

Autores:
Juan E. Tettamanti
Xin Jing



[ANÁLISIS DE INDUSTRIA PAPELERA Y VALORACIÓN DE CELULOSA ARGENTINA S.A]

RESUMEN:

En el presente informe se intenta obtener el valor intrínseco de la empresa perteneciente al sector del papel más grande de Argentina, mediante el método de flujo de fondos descontados (DCF). Fundamentado todo el procedimiento en un análisis profundo, no solo de la empresa, sino también a nivel macroeconómico (global, regional y local) y de la industria a la que pertenece.

Índice

Análisis Macroeconómico.....	2
Análisis de la Industria del papel.....	5
Análisis de la empresa.....	10
Valoración de la Empresa.....	21
Conclusión.....	22
Bibliografía.....	23

NOTA AL LECTOR:

Salvo aclaración expresa de lo contrario, todo lo expuesto en este trabajo es íntegramente de elaboración propia. Dada la escases de información pública de sectores económicos y de la economía en general en América Latina nos vimos en la obligación de, además de realizar el informe solicitado, de relevar, procesar y obtener información del sector, a partir de datos expuestos en información financiera de cada una de las empresas públicas del sector bajo análisis (Ver Bibliografía), desde 2009 a 2012. Sabiendo que pueden existir errores por cuestiones de divergencia en la normativa contable del país en el que cada una de las empresas ejecute sus operaciones o dónde se encuentren radicados sus domicilios legales. Además hemos hecho análisis de sensibilidad de varios de nuestros supuestos que podrán ser corroborados al acceder a nuestra hoja de cálculos, para poder comprobar el efecto probable de cada uno de dichos supuestos. Estos análisis de sensibilidad en su mayoría no fueron plasmados en el informe dada la limitación de aproximadamente 20 páginas.

Análisis macroeconómico

Análisis macroeconómico global

- i- Variabilidad en el comportamiento económico de los países. Ciclos económicos.

En el informe del Banco Mundial sobre las expectativas económicas mundiales para 2013, se destaca que nos encontramos, desde hace ya 4 años, inmersos en una crisis económica y financiera a nivel mundial. Dicho informe resalta la participación de los países en desarrollo como el motor de crecimiento mundial, aunque este proceso se encuentra perdiendo impulso. Informa, también, que la recuperación real es débil y que el sector comercial continúa sin confianza. Se espera para el 2013 un crecimiento sostenido en Asia Oriental y el Pacífico, así como en Europa, Asia Central y Asia Meridional, pero una disminución del ritmo de crecimiento en América Latina y el Caribe. Por su parte, en lo que respecta a los países de ingreso alto, la inversión y la actividad industrial se encuentran creciendo más lentamente de lo esperado, a pesar del fortalecimiento de la demanda en el sector de la vivienda y del consumo en Estados Unidos. Concluye, que la situación económica mundial sigue siendo frágil y proclive a más decepciones, aunque el balance de los riesgos está ahora menos cargado hacia el lado negativo de lo que había estado en años anteriores. Por lo tanto: Se espera que el crecimiento mundial alcance un 2,4% para 2013 y que se fortalezca a 3,1% y 3,3% en 2014 y 2015, respectivamente. Se pronostica –también– que el mejoramiento de las condiciones financieras, el relajo de las políticas monetarias y un desarrollo económico algo más sólido en las naciones de ingresos altos aumentarían gradualmente el crecimiento del PIB de los países en desarrollo: 5,5% en 2013, 5,7% en 2014 y 5,8% en 2015.

- ii- Riesgo político

Según el Informe para el último trimestre de 2012 de BBVA (Tabla) sobre riesgo país vemos que:

Actualización de Riesgo Mundial								
	Pais	Macro	Fiscal	Liquidez	Sector Exterior	Deuda Privada	crédito & Activos	Instituciones
Ejemplo Norteamericano	EE.UU							
Ejemplo Europeo	Reino Unido							
	España							
	Alemania							
Ejemplo Sudamericano	Argentina							
	Brasil							
Ejemplo Asiático	Japón							
	China							

Por encima del umbral de riesgo
Muy cercano al umbral de riesgo
Cercano al umbral de riesgo
Lejos del umbral de riesgo
Muy lejos del umbral de riesgo

Fuente: BBVA RESEARCH 2012

Tabla 1¹

En lo que refiere a los mercados financieros, tanto Estados Unidos como Europa han vuelto a sus niveles normales de estrés en los mercados, gracias a la intervención de los Bancos Centrales. Por otro lado, los mercados emergentes se encuentran entre los más beneficiados por la actuación de los Bancos Centrales. Los flujos de capital continúan con su recuperación.

¹Fuente: www.serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/CR4Q_tcm346-363545.pdf?ts=452013

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Análisis de Celulosa Argentina S.A.

En lo que a riesgo político respecta, el CESCE califica a Argentina, Uruguay y Brasil, particularmente como (tabla 2):

Índice	Rep. Argentina		Rep. Oriental del Uruguay		Rep. Federativa del Brasil	
	Nivel	Fuente	Nivel	Fuente	Nivel	Fuente
Situación Política	Relativamente Estable	CESCE.ES	Estable	CESCE.ES	Estable	CESCE.ES
Estado Economía Interna	Regular		Favorable		Favorable	
Evolución Economía Interna	Negativa		Positiva		Estable	
Estado Economía Externa	Regular		regular		favorable	
Evolución Economía Externa	Negativa		estable		estable	

Tabla 2

iii- Riesgo de tipo de cambio

Riesgo de Tipo de Cambio		
	Pais	
Ejemplo Norteamericano	EE.UU	
Ejemplo Europeo	Reino Unido	Cercano al umbral de riesgo
	España	
	Alemania	
Ejemplo Sudamericano	Argentina	Lejos del umbral de riesgo
	Brasil	
Ejemplo Asiático	Japón	Muy lejos del umbral de riesgo
	China	

Fuente: BBVA RESEARCH 2012

Tabla 3

Análisis de la macroeconomía domestica

i- Producto interior bruto (PIB)

En las Repúblicas de Argentina, Uruguay y Brasil, particularmente, se espera para 2013 (tabla 3):

índice	Rep. Argentina		Rep. Oriental del Uruguay		Rep. federativa del Brasil	
	Pronóstico	Fuente	Pronóstico	Fuente	Pronóstico	Fuente
PIB	5,00%	Est. Bein	4,00%	FMI	3.5%	FMI
	4,40%	Bco. Galicia				
	4,00%	LCG				
	4,00%	Bco. Nomura	3,50%			
	2,10%	Deutsche Bank				
	2,00%	Bco. BBVA				

Tabla 4

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

II. Desempleo

Actualmente las tasas porcentuales de desempleo son las plasmadas en la tabla 5 y se estima un nivel similar para los próximos años:

Pais	Tasa de Desempleo	Pais	Tasa de Desempleo	Fuente
Bulgaria	11,5	Chile	6,5	BBVA Research, Haver, BIS, IMF y World Bank
Rep Checa	7	Colombia	10,7	
Croacia	14,2	México	4,8	
Hungría	10,9	Perú	7	
Polonia	10	China	4,1	
Rumanía	7,2	India	8,5	
Rusia	6	Indonesia	6,2	
Turquía	9,4	Malasia	3,2	
Argentina	7,2	Filipinas	7	
Brasil	5,4	Tailandia	0,6	

Tabla 5

III. Inflación y tipo de interés

En las Repúblicas de Argentina, Uruguay y Brasil, particularmente, se espera para 2013 según diversas fuentes de información relevadas (Tabla 6 y 7). Es necesario hacer mención a que la disparidad en cuanto los pronósticos de inflación en Argentina se debe a un cambio de método de estimación del IPC en el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC):

índice	Rep. Argentina		Rep. Oriental del Uruguay		Rep. federativa del Brasil	
	Pronóstico	Fuente	Pronóstico	Fuente	Pronóstico	Fuente
Inflacion	28%	Diario la Nación	7,40%	FMI	5,60%	Banco Central
	9,90%	INDEC	6,60%			

Tabla 6

índice	Rep. Argentina		Rep. Oriental del Uruguay		Rep. federativa del Brasil	
	Pronóstico	Fuente	Pronóstico	Fuente	Pronóstico	Fuente
Tipo de Interés	15%	la Nación	9%-9.5%	BBVA	7,50%	BBVA

