

## Reporte de calificación

---

### BONOS CARVAJAL S.A. POR COP500.000 MILLONES

**Contactos:**

**Edgar Mauricio Robles Cifuentes**

[edgar.robles@spglobal.com](mailto:edgar.robles@spglobal.com)

**María Carolina Barón Buitrago**

[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)

# BONOS CARVAJAL S.A. POR COP500.000 MILLONES

## CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos	Bonos Carvajal S.A.
Emisor:	Carvajal S.A.
Monto calificado:	COP500.000 millones
Monto emitido:	Serie A10: COP40.000 millones Serie C5: COP260.000 millones
Valor nominal	El valor nominal de cada uno de los Bonos de las series A, B, C y D será de \$1.000.000 de pesos colombianos (COP) o mil 1.000 unidad de valor real (UVR) para la serie E.
Valor vigente	COP200.000 millones
Fecha de emisión	29 de enero de 2020
Plazos de vencimiento	Entre 1 y 25 años a partir de la fecha de emisión de los bonos ordinarios
Rendimiento máximo	Serie A10: IPC + 3,50% E.A. Serie C5: 6,85% E.A.
Pago de capital	Único al vencimiento.
Avalistas actuales	Carvajal Propiedades e Inversiones S.A., Carvajal Pulpa y Papel S.A., Carvajal Empaques S.A., Carvajal Tecnología y Servicios y Carvajal Educación (Bico Internacional S.A)
Garantías	Garantía parcial bancaria otorgada por Davivienda por COP120.000 millones o hasta 30% del monto emitido. Apertura de una carta de crédito <i>stand-by</i> irrevocable y exigible a su primer requerimiento que cubra el servicio de la deuda de los siguientes doce meses de la emisión cada vez que la relación deuda financiera/EBITDA consolidada sea mayor a 3x (veces) al cierre del año fiscal a partir de 2021.
Agente estructurador	Corredores Davivienda S.A Comisionista de Bolsa y Estrategias Corporativas S.A.S
Representante legal de los tenedores	Gestión Fiduciaria S.A.

## I. RESUMEN

- Confirmamos la calificación de AA de los Bonos Carvajal S.A. por COP500.000 millones.
- Estimamos que el perfil crediticio de la Organización Carvajal (OCSA) se establezca al cierre de 2021 a niveles prepandémicos, gracias al posicionamiento de su portafolio de productos y categorías en cada una de las geografías donde mantiene operaciones. No obstante, consideramos que la concentración de los resultados en su filial Carvajal Empaques con cerca del 89,9% de la generación de EBITDA a junio de 2021 (38% en 2019) como un factor de seguimiento, debido a que reduce sus ventajas de diversificación por industria.
- En nuestra opinión, los indicadores crediticios de OCSA se mantendrán en línea con la calificación actual. Para 2021 y 2022, según la calificadora, el nivel de apalancamiento (medido como deuda neta + arriendos operativos sobre EBITDA) sería de 3,8x y el margen EBITDA estaría en promedios de 13,7%. Si bien estos indicadores se comparan favorablemente a lo observado en 2019, consideramos que aún es pronto considerar una acción de calificación positiva, ya que los resultados están apalancados en una de sus filiales y las otras todavía muestran rezagos a los efectos de la pandemia.

- La calificación de los bonos incorpora la existencia de una garantía otorgada por Davivienda por COP120.000 millones o hasta 30% del monto emitido, y de una carta de crédito *stand-by* irrevocable y exigible a su primer requerimiento que cubra el servicio de la deuda de los siguientes doce meses de la emisión. De acuerdo con nuestra evaluación, estas cuentan con altos niveles de prioridad, seguridad y condicionamientos, lo cual brindan mayor seguridad de pago a la emisión.
- El *covenant* para la apertura de la carta de crédito según el prospecto de emisión es de 3x deuda financiera a EBITDA. En 2020, este indicador fue de 8,2x y según proyecciones de la calificadora alcanzaría un nivel máximo de 4x al cierre de 2021. En cumplimiento de esta condición, la organización debería constituir esta garantía a partir de 2022.

## **II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN**

Bogotá, 4 de noviembre de 2021.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de AA de los Bonos Carvajal S.A. por COP500.000 millones.

## **III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN**

Nuestra evaluación de los Bonos Carvajal por COP500.000 millones se basa en nuestra evaluación de la capacidad de pago del emisor y se complementa con el análisis de las garantías otorgadas para esta emisión.

