedio durante el período 2014-2019.

La compañía 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.

En tanto, la calificación contempla la acotada flexibilidad financiera de la entidad. Durante los doce meses finalizados en mayo´20, la compañía logró reducir sus niveles de apalancamiento a 4.5x (3,7x a agos’20), mientras que las coberturas de intereses con EBITDA mejoraron a 1.9x (1,7x a agos’20). FIX considera que aún en un escenario de baja del precio internacional de la pulpa que se ubicó por debajo de USD 500 y que la Calificadora estima en USD 525 para 2021, la compañía podría generar niveles de

EBITDA cercanos a los USD 40 millones anuales lo que implicaría una relación de Deuda a EBITDA promedio para los próximos años en torno a 3x y coberturas de intereses superiores a 2.5x. En tanto, la liquidez de Celulosa es ajustada dada su acotada flexibilidad financiera. A agos'20, Caja + FFL cubrían el 12% de la deuda financiera de corto plazo. La compañía celebró el 30.03.20 un acuerdo para vender sus activos forestales, lo que una vez aprobada la venta que se espera en el corto plazo, le ingresaría a la cía. Cerca de USD20 MM.

FIX- remueve el Rating Watch (Alerta) (RWN) Negativo de las calificaciones de Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C. (Aluar) y de las Obligaciones Negociables emitidas y asigna Perspectiva Negativa. La remoción del RWN se fundamenta en que la compañía sobrellevó en forma adecuada los riesgos operacionales del COVID-19 y a una recuperación del precio internacional del Aluminio. Producto de la Pandemia, Aluar redujo su nivel de producción al 50% a fin de poder operar con un mayor nivel de seguridad, que a partir de octubre'20 se incrementó al 60% y a partir de dic'20 al 70%. Asimismo, el precio internacional del Aluminio evidenció una significativa recuperación desde mínimos de USD/ton 1.460 a cerca de USD/ton 2.000 actuales. FIX considera que la generación de fondos de la compañía se verá afectada en el ejercicio con cierre a jun'21, aunque espera una recuperación para los ejercicios siguientes al incrementar los niveles de producción. La perspectiva negativa considera que Aluar pese a la mejora se encuentra en niveles de producción del 70% y que al tener una sola planta presenta un mayor riesgo operacional ante una segunda ola de Covid-19.

**SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN**

La calificación podría bajar en caso de una prolongación en el tiempo del actual contexto de pandemia, que drive en una nueva disminución de precios y demanda, que presionen a niveles mínimos de operación que disminuyan los márgenes de rentabilidad por debajo del 12% de manera sostenida. Asimismo, un incremento del endeudamiento por encima de 3,5x de manera sostenida también podría implicar acciones de calificación a la baja. En cuanto a la deuda garantizada, toda regulación que afecte los términos y condiciones de la estructura, y/o una reducción del ratio de cobertura (cobranzas cedidas/servicio de deuda) por debajo de 1,4x, podrían hacer equiparar la calificación de la ON Serie 1 a la del emisor. Asimismo, una baja en la calificación del emisor provocaría una baja en la calificación de la emisión.

Dada el complejo entorno operativo y la volatilidad intrínseca del sector en cuanto a precios y volúmenes, no visualizamos una suba de calificación en el corto plazo.

**NOTAS RELACIONADAS Y METODOLOGÍA APLICABLE:**

FIX utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible Disponibles en nuestra página web www.fixscr.com

**Contactos**

Analista Principal

Gustavo Ávila

Director

gustavo.avila@fixscr.com

+54 11 5235-8142

Analista Secundario

Cándido Pérez

Director Asociado

candido.perez@fixscr.com

+54 11 5235-8119

Responsable del Sector

María Cecilia Minguillón

Senior Director

cecilia.minguillon@fixscr.com

+54 11 5235-8123

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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 LIDER 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.

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 son riesgos 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 substituto 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, pero no 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.