Tabla 7

IV. Déficit público

En la tabla 8 se presentan diversos datos macroeconómicos para países emergentes y se estiman pequeñas variaciones para los próximos años, debido a la inexistencia de cambios de tendencia en la evolución del PIB:

Pais	Balance Primario Estructural (%PIB)	Dif.Tipo de interes Crec.PIB 2012-2016	Deuda Pública Bruta (%PIB)	Pais	Balance primario estructural (%PIB)	Dif.Tipo de interes Crec.PIB 2012-2016	Deuda Pública Bruta (%PIB)	Fuente
Bulgaria	0,2	0,3	18	Chile	-0,7	-1,5	11	BBVA Research, Haver, BIS, IMF y World Bank
Rep Checa	-0,8	0	43	Colombia	0,8	0,4	36	
Croacia	-3,1	1,3	50	México	0,2	-0,2	43	
Hungría	1,8	1,7	74	Perú	2,3	-3	19	
Polonia	-0,3	-0,2	55	China	0,7	-7,2	22	
Rumanía	0,9	-0,7	35	India	-5,9	-3,6	68	
Rusia	1	-1,8	11	Indonesia	-0,2	-1,3	24	
Turquía	1,2	0,6	38	Malasia	-3,3	-3,2	53	
Argentina	-2	-5,5	42	Filipinas	0,3	-1,5	41	
Brasil	3,1	1,4	59	Tailandia	-2,3	-5,5	44	

Tabla 8²

V. Expectativas

Según el informe del Banco Mundial, mencionado anteriormente, las expectativas son alentadoras para los países emergentes. Es dable mencionar que en Argentina particularmente, la situación es mucho más compleja que en Uruguay, Brasil y el resto de los países de la región. Podemos ver en el último Informe (20-F) de Yacimientos Petrolíferos Fiscales S. A. (YPF) presentado ante la Securities and Exchange Commission (SEC). En dicho informe expresan su preocupación sobre las altas tasas de inflación, la depreciación del Peso Argentino respecto del Dólar Estadounidense y litigios con fondos de inversión que podrían afectar el acceso al crédito internacional (aumento de los tipos de interés). Pero en Líneas generales el crecimiento, se espera, sea sostenido.

Análisis de la Industria del Papel

Sensibilidad a la coyuntura económica

Los mayores productores de pasta y papel son Estados Unidos, Canadá, Japón, China, Finlandia, Suecia, Alemania, Brasil y Francia. Todos los países son también grandes consumidores. A pesar de las predicciones de disminución del consumo de papel ante el auge de la era electrónica, desde 1980 se observa un crecimiento razonablemente constante de la tasa anual de producción del 2,5 %. Además de sus ventajas económicas, el consumo de papel tiene el valor cultural inherente a la función que desempeña en el registro y difusión de la

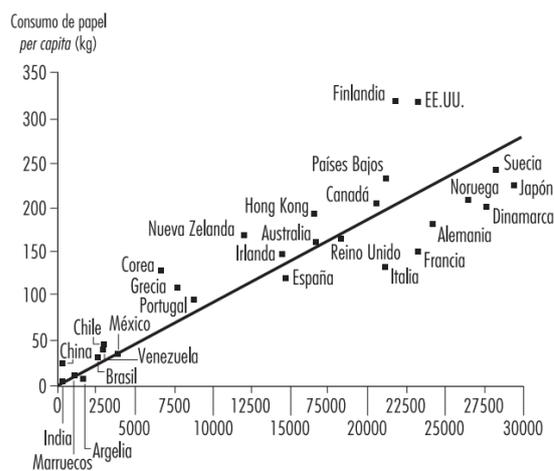


Gráfico 1³ Producto interior bruto per capita (EE.UU.), 1992

² Fuente: www.serviciodeestudios.bbva.com/KETD/fbin/mult/CR4Q_tcm346-363545.pdf?ts=452013

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

información. Por esta razón, la tasa de consumo de pasta y papel se ha utilizado como indicador del desarrollo socioeconómico de una nación³.

Del relevamiento realizado en los países con mayor producción, podemos poner como ejemplo a China, cuyos resultados los expresamos en la tabla 8 y el gráfico 2. Podemos corroborar que existe una correspondencia bastante fuerte entre PIB y Crecimiento en la producción de Papel y Celulosa.

Producción de Industria de Celulosa y Papel China 2001-2012					
	Incremento PIB	Producción Celulosa (t)	Incremento Producción Celulosa	Producción Papel y Carton (t)	Incremento Producción Papel y Carton
2001	8,30%	24.900.000	-0,44%	32.000.000	4,92%
2002	9,10%	29.440.000	18,23%	37.800.000	18,13%
2003	10%	33.090.000	12,40%	43.000.000	13,76%
2004	10,10%	37.230.000	12,51%	49.500.000	15,12%
2005	11,30%	44.410.000	19,29%	56.000.000	13,13%
2006	12,70%	52.040.000	17,18%	65.000.000	16,07%
2007	14,20%	59.350.000	14,05%	73.500.000	13,08%
2008	9,60%	64.150.000	8,09%	79.800.000	8,57%
2009	9,20%	66.740.000	4,04%	86.400.000	8,27%
2010	10,30%	73.180.000	9,65%	92.700.000	7,29%
2011	9,20%	77.230.000	5,53%	99.300.000	7,12%
2012	7,80%	78.670.000	1,86%	102.500.000	3,22%

Fuente de datos: www.stats.gov.cn

Tabla 9

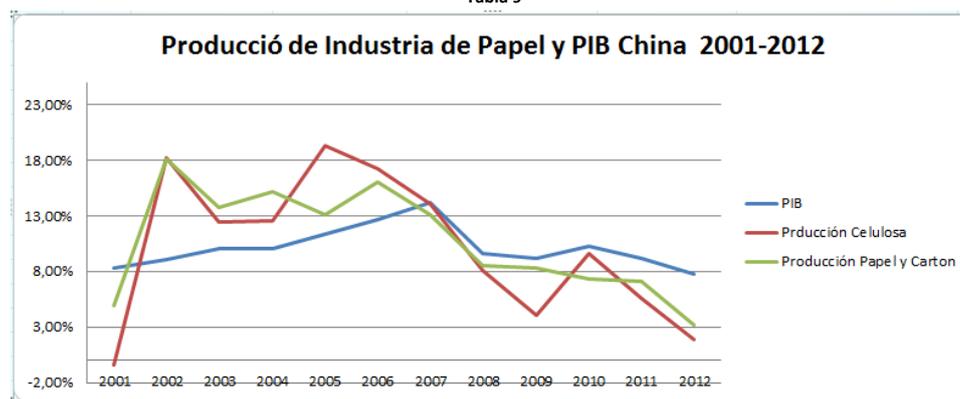


Gráfico 2

Vinculando la relación entre el PIB y otros indicadores, y haciendo foco en CELULOSA ARGENTINA S.A. (CELULOSA), se da también una estrecha relación entre el Producto Bruto Interno y otros indicadores macroeconómicos. Tal es así que en uno de sus prospectos de emisión, del año 2011, expresamente dice: "(...) inflación, variaciones en los tipos de cambio, regulaciones, controles de precios y cambios en materia política, económica y fiscal. En caso de existir una devaluación significativa de la moneda o un escenario hiperinflacionario en los países en los que la Sociedad y sus subsidiarias operan, ellas pueden sufrir pérdidas significativas, resultantes de las circunstancias anteriormente mencionadas, y, además de la presencia de escenarios recesivos en las economías locales. Lo anterior puede incrementar el riesgo asociado con las cuentas por cobrar, aún aquellas expresadas en moneda extranjera y,

³ Fuente: www.insht.es/InshtWeb/Contenidos/Documentacion/TextosOnline/EnciclopediaOIT/tomo3/72.pdf

también, podría potencialmente afectar el valor recuperable de los activos no monetarios.”

⁴Por lo tanto, podemos decir que es una organización perteneciente a una industria cíclica.

Para contrastar nuestras afirmaciones, hemos utilizado Econometric Views (Software Económico) y procedimos a calcular el coeficiente Beta (β) de Celulosa Argentina S. A. para el período comprendido entre Marzo de 2008 y Septiembre de 2012, partiendo del supuesto de que el Índice Merval es un buen indicador de la economía argentina en líneas generales, tal como podemos ver de un estudio realizado por la Consultora BDO (Gráfico 3). Calculamos por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) la función lineal y obtuvimos un coeficiente (β) de 0,73 lo que, si bien no es igual a 1 es bastante próximo (Ver Resultado 1).