Proyectamos que el perfil crediticio de OCSA mejorará al cierre de 2021 frente a la contracción evidenciada en nuestra revisión previa de 2020. Este resultado cobra relevancia bajo los escenarios de alta incertidumbre tanto por la pandemia de COVID-19 y como por las protestas sociales. Consideramos que la consolidación de su fuerte posición de mercado en la región y la materialización de sus planes de eficiencias operativas seguirán proporcionando una base adecuada para afrontar eventos ajenos a su operación.

En 2021, la recuperación de la demanda del portafolio de productos de cada una de las filiales de la organización, sumado a la estrategia de incrementos en precio llevarán los ingresos consolidados a cerca de COP3,5 billones, cifra que representaría un incremento del 28% frente 2020 y estaría sobre el 103% del desempeño de 2019. Esta tendencia estaría apalancada por los resultados de sus filiales de Carvajal Empaques y Carvajal Pulpa y Papel, los cuales generarían cerca del 75% del total de las ventas. Lo que se atribuye en parte a su fuerte posición de negocio en la región, y su respuesta operativa y comercial frente a los eventos de desabastecimiento mundial y encarecimiento de las materias primas.

La continuidad de sus planes de eficiencias operacionales y las iniciativas de precio de la organización llevarán la rentabilidad por encima de niveles históricos en 2021. En este sentido, proyectamos que el margen EBITDA llegue a 14,1% al mismo periodo, para después disminuir a rangos sobre 13% a partir de 2022, lo que se atribuye a nuestra expectativa que los costos se alineen frente al incremento de la capacidad productiva para cumplir con sus requerimientos de ventas, la sostenibilidad de las eficiencias logradas en 2020, y la menor capacidad de captura de precios bajo un entorno de mercado más competitivo.

Proyectamos que OCSA tendría un nivel de apalancamiento (medido como deuda neta + arriendos operativos sobre EBITDA) máximo de 3,8x en los próximos dos años, resultados que se compararían positivamente con el registro de 8x en 2020 y de 4,2x en 2019. En nuestra opinión, la generación operacional y los recursos disponibles de efectivo en la caja serían adecuados para seguir soportando sus requerimientos operacionales y de inversión. Esto sin incrementar los niveles de endeudamiento consolidados que, a junio de 2021, totalizaban cerca de COP2 billones.

Si bien nuestras proyecciones financieras mantienen una mejor perspectiva en el corto y mediano plazo, un elemento que consideramos de seguimiento es la concentración del desempeño financiero en Carvajal Empaques. Esto considera que, a junio de 2021, cerca del 89,9% de la generación de EBITDA de la organización provino de esta filial, y que estimamos disminuya a 69% al cierre de año, pero cuyo nivel

todavía se mantendría muy por encima al promedio del 32% entre el periodo de 2018 y 2019.

La organización mantiene un control estricto de la estabilidad de sus niveles de deuda y perfiles de vencimiento. En 2021, la administración logró reperfilar deuda por COP1,05 billones (51% de la deuda total a 2020), lo cual llevó su concentración de pagos a COP322.000 millones entre 2021 y 2022, una reducción cercana al 64,5% frente a lo evidenciado en nuestra revisión de 2020. Bajo la estructura actual, OCSA tiene un promedio de pagos superior a 3,9 años desde 3,1 años de un año atrás, lo cual consideramos brinda mayor flexibilidad a la compañía para administrar sus niveles de liquidez.

La emisión de los Bonos Carvajal tiene como avalistas a las compañías que generan 100% del EBITDA de OCSA. Además, de dos garantías complementarias. La primera, una bancaria de Davivienda por un monto máximo de COP120.000 millones o el 30% del monto emitido, la cual se ejecuta a primer requerimiento y tiene un concepto legal limpio. La segunda, la existencia de una carta de crédito que garantizará el valor de los intereses que se deban pagar durante los doce meses siguientes a la expedición de la carta de crédito *stand-by* (CCSB) más el monto equivalente a 100% de los vencimientos de capital de alguna serie que hayan de ocurrir durante el año y hasta tanto la relación deuda financiera sobre EBITDA esté por debajo de 3x y cuyo beneficiario serán los tenedores de los bonos.