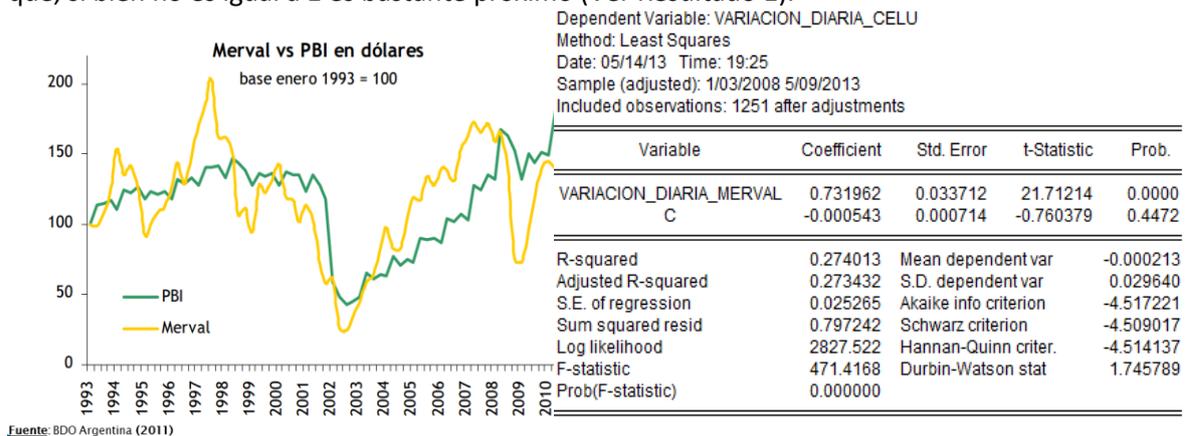


Gráfico 3

Resultado 1

Ciclo de Vida

Analizando el Ciclo de Vida, consideramos que la industria del papel se encuentra en una fase de madurez en la que su rentabilidad ya no es extraordinaria, sus amortizaciones se corresponden con su mismo nivel de inversión, o cercanas. Existe una tendencia a un consumo de papel más consciente de sus efectos nocivos en cuanto a la erosión de suelos, etc. Como enunciamos en el apartado anterior el crecimiento de la industria es de 2,5% promedio en los últimos 30 años lo que se corresponde con el promedio del crecimiento de la economía global durante ese período.

Estructura de la industria

Según estudios realizados por distintas entidades en las tres naciones donde se centra nuestro análisis, se tiene que:

Estructura de la Industria Papelera		
País	Producción Anual de Celulosa	Empresas Principales
Argentina	850.000 t	Celulosa, Papel Prensa, Papelera del Plata, Wixel, Campanita
Uruguay	1.500.000 t	Fanapel
Brazil	14.000.000 t	Celulose Iran, CIA Melhoramentos, Fibria Celulose, Klabin, STA Therezinha, Suzano Celulose

Tabla 10⁵

⁴ Fuente: Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo en circulación de hasta U\$S 280.000.000 (o su equivalente en otras monedas). Celulosa Argentina. Junio.2011

Análisis competitivo de la industria

i- Amenaza de productos sustitutivos

No existen sustitutos relevantes para el papel y sus productos derivados, cartón y otros. Dichos productos son parte de la canasta familiar y mantienen una participación importante dentro del consumo de las empresas en sus diferentes presentaciones. Sin embargo, existe un sustituto que podría hacerle frente al papel, el plástico, pero dada la creciente tendencia hacia lo ecológico este posible sustituto iría perdiendo fuerza. En todo caso, la sustitución de productos se da al interior de la industria. Sin embargo, quedaría latente la amenaza del uso electrónico de información (Internet, e-mail) pero, tal como se ha comentado anteriormente, consideramos que dicha amenaza es poco relevante. En tal sentido, la importancia de esta fuerza es "baja".

ii- Poder de negociación con clientes

Los productos del sector papelerero, al ser bienes de uso masivo, tienen una amplia gama de clientes, tanto minoristas como mayoristas, lo que hace poco probable que estos puedan ejercer un gran poder de negociación sobre la industria. Por lo tanto, la importancia de esta fuerza puede ser calificada, como "baja".

iii- Poder de negociación con proveedores

El principal insumo de la industria papelerera es la pulpa de papel, el cual, de acuerdo con Wood Resources International ⁶ (una consultora de la industria forestal reconocida internacionalmente) el costo de la madera es el componente principal de los costos de la producción de pasta celulósica, representando aproximadamente entre el 40% y el 65% de sus costos de efectivo, según el grado de producto y los costos de los demás componentes tales como químicos, energía y costos laborales. El abastecimiento de papel, dependiendo del tipo de materia prima, se realiza de diversas formas. Localmente se tiene una amplia base de proveedores (papel reciclado), e internacionalmente se realiza principalmente a través de grandes comercializadoras internacionales de "commodities", aunque en algunos casos se adquiere la pulpa directamente de los productores. El precio del papel depende de diversas variables, tales como las perspectivas de crecimiento de los países desarrollados y el incremento de la demanda en otros países, lo cual hace que resulte muy difícil controlar su evolución, del valor de los metros cúbicos de madera. Sin embargo, es importante destacar que en los últimos años el poder de negociación de los proveedores ha disminuido debido a la caída en la demanda mundial por papel, lo que generó una sobreoferta en el mismo (con la consecuente caída en el precio de la pulpa) y permitió que las empresas papeleras puedan negociar mejores precios en sus materias primas. Como ya mencionamos, el mayor uso de papel reciclado es un factor detrás de esta caída de los precios. No obstante, en términos comparativos, esta es la fuerza más importante, pudiéndose calificar su importancia como "alta".

⁵ Fuente: Argentina: www.eumed.net/ Brasil: www.bracelpa.org.br/bra2/sites/default/files/estadisticas/booklet.pdf Uruguay: www.uruguayeduca.edu.uy/Portal.Base/Web/VerContenido.aspx?ID=203059

⁶ Fuente: www.wri-ltd.com

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

iv- Amenaza de nuevas entradas

Uno de los principales requisitos para poder ingresar al altamente competitivo mercado paplero son las economías de escala. En este sentido, las empresas con mayor capacidad de producción y con mayor integración vertical son las que pueden obtener mayores beneficios, para lo cual se requieren fuertes montos de inversión. Asimismo, el manejo adecuado en las mezclas de las materias primas y la amplia base de clientes cultivada por cada empresa en particular, es un activo que se obtiene en base a una larga experiencia en la industria. Esto no impide necesariamente la entrada de nuevos competidores, sí reduce las probabilidades de que tal cosa ocurra. Consecuentemente, al menos en el corto plazo, consideramos que la importancia de esta fuerza es "baja".

v- Rivalidad entre competidores

El sector paplero se ha caracterizado por ser uno de los de mayor competencia en la industria manufacturera. Esta competencia al interior de la industria ha sido exacerbada por el hecho de ser el papel, un producto poco diferenciable al menos en los segmentos más grandes del mercado. Adicionalmente, es importante destacar que las importaciones serán un factor siempre presente en la rivalidad de la industria, la amenaza de éstas dependerá del precio de la pulpa y el tipo de producto que importe. En tal sentido esta fuerza es clasificada como "alta".

Influencias Externas

Podemos diferenciar entre riesgos relacionados con Argentina (Tabla 10) y sus posibles impactos, como riesgos relacionados con Uruguay (Tabla 11) y sus respectivas influencias. A modo de resumen:

Riesgos Relacionados con Argentina		
	Riesgo	Influencia
Volatilidad Económica	Bajo o nulo crecimiento en PIB	La confianza de los consumidores e inversores extranjeros
	Alta inflación	
	Devaluación monetaria del Peso	
	Aumento de desempleo y subempleo	
Acceso al Crédito	Objeto de juicios iniciados tanto por tenedores de bonos como por accionistas extranjeros de empresas argentinas El Banco Central ha impuesto controles cambiarios	La capacidad de acceder a los mercados de crédito internacionales
Control del Gobierno	Reducción de las importaciones (bienes de capital)	Escasez de recursos
	Tope a precios minoristas	La capacidad de desarrollar de las compañías nacionales

Tabla 10

Riesgos Relacionados con Uruguay		
	Riesgo	Influencia
Volatilidad Económica	Caída de crecimiento en PIB	La confianza de los consumidores e inversores extranjeros
	Aumento de las tasas de inflación	
	Deterioro de otros mercados globales	
Acceso al Crédito	Objeto de juicios iniciados tanto por tenedores de bonos como por accionistas extranjeros de empresas argentinas El Banco Central ha impuesto controles cambiarios	La capacidad de acceder a los mercados de crédito internacionales
Control del Gobierno	Alto grado de influencia del gobierno en economía	La capacidad de desarrollar de las compañías nacionales

Tabla 11

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Análisis de la Empresa

Información General

Celulosa Argentina es una empresa argentina líder dedicada a la elaboración de pasta celulósica, papel y productos de madera, con operaciones principales en Argentina y Uruguay. Durante el ejercicio finalizado el 31 de mayo de 2010, y los nueve meses finalizados el 28 de febrero de 2011, tuvo ingresos totales por Ps. 1.150,8 millones y Ps. 1.042,3 millones, respectivamente, y ganancias netas de Ps. 29,6 y Ps.73, 3 millones, respectivamente. Sus operaciones están organizadas en tres segmentos de negocios (tabla 12):

Segmentos de negocios	Ingresos totales		Ganancia Neta	
	\$ (en millones)	%	\$ (en millones)	%
Pulpa y papel	975,1	93,6	59	80,5
Madera Sólida	67,3	6,5	14,6	20
Inversión en otras sociedades	0	0	0,3	-0,5
Totales	1042,4	100	73,9	100

Tabla 12

En forma directa o a través de sus subsidiarias, son propietarios de y operan en cinco plantas de producción en Argentina y Uruguay (Fanapel).

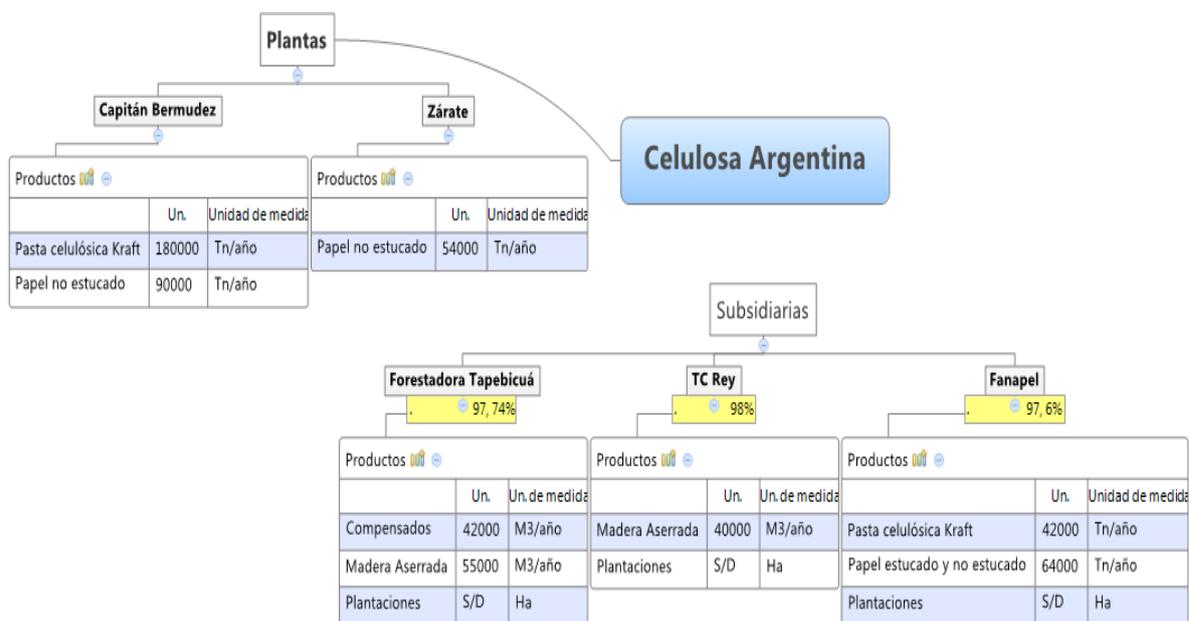


Gráfico 4⁷

⁷ <http://www.celulosaargentina.com.ar/home/intro.php>

Al 28 de febrero de 2011:

Segmentos de negocios	Ingresos totales		Ganancia Neta	
	\$ (en millones)	%	\$ (en millones)	%
Pulpa y papel	975,1	93,6	59	80,5
Madera Sólida	67,3	6,5	14,6	20
Inversión en otras sociedades	0	0	0,3	-0,5
Totales	1042,4	100	73,9	100

Tabla: 13

Puntos relevantes a tener en cuenta, informados por CELULOSA ARGENTINA S.A.:

- Operador industrial eficiente en un entorno de bajo costo.
- Aumento significativamente en número hectáreas de bosques plantados y su capacidad de desarrollar y administrar plantaciones de eucaliptos de alto rendimiento durante los últimos cinco años. La adquisición de Forestadora Tapebicuá en 2006, una empresa precursora en las plantaciones de eucaliptos y la gestión genética, fue un elemento clave para dicho avance.
- La Argentina tiene la ventaja de contar con uno de los costos de madera más reducidos del mundo debido al clima y las condiciones del suelo que permiten la cosecha de eucaliptos para la producción de pasta celulósica en solo siete años.
- Los precios de mercado de sus productos pueden fluctuar significativamente y las caídas significativas de precios respecto de sus valores actuales podrían afectar adversamente a sus negocios, situación patrimonial y los resultados de las operaciones.
- Factores que afectan el precio de los productos y muchos exceden su control. Entre ellos se incluyen:

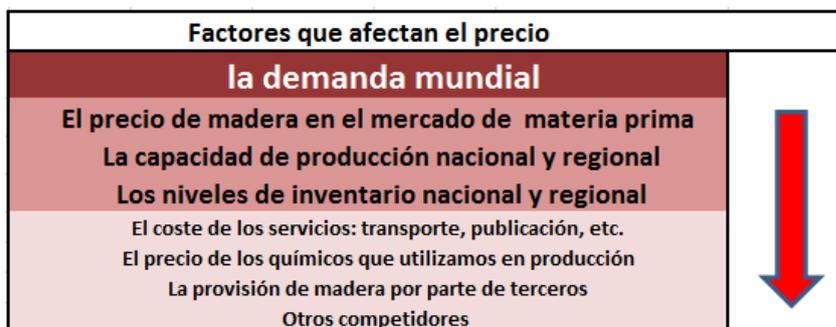


Tabla 14

- Alta calidad de sus productos con valor agregado y capacidad de distribución regional.
- Estándares ambientales elevados.
- Diversidad geográfica.
- Actualmente, sus competidores son principalmente empresas nacionales, aunque tienen como competidores empresas brasileñas, que tienen una participación en el mercado de papel de Argentina por aproximadamente un 17%. Varios de nuestros competidores brasileños pertenecen a grupos más grandes que nosotros y cuentan con mayores recursos financieros y de comercialización, y una oferta de productos más amplia que la nuestra.
- Si los aranceles a la importación se redujeran significativamente o se eliminaran, o si el acuerdo entre las industrias de pulpa y papel de Argentina y Brasil se extinguiera, se enfrentarían a una mayor competencia de los importadores.

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Análisis de Celulosa Argentina S.A.

- Sus operaciones implican desafíos ambientales que no pueden superar con éxito, pudiendo ser responsables y pasibles de sanciones en virtud de los distintos regímenes regulatorios a los que están sujetos.
- Existen proyectos de ley en el Congreso que proponen límites a la capacidad de las entidades extranjeras de adquirir tierras en Argentina, los cuales, de ser sancionados, podrían afectar negativamente los resultados de nuestras operaciones.
- Liderazgo en mercados de crecimiento rápido con marcas propias.