De acuerdo con nuestro escenario base, OCSA deberá constituir una carta de crédito en 2022, debido a que su relación deuda financiera sobre EBITDA estaría por encima de 3x (con cifras a cierre de 2021), y que según la organización tendría un costo estimado de COP230 millones por los próximos 12 meses. Esta garantía de los bonos considerada en el prospecto tiene cobertura del 40% de los bonos actuales, superior al 30% requerido, puesto que solo se han emitido COP300.000 millones del programa de COP500.000 millones disponible.

A continuación, presentamos los supuestos de nuestro escenario base:

- Para 2021 esperamos que el producto interno bruto (PIB) de los principales mercados donde OCSA mantiene operaciones tengan tasas de crecimiento de 8%, 6,2% y 12% para Colombia, México y Perú, respectivamente, según las proyecciones de S&P Global Ratings. Para 2022, estas mismas economías crecerían a tasas del 3%, 2,9% y 3%, para cada país.
- Proyectamos que los ingresos consolidados de OCSA crezcan 28% en 2021, debido al desempeño del volumen de ventas en lo corrido del año y a su capacidad de ajuste de precios, lo cual se traducirá en cada una de las filiales de la siguiente manera: Carvajal Empaques (41%), Carvajal Pulpa y Papel (16%), Carvajal Educación (67%) y Carvajal Tecnología (5%). Para 2022, prevemos que el desempeño de la organización se establezca a tasas consolidadas del 7%.
- En términos de su estructura de costos y gastos, estimamos que la OCSA mantendrá un comportamiento similar al registro de 2020 y junio 2021, puesto que la organización espera seguir ejecutando sus estrategias de eficiencias operacionales.
- Pronosticamos que OCSA no incremente los niveles de deuda en los próximos dos años.
- Un capital de inversiones (*capex*) anual de alrededor de COP111.000 millones en 2021 y COP206.000 millones en 2022, recursos que se concentran en los proyectos de las filiales de Carvajal Empaques y Carvajal Pulpa y Papel.
- No incorporamos pago de dividendos para 2021, dada la decisión de la organización de no distribuir rendimientos durante este periodo asociado a los efectos de la pandemia en su operación.

## **IV. LIQUIDEZ**

OCSA fortalece su posición de liquidez, gracias a la gestión proactiva de pasivos, a sus adecuadas políticas de capital de trabajo y a la flexibilidad del plan de inversiones de capital, cuyas acciones llevaron a la organización a registrar un flujo de caja operativo cercano a COP194.699 millones durante el primer semestre del año, resultado que se presenta como la mayor generación frente al mismo periodo de 2020 y 2019.

Bajo nuestro escenario de fuentes sobre usos, proyectamos que las fuentes de efectivo estarán en promedio

por encima de las 1,2x en los próximos 12 y 24 meses, resultado que nos permite confirmar que OCSA contará con recursos adecuados para cumplir con sus requerimientos operativos y obligaciones financieras. Asimismo, nuestra evaluación de liquidez incorpora las buenas relaciones que la organización tiene con la banca local e internacional, evidenciados en cupos de crédito aprobado por cerca de COP2,2 billones y el acceso al mercado de capitales.

Nuestro escenario de liquidez incorpora los siguientes supuestos:

- Efectivo disponible de COP259.710 millones a diciembre de 2020.
- Fondos de operaciones proyectado (FFO) cercano a COP243.481 millones y COP236.623 millones para los próximos 12 y 24 meses, respectivamente.
- Vencimientos de deuda de cercanos a los COP104.000 millones en 2021 y COP218.000 millones en 2022.
- Incorporamos la totalidad del capex operativo de la organización, derivado de la importancia para la continuidad de sus estrategias corporativas.

## V. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

### Qué puede llevarnos a subir la calificación

- La mejora de las condiciones actuales de las garantías con las que cuenta la emisión de bonos.
- Reducción sostenida del nivel de apalancamiento de la organización de forma que alcance una relación deuda neta más arriendos operativos sobre EBITDA inferior a 4x.
- El fortalecimiento de cada uno de los negocios de la organización que derive en una mejora de la capacidad de rentabilizar sus operaciones, reflejado en un margen EBITDA consolidado alrededor de 15%.

### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- El deterioro de las condiciones actuales de las garantías con las que cuenta la emisión de bonos.
- Incremento sostenido del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta más arriendos operativos sobre EBITDA sea superior a 5x.
- Reducciones sostenidas y significativas en la generación de EBITDA de la organización como resultado de la intensificación de la competencia o encarecimiento prolongado de sus materias primas.