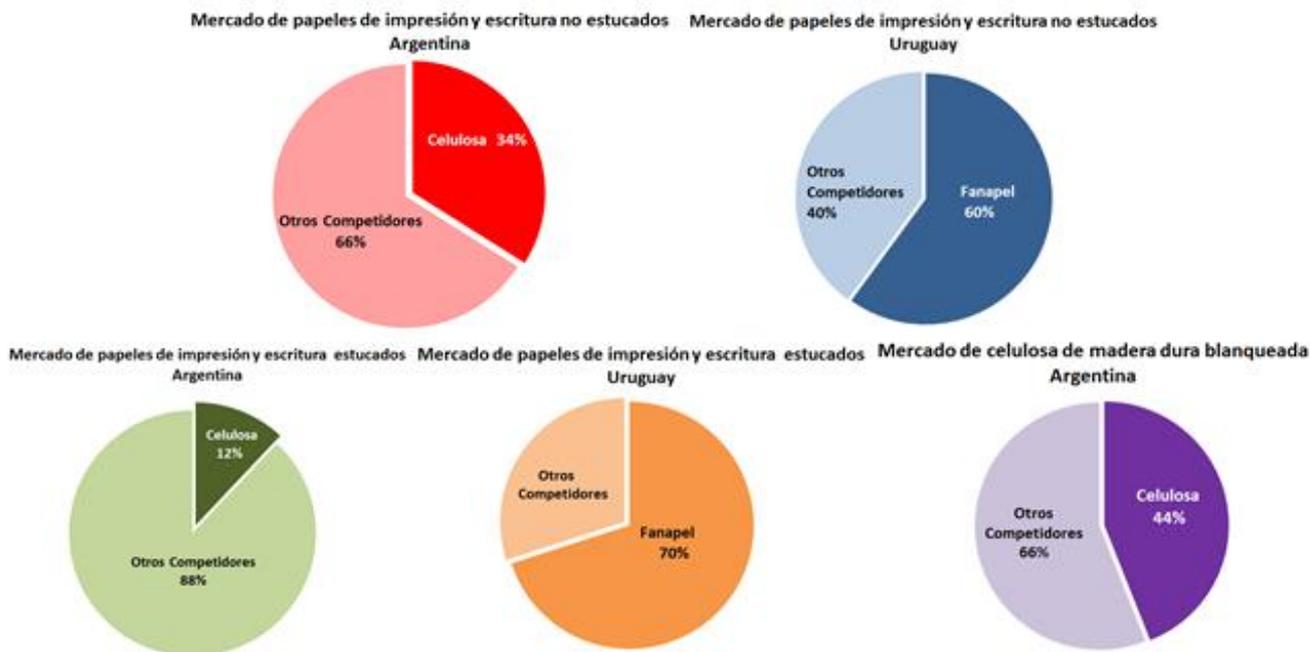


Gráfico 5

Análisis DAFO

Análisis DAFO de Celulosa Argentina S.A.	
Debilidad 1. Productos limitados 2. Poca fama en mercado internacional 3. La mayoría de producción se consume solamente en Argentina	Fortaleza 1. Empresa argentina líder en la industria de papel 2. Marca conocida en mercado nacional 3. Bajo costo en material prima 4. Demanda doméstica estable
Amenaza 1. Substitución electrónica 2. Competidores extranjeros 3. Efecto del Control del gobierno 4. Efecto del riesgo de la macroeconomía	Oportunidad 1. Mercado internacional 2. Ampliar la diversificación de productos 3. Crecimiento en la región en la que se localiza

Tabla 15

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Datos de la compañía	
(Promedio de último 6 meses: 01/11/2012-10/05/2013)	
Ticket	CELU.BA
Precio (promedio de 6 meses)	3,8
Sector	Papel
Núm. Acción	6.703.615.985
Capitalización	25.473.740.743,00
Volumen medio Diario	26,2
Precio maxmo	4,24
Precio minimo	2,85
Rentabilidad 6 meses	0,24%

Tabla 16⁹

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Los apartados de ventas, margen bruto, EBITDA, etc. Muestran una recuperación marcada a partir de 2009.

(en Pesos ARG)	2009	2010	2011	2012
Ingresos totales	\$ 637.382.606	\$ 716.091.039	\$ 911.665.000	\$ 1.074.975.000
Margen Bruto	\$ 162.390.311	\$ 227.905.983	\$ 290.782.000	\$ 318.213.000
EBITDA	\$ 138.666.442	\$ 190.398.478	\$ 224.476.000	\$ 224.157.000
EBIT	\$ 68.592.959	\$ 121.648.591	\$ 148.415.000	\$ 145.580.000
BAI	\$ 92.978.308	\$ 102.709.114	\$ 105.426.000	\$ 128.400.000
Resultado Neto	\$ -152.969.385	\$ 29.570.187	\$ 67.295.000	\$ 29.156.000

Tabla 17

Aún se ven las secuelas del fuerte impacto de la crisis en el año 2009, que hicieron que sus costos de ventas superaran el 70% de las ventas. Podemos observar, además que a pesar el traspíe sufrido en el año 2009, Celulosa Argentina S.A. posee una estructura de costos, en promedio, inferior a la del sector, lo que vemos como una importante ventaja.

Costo/Ventas	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	76%	69%	73%	69%
Celulosa Argentina S.A.	75%	68%	68%	70%

Tabla 18

Balance General:

Liquidez

Además de manejar una buena estructura de costos, posee plazos de pagos con proveedores mucho mejores que la media del sector, así como una mayor rotación en la cobranza a sus clientes. Vemos reflejada esta afirmación en la tabla de Brecha Financiera en días¹⁰.

⁸ Fuente: Al no contar con información del sector hemos realizado nosotros mismos un relevamiento de cada uno de los balances de las empresas públicas de Uruguay, Brasil y Argentina, para poder así construir toda la información comparativa que se incluye en este apartado.

⁹ Fuente: Yahoo Finance

¹⁰ Es la diferencia de días que existe entre el tiempo que la empresa demora en realizar sus inventarios y cobrar sus créditos y el tiempo que demora en afrontar sus compromisos. Rotación de existencias más rotación de Créditos por Ventas menos rotación de Deudas Comerciales (en días).

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Brecha Financiera (en Días)	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	S/D	95	92	79
Celulosa Argentina S.A.	S/D	51	44	42

Tabla 19

Como factores de riesgo podemos ver que la Compañía posee ratios de liquidez¹¹ muy pequeños respecto a la media; y no posee una mayor rotación de mercaderías que pueda explicar esta relación.

Liquidez (AL/PC)	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	0,986	1,200	1,121	1,243
Celulosa Argentina S.A.	0,564	0,525	0,534	0,569

Tabla 20

Quick Ratio	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	0,711	0,934	0,849	0,977
Celulosa Argentina S.A.	0,343	0,303	0,270	0,298

Tabla 21

Podríamos suponer una necesidad de fondos a corto plazo, pero la empresa bajo análisis posee niveles de liquidez comparativa¹² inferiores a 1, lo que no nos hace pensar en insuficiencia de capital de trabajo. Es una característica propia del sector en el que opera. Es de destacar, que se encuentra bajo la media, pero no en valores realmente diferentes que la mayoría de sus competidores.

Liquidez Comparativa	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	S/D	0,39	0,40	0,50
Celulosa Argentina S.A.	S/D	0,32	0,37	0,40

Tabla 22

Capital Fijo

En cuanto a capital intensivo, notamos que la compañía está dentro de los rangos normales de porción asignada a Bienes de Capital del total de sus activos.

Inmovilización	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	37,64%	35,06%	35,82%	34,94%
Celulosa Argentina S.A.	40,85%	36,68%	32,93%	30,58%

Tabla 23

Lo que es de destacar, y suponemos que explica una parte de sus bajos costos, es la razón que existe entre las ventas y los bienes de capital, si bien es cierto que dicho valor puede verse influido, parcialmente, por el impacto de la inflación. Pero como vemos es sustancialmente superior a su competencia.

¹¹ Liquidez: (Disponibilidad + Créditos por ventas + Mercaderías)/Pasivo corriente// Quick Ratio: (Disponibilidad + Créditos por ventas)/Pasivo corriente

¹² Liquidez comparativa= Liquidez/Liquidez teórica siendo la Liquidez Teórica= (Rot. Existencias + Rot. Cred. Por venta)/Rot. Ds. Comerciales

Ventas/Bs Uso	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	59%	69%	78%	79%
Celulosa Argentina S.A.	134%	149%	187%	219%

Tabla 24

Financiamiento

Celulosa se encuentra financiada en un 70% por fondos de terceros. Este porcentaje es mayor que el resto de las empresas del sector. Eso habla de una necesidad de aportes de Capital.

D/Activo Total	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	56%	54%	56%	57%
Celulosa Argentina S.A.	83%	73%	68%	70%

Tabla 25

En cuanto a la relación, nivel de endeudamiento generación de fondos, vemos que Celulosa es sustancialmente más eficiente que su competencia, lo que nos hace pensar que tal vez su estructura no sea del todo desacertada.

D/EBITDA	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	41,824	22,769	169,374	35,351
Celulosa Argentina S.A.	6,979	5,006	4,471	4,971

Tabla 26

Como es de esperar la relación Deuda y Fondos Propios está haciéndose menor en relación al resto del sector.

D/FP	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	1,444	1,615	1,965	2,757
Celulosa Argentina S.A.	2,612	2,258	1,967	1,995

Tabla 27

Retornos

La generación de Rentabilidad de la Empresa es 4 veces superior a su competencia, incluso más del 25% de su competidor con mayores rentabilidades operativas. Esto, una vez más demuestra su gran capacidad en su manejo de estructura de costos y acuerdos operativos.

ROA (EBITDA/ACTIVO)	2009	2010	2011	2012
Celul Iraní	6,551%	13,282%	10,067%	12,566%
Melhor SP	13,920%	-0,814%	0,045%	0,420%
Fibria Celulose S.A.	2,893%	1,590%	0,648%	1,155%
Klabin S.A.	0,310%	3,970%	3,820%	7,178%
Sta Therezinha S.A.	5,057%	-1,892%	2,282%	3,647%
Suzano Papel e Celulose S.A.	2,010%	3,365%	1,727%	2,027%
Fanapel S.A.	1,139%	0,624%	1,528%	-0,451%
Media de la Muestra	4,554%	2,875%	2,874%	3,792%
Celulosa Argentina S.A.	12,532%	16,650%	18,278%	16,748%

Tabla 28

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Análisis de Celulosa Argentina S.A.

En cuanto a la rentabilidad para el accionista, también es superior a la media e incluso a la mayoría de sus competidores. Es evidente que la estrepitosa caída del ROA al ROE se debe a su estructura de financiamiento, que como pudimos analizar es principalmente con fondos de terceros. Además vemos que no es un sector que pueda apalancarse financieramente, dado que la razón ROE sobre ROA, en todos los casos es menor a 1.

ROE (RN/FP)	2009	2010	2011	2012
Celul Iraní	2,892%	4,354%	1,224%	3,627%
Melhor SP	21,678%	-1,877%	-0,244%	0,171%
Fibria Celulose S.A.	9,145%	1,923%	-2,862%	-2,113%
Klabin S.A.	2,133%	6,643%	2,251%	8,538%
Sta Therezinha S.A.	7,436%	-25,293%	-38,381%	-51,442%
Suzano Papel e Celulose S.A.	6,662%	4,851%	0,171%	-0,937%
Fanapel S.A.	0,189%	3,830%	6,012%	0,454%
Media de la Muestra	7,162%	-0,795%	-4,547%	-5,957%
Celulosa Argentina S.A.	-110,315%	15,531%	29,382%	13,007%

Tabla 29

Continuando por el análisis, vemos que el escaso número de acciones ordinarias, en comparación con el resto de las empresas del sector hace que el Beneficio por Acción sea sorprendentemente superior al resto de las compañías.

BPA (RN/N° Acc) en USD	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	\$ 0,02	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
Celulosa Argentina S.A.	\$ -404,79	\$ 74,35	\$ 159,77	\$ 64,33

Tabla 30

Es de esperar que lo mismo suceda con los dividendos por acción. Es importante informar que en 2013 no pagará dividendos correspondientes al ejercicio 2012, dado que la compañía ha decidido invertirlos en Capital de Intensivo.

Dividendos

La política de dividendos de Celulosa Argentina S.A. es residual, esto quiere decir que solamente se repartirán dividendos si hay excedentes luego de realizadas todas las inversiones necesarias. En 2012, no se repartirán dividendos a las acciones ordinarias. Y se supone que se mantendrá en el corto plazo esta tendencia, dado el plan de inversiones que posee la compañía.

DPA (Div./N° Acc) en USD	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	\$ 0,00	\$ 0,01	\$ 0,00	\$ 0,00
Celulosa Argentina S.A.	\$ 5,14	\$ 4,09	\$ 1,24	\$ 10,76

Tabla 31

No vemos que esta política de dividendos difiera considerablemente del resto de las empresas del sector, que como vemos su tasa de retención es superior a 1, lo que significa que incluso hay aportes de capital.

b $\{[(DPA/BPA)-1]/-1\}$	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	0,660	1,251	1,211	1,023
Celulosa Argentina S.A.	1,013	0,945	0,992	0,833

Tabla 32

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Análisis de Celulosa Argentina S.A.

En cuanto a la tasa de Crecimiento (g) vemos que la empresa maneja tasas muy por encima de la media pero con una tendencia hacia ella. Entendemos este resultado como coyuntural.

g (b*ROE)	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	6,085%	1,375%	0,099%	0,804%
Celulosa Argentina S.A.	-111,715%	14,676%	29,154%	10,831%

Tabla 33

Precio

En lo que respecta al precio de las acciones de CELULOSA ARGENTINA S.A. vemos que tiene un PER drásticamente inferior a la media. Eso se debe a su bajo precio en el mercado. Nos hace ver el riesgo que conlleva la tenencia de este activo.

PER (Precio/BPA)	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	1062,474	5226,669	35987,764	-1692,295
Celulosa Argentina S.A.	-0,001	0,010	0,011	0,011

Tabla 34

PBVR [Precio/(FP/N° Acc)]	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	411,021	78,127	50,003	42,945
Celulosa Argentina S.A.	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabla 35

PSR [Precio/(Ventas/N° Acc)]	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	2455,470	987,698	675,639	722,018
Celulosa Argentina S.A.	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabla 36

Capex

Notamos que Celulosa invierte menos (en valores absolutos) que la media de su sector, pero esto es debido a que su tamaño es inferior en casi todo los casos. Podemos ver que se encuentra incrementando, desde 2010, su nivel de inversión y es nos hace pensar en buenas perspectivas.

Inversión Bs Uso en Dolares	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	\$ -345.837	\$ -258.124	\$ -398.245	\$ -320.096
Celulosa Argentina S.A.	\$ -10.234	\$ -7.404	\$ -15.726	\$ -18.909

Tabla 37

Endeudamiento Neto

Otro punto a favor de CELULOSA es que se encuentra disminuyendo su endeudamiento neto respecto de 2009, lo que nos hace pensar en una mejoría. Pero el aumento del endeudamiento neto en el año 2012 debe mantenernos expectantes.

Endeudamiento Neto	2009	2010	2011	2012
Media de la Muestra	\$ 20.726	\$ 79.614	\$ 20.151	\$ 73.798
Celulosa Argentina S.A.	\$ 62.012	\$ -36.402	\$ -6.850	\$ 3.857

Tabla 38

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Previsiones

Hipótesis de Trabajo

Pronósticos para 2013, 2014, 2015 y Perpetuidad.

	2013e	2014e	2015e	Perpetuidad e
PIB emergentes	5,50%	5,70%	5,80%	1,50%
PIB Argentina	4,00%	4,15%	4,22%	1,09%
MERVAL	4,00%	4,15%	4,22%	1,09%
Beta	0,732	0,732	0,732	0,732
Crecimiento Celulosa	2,93%	3,03%	3,09%	0,80%

Tabla 39

PIB para países emergentes

Es un dato tomado del informe, previamente mencionado, del Banco Mundial.

PIB Argentina

Tomamos el pronóstico más repetido para 2013 de diferentes fuentes (Ver Tabla 3) y realizamos regla de tres simple, partiendo de los datos del PIB de países emergente para los siguientes años.

Beta

Nos basamos en un informe de BDO Argentina, en que se muestra la relación entre PIB Argentina y el Índice MERVAL (Ver Gráfico 2) y a partir de esto por MCO obtuvimos el coeficiente Beta (β) tal como vemos en la tabla de "Resultado 1".