## VI. EMISOR Y SU ACTIVIDAD

La Organización Carvajal es un conglomerado latinoamericano con más de cien años de existencia que mantiene inversiones en los sectores de empaques, pulpa y papel, educación y tecnología y servicios. Las principales filiales de organización son:

**Carvajal Empaques:** diseña, produce y distribuye soluciones integrales de empaques para la industria y bienes de consumo. Atiende los mercados de industrial, *food service*, y hogar, en siete países (Estados Unidos, México, Colombia, Perú, Chile, El Salvador y Ecuador). La compañía divide su portafolio en tres fuentes principales de materias primas: 1) Cartón o pulpas y fibras del bagazo de caña de azúcar; 2) Resinas plásticas tradicionales, recicladas y degradables; y 3) Aluminio.

**Carvajal Pulpa y Papel:** utiliza el bagazo de la caña de azúcar como materia prima básica. Produce

papeles para imprenta, oficina, cuadernos, papeles especiales y cartulinas para empaques. Tiene dos plantas ubicadas en Colombia con las cuales atiende el mercado doméstico y exporta a Estados Unidos, Ecuador y Perú. Atiende los segmentos de impresión, empaques, cuadernos y comunicación gráfica.

**Carvajal Tecnología y Servicios:** se enfoca en el desarrollo de soluciones integrales de tercerización de procesos de negocio y tecnologías de información en diferentes sectores para apoyar a sus clientes en la transformación de sus operaciones. Sus proyectos principales están concentrados en Colombia y atiende los segmentos de operadores sociales del estado, grandes compañías de servicio, y salud.

**Carvajal Educación:** dedicada a la producción, compra, venta, distribución, importación y exportación de productos y suministros para el aprendizaje, el entretenimiento y la oficina. Impulsa las marcas propias de la organización (Norma, Kiut, JeanBook, entre otras) las cuales se concentran en las líneas de negocio de cuadernos, arte escolar, accesorios, archivo escolar y productos de oficina.

**Carvajal espacios e inmobiliario:** entidad encargada del desarrollo inmobiliario del Grupo; algunos de los inmuebles que tiene a su cargo son el Centro Empresarial Santa Mónica y el Complejo Industrial Carvajal Yumbo, entre otros.

## **VII. RIESGOS DE INDUSTRIA**

OCSA enfrenta riesgos particulares en cada una de las industrias en las que participa; sin embargo, a continuación, identificamos los riesgos comunes a todos los negocios de la organización:

**Dependencia a los ciclos económicos:** las industrias donde participa OCSA en general son vulnerables a los ciclos de desaceleración económica, lo cual se refleja en un deterioro en el crecimiento orgánico de sus ingresos dada su alta dependencia de la capacidad de pago y comportamiento de consumo de sus clientes.

**Industrias altamente competidas:** estas industrias se caracterizan por tener un gran número de competidores y poco valor diferenciador para el usuario, hecho que limita la capacidad de las compañías para rentabilizar sus inversiones. No obstante, consideramos que el fuerte posicionamiento de las marcas propias de OCSA en la región y la rápida capacidad de adaptabilidad a las condiciones del mercado le permiten mitigar en gran proporción este riesgo y mantener su posición de negocio.

**Cambio en las preferencias de los consumidores:** es evidente que cada vez los consumidores están demandando productos más amigables con el medio ambiente, y, en algunos casos, los gobiernos se están planteando la necesidad de desarrollar estrategias para desincentivar el uso del plástico y castigar monetariamente a aquellos empresarios que no disminuyan su huella de impacto ambiental. Por esto, la compañía enfoca su estrategia corporativa en fortalecer su portafolio de productos de cartón y fibras alternativas.

**Riesgo de abastecimiento:** dadas las condiciones propias de las industrias donde opera la organización, el encarecimiento de las materias primas podría aumentar el precio del producto final o reducir el margen de rentabilidad para las compañías.

## VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Deuda de largo plazo
Número de acta	2030
Fecha del comité	04/11/2021
Tipo de revisión	Revisión periódica
Emisor	Carvajal S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón
	María Soledad Mosquera
	Patricia Calvo

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con una oportunidad aceptable por la disponibilidad de la entidad calificada y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y con los requerimientos de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores.

La información financiera incluida en este reporte está basada en los estados financieros auditados de los últimos tres años (2018-2020) y no auditados a junio del 2021.

BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad calificada / el emisor calificado.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento puede consultar el glosario en [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co) o bien, haga clic [aquí](#).