Crecimiento perpetuo

Nos basamos en el capítulo 72 de la Enciclopedia de la OIT realizado por el Instituto Nacional de Seguridad e Higiene del Gobierno de España, en dicho capítulo se afirma que desde 1980 el crecimiento de la industria papelera ha ido de la mano con el crecimiento promedio mundial del PIB cercano al 2,5%. Nosotros hemos decidido suavizar dicho crecimiento al 1,5% para hacer contrapeso con la creciente conciencia ecológica a nivel global. Pero no porque no consideremos que el verdadero valor del PIB perpetuo no sea cercano al 2,5%.

Ventas

Las ventas han sido estimadas partiendo del supuesto de crecimiento de la Compañía.

Cuentas de Resultado

A excepción de Gastos generados por pasivos (intereses), hemos mantenido la estructura promedio de la empresa y del sector de los últimos 4 años.

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Gastos generados por pasivo

Hemos tomado como referencia el pronóstico del Diario La Nación (Argentina) para los tipos de interés del año 2013 y los mantenemos constantes para todo el análisis. (Tabla 6)

Créditos por venta/Bienes de Cambio/Cuentas por Pagar

Calculados en función a la rotación media de la empresa de los últimos 4 años y suavizamos este valor año tras año hasta llegar a la rotación media de los últimos 4 años del sector para el período de perpetuidad.

Bienes de Uso

Tratamos de mantener la misma participación en la estructura.

Préstamos

Hemos tomado en consideración las deudas existentes, su ritmo de amortización actual y la necesidad de financiamiento en función a las necesidades dadas por la estructura del activo.

Capital

Suponemos que no hay ampliaciones durante todo el período analizado.

Reserva para futuras inversiones

Tomamos información del Balance 2012, en el que se determinaba la creación de dicha reserva en el que se asignarán los resultados no asignados de ejercicios anteriores, y decidimos mantener esta política dado que el coeficiente de retención (b) del sector es 1 o cercano a él.

Informes Financieros Proyectados

RESULTADOS	2012	2013e	2014e	2015e	Perpetuidad
Ventas Netas	\$ 1.074.975	\$ 1.106.449	\$ 1.140.022	\$ 1.175.221	\$ 1.184.605
Costo de Ventas	\$ -756.762	\$ -784.686	\$ -784.686	\$ -784.686	\$ -840.114
Ganancia (Pérdida) Bruta	\$ 318.213	\$ 321.763	\$ 355.336	\$ 390.535	\$ 344.491
GASTOS DE EXPLOTACION					
Gastos de Comercialización	\$ -112.458	\$ -110.765	\$ -110.765	\$ -110.765	\$ -118.589
Gastos de Administración	\$ -60.175	\$ -58.604	\$ -58.604	\$ -58.604	\$ -62.744
Otros Gastos	\$ -	\$ -1.895	\$ -1.895	\$ -1.895	\$ -2.028
Resultados de Inversiones Permanentes	\$ 32.383	\$ 26.376	\$ 26.376	\$ 26.376	\$ 28.239
Otros Ingresos y Egresos	\$ -8.783	\$ -20.812	\$ -20.812	\$ -20.812	\$ -22.282
RESULTADOS FINANCIEROS Y POR TENENCIAS GENERADOS POR ACTIVOS					
*Total Generados Por Activos	\$ 14.683	\$ 6.783	\$ 6.783	\$ 6.783	\$ 7.262
GENERADOS POR PASIVOS					
*Total Generados Por Pasivos	\$ -137.527	\$ -120.229	\$ -82.081	\$ -81.245	\$ -67.968
Impuestos a las Ganancias	\$ -17.180	\$ -45.775	\$ -45.775	\$ -45.775	\$ -49.009
Ganancia (Pérdida) Ordinaria	\$ 29.156	\$ -3.158	\$ 68.562	\$ 104.597	\$ 57.372
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	\$ 29.156	\$ -3.158	\$ 68.562	\$ 104.597	\$ 57.372

*Valores en Miles de Pesos Argentinos

Tabla 40¹³: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

¹³ Fuente: www.cnv.gob.ar

ACTIVO	2012	2013e	2014e	2015e	Perpetuidad
ACTIVO CORRIENTE					
Caja, Bancos e inversiones transitorias	\$ 9.004	\$ 5.434	\$ 105.230	\$ 2.567	\$ 90.405
Creditos por Ventas	\$ 166.047	\$ 244.755	\$ 186.628	\$ 266.601	\$ 189.520
Otros Creditos	\$ 41.541	\$ 14.178	\$ 14.676	\$ 3.697	\$ 55.657
Bienes de Cambio	\$ 159.001	\$ 260.006	\$ 161.031	\$ 262.265	\$ 163.177
*Total Activo Corriente	\$ 375.593	\$ 524.373	\$ 467.565	\$ 535.130	\$ 498.758
ACTIVO NO CORRIENTE					
Bienes de Cambio	\$ 64.446	\$ 73.387	\$ 58.175	\$ 81.541	\$ 61.852
Bienes de Uso	\$ 489.829	\$ 490.345	\$ 555.678	\$ 479.851	\$ 605.325
Resto de los activos no corrientes	\$ 742.908	\$ 801.365	\$ 864.422	\$ 932.440	\$ 1.005.811
*Total Activo No Corriente	\$ 1.297.183	\$ 1.365.097	\$ 1.478.275	\$ 1.493.832	\$ 1.672.989
**Total Activo	\$ 1.672.776	\$ 1.889.471	\$ 1.945.840	\$ 2.028.962	\$ 2.171.747
PASIVO	2012	2013e	2014e	2015e	Perpetuidad
PASIVO CORRIENTE					
Cuentas por Pagar (Comerciales)	\$ 195.057	\$ 66.325	\$ 175.534	\$ 48.261	\$ 169.061
Prestamos (Bancarios y Financieros)	\$ 204.551	\$ 204.551	\$ 145.642	\$ 62.560	\$ 82.456
Previsiones	\$ 10.645	\$ 12.045	\$ 15.032	\$ 10.565	\$ 13.678
Resto de Pasivos a corto plazo	\$ 176.799	\$ 241.633	\$ 330.242	\$ 451.345	\$ 504.021
*Total Pasivo Corriente	\$ 587.052	\$ 524.554	\$ 666.450	\$ 572.730	\$ 769.216
PASIVO NO CORRIENTE					
Cuentas por Pagar (Comerciales)	\$ 29.647	\$ 9.622	\$ 28.008	\$ 8.468	\$ 31.025
Prestamos (Bancarios y Financieros)	\$ 319.214	\$ 596.975	\$ 401.567	\$ 479.076	\$ 370.667
Resto de Pasivos a Largo Plazo	\$ 178.314	\$ 190.045	\$ 198.340	\$ 196.039	\$ 204.945
*Total Pasivo No Corriente	\$ 527.175	\$ 796.642	\$ 627.915	\$ 683.583	\$ 606.637
**Total Pasivo	\$ 1.114.227	\$ 1.321.197	\$ 1.294.365	\$ 1.256.313	\$ 1.375.852
PATRIMONIO NETO	2012	2013e	2014e	2015e	Perpetuidad
CAPITAL					
Capital Suscripto	\$ 100.974	\$ 100.974	\$ 100.974	\$ 100.974	\$ 100.974
Ajuste de Capital	\$ 91.037	\$ 91.037	\$ 91.037	\$ 91.037	\$ 91.037
*Total Capital	\$ 192.011	\$ 192.011	\$ 192.011	\$ 192.011	\$ 192.011
APORTES NO CAPITALIZADOS					
GANANCIAS RESERVADAS					
Reserva Legal	\$ 38.605	\$ 38.605	\$ 38.605	\$ 38.605	\$ 38.605
Reserva para futuras inversiones		\$ 117.032	\$ 109.874	\$ 174.436	\$ 222.189
*Total Ganancias Reservadas	\$ 38.605	\$ 155.637	\$ 148.479	\$ 213.041	\$ 260.794
RESULTADOS NO ASIGNADOS					
Resultados No Asignados	\$ 121.032	\$ -3.158	\$ 68.562	\$ 104.597	\$ 57.372
*Total Resultados No Asignados	\$ 121.032	\$ -3.158	\$ 68.562	\$ 104.597	\$ 57.372
REVALUACIONES TECNICAS CONTABLES					
RESULTADOS DIFERIDOS					
Diferencias transitorias de conversión	\$ 162.361	\$ 179.244	\$ 197.883	\$ 218.461	\$ 241.178
Dif.Trans.Medicion Instr.Deriv.Determ.c/Cober	\$ 44.540	\$ 44.540	\$ 44.540	\$ 44.540	\$ 44.540
*Total de resultados diferidos	\$ 206.901	\$ 223.784	\$ 242.423	\$ 263.001	\$ 285.718
**Total Patrimonio Neto	\$ 558.549	\$ 568.274	\$ 651.476	\$ 772.650	\$ 795.894

*Valores en Miles de Pesos Argentinos

Tabla 41 : Balance

Valoración

Valoración por descuento de flujo de caja

Tomamos la decisión de hacer una única valoración por el método de DFC, ya que:

- Modelos de Descuentos de Dividendos: La empresa tiene una política de dividendos que nos hace imposible preverlo en su futuro.
- Modelos Basados en Múltiplos: Celulosa es la única empresa argentina del sector que emite información pública. No cumpliendo con uno de los requisitos necesarios para la validez de este análisis: NIVEL DE RIESGO EQUIVALENTE.

Para realizar la estimación del valor intrínseco de CELULOSA ARGENTINA S.A. debimos hacer algunos supuestos sobre la conformación del costo medio ponderado del capital (WACC), respaldados por información de acceso público.

Supuestos

- Tipo de Interés sin Riesgo:** Actualmente en Argentina no hay bonos del estado por períodos superiores a 5 años, por lo que decidimos tomar las letras del tesoro de EEUU a 10 años y sumarle el riesgo país actual.¹⁴
- Beta Ajustada:** No disponemos con información sobre Beta del sector, por lo que hemos tomado la decisión de usar el coeficiente que hemos calculado anteriormente (Ver Resultado 1) y aplicarle el proceso de ajuste, tal como lo hace la literatura financiera.¹⁵
- Prima de Riesgo estimada:** A partir de un estudio realizado por la IESE Business School, Universidad de Navarra, España sobre la prima de riesgo para 2012 en 82 países. Decidimos tomar la prima media más alta dada por las compañías para Argentina que es de 11,9%.¹⁶
- Coste Medio de Deuda (k_i):** Como ya hemos mencionado estimamos 15% que según el diario La Nación es el proyectado para el año 2013 y le aplicamos el 35% de impuestos obteniendo como resultado 9,75% (Ver tabla 6).

Cálculo del WACC	
Tipo de Interés sin Riesgo (Letras Tesoro EEUU a 10 años + Riesgo País Argentina)	13,73%
Beta Ajustada	0,821
Prima de Riesgo estimada	11,90%
Tasa Impositiva	35%
Costo de Fondos Propios (K _e)	23,50%
Coste medio de Deuda después de Impuestos (K _i)	9,750%
Estructura del Capital (D/AT)	83,95%
WACC	11,96%

Tabla 42

¹⁴ Fuente: www.portfoliopersonal.com/Tasa_Interes/hTB_TIR.asp & www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=2

¹⁵ Fuente: www.books.google.es/books?id=aS5wUv5E2QC&pg=PA111&dq=future+beta=M6UUyndDthRsgaMt4CADg&ved=false

¹⁶ Fuente: Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers

Obtenemos un WACC de 11,96%, consideramos que es un valor bastante acertado. Con esta tasa calculamos el factor de descuento para los flujos de caja libres proyectados.

	2012	2013e	2014e	2015e	Perpetuidad
EBIT	\$ 145.580	\$ 149.130	\$ 355.336	\$ 221.165	\$ 175.121
NOPLAT	\$ 94.627	\$ 96.934	\$ 230.968	\$ 143.757	\$ 113.829
Amortizaciones	\$ 78.577	\$ 74.532	\$ 84.463	\$ 72.937	\$ 92.009
Var. Cap.de Trabajo	\$ 211.459	\$ 181	\$ 198.885	\$ 37.600	\$ 270.457
Capex	\$ -84.869	\$ -75.048	\$ -149.796	\$ 2.890	\$ -217.483
Cash Flow Libre	\$ 205.167	\$ -335	\$ 133.552	\$ 113.427	\$ 144.983
Tasa de crecimiento Medio del Sector "g" (Supuesto)					0,799%
Valor Terminal					\$ 1.299.224
Factor de Ajuste		0,8932	0,7978	0,7126	0,7126
Valor Presente de Flujos de Fondos (Mayo 2013)					\$ 1.112.884
Disponibilidades Balance (Mayo 2013)					\$ 9.004
Deuda Financiera Balance (2013)					\$ 523.765
Valor Intrínseco de la Empresa (En miles de Pesos Arg)					\$ 598.123
N° de acciones					100.974
Valor Intrínseco por acción					\$ 5,92

Tabla 43

Además hicimos un análisis de sensibilidad ante cambios en el Costo medio de la Deuda (K_i) y consideramos que un valor máximo más probable de K_i podría estar entorno al 18% y obtuvimos, ceteris paribus, un precio objetivo por acción de \$4,35.

Conclusión

Celulosa Argentina S.A. es una empresa que está siendo gestionada, a pesar de la dificultad de la economía argentina, eficientemente.

Observamos que ante pequeñas variaciones de algunos supuestos, el impacto no resulta significativo. Lo que reafirma nuestra conclusión.

Asimismo, consideramos que la compañía se encuentra en proceso de recuperación y de disminución de su nivel de endeudamiento a corto plazo, luego del traspíe sufrido en el ejercicio 2009, por el impacto de la crisis.

Nuestra estimación puede variar significativamente en caso de hiperinflación o decisiones políticas, como por ejemplo:

- Limitación de precios de los productos
- Estatización
- Reducción de los aranceles a la importación o extinción de acuerdos entre las industrias de pulpa y papel de Argentina y Brasil

La valoración por descuento de flujo de fondos arroja un valor intrínseco que establece un precio objetivo por acción de entre \$4,35 y \$5,92. Muy superior al precio actual en el mercado de alrededor de \$3,8. Que consideramos que la gran brecha entre el precio objetivo y el de mercado es, en parte, explicable por el riesgo político y jurídico que está atravesando Argentina actualmente.

Analistas:

Juan E. Tettamanti - UCM
Xin Jing - UCM

Entendemos que Celulosa ofrece una interesante oportunidad de inversión en valor, sobre todo cuando su nivel de endeudamiento disminuya, lo que impactará positivamente en su cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Bibliografía

1. Informe trimestral de Riesgo País. Análisis Transversal de Economías Emergentes. BBVA Research. 2012
2. Perspectivas económicas de América Latina 2013. Política de PYMES para el cambio estructural. OCDE Report.
3. Estados contables individuales de fábrica nacional de papel S.A. Uruguay. 2009-2012. Deloitte.
4. Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo en circulación de hasta U\$S 280.000.000 (o su equivalente en otras monedas). Celulosa Argentina. 30 de junio de 2011.
5. Demonstraciones Financieras Consolidadas de Celulose Irani.S.A.Brasil. 2009-2012
6. Demonstraciones Financieras Consolidadas de CIA Melhoramentos deSP.S.A.Brasil. 2009-2012
7. Demonstraciones Financieras Consolidadas de. Fibria Celulose S.A.Brasil. 2009-2012
8. Demonstraciones Financieras Consolidadas de Klabin S.A.Brasil. 2009-2012
9. Demonstraciones Financieras Consolidadas de Santher Fab de Papel Sta. Therezinha S.A.Brasil. 2009-2012
10. Demonstraciones Financieras Consolidadas de Suzano Holding S.A.Brasil. 2009-2012
11. Demonstraciones Financieras Consolidadas de Suzano Papel e Celulose S.A.Brasil. 2009-2012
12. Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. y Schaefer, S. (2010):
13. Economics of strategy, Wiley, USA. Capítulos 12 y 14.
14. Fernandez, Pablo, Aguirreamalloa, Javier and avendaño, Luis Corres. Market Risk Premium Used in 82 countries in 2012: A Survey with 7,192 Answers.
15. Susana Delgado González, Belém Ena Ventura. Contabilidad General y Tesorería. 2010.
16. Kay Teschke, Paul Demers. Industria del Papel y de la Pasta de Papel.
17. www.cnv.gob.ar
18. www.bmfbovespa.com.br
19. www.bvm.com.uy
20. www.celulosaargentina.com.ar
21. www.stats.gov.cn