

Reporte de calificación

BONOS CARVAJAL S.A. POR COP500.000 MILLONES

Comité Técnico: 5 de noviembre de 2020
Acta número: 1828

Contactos:
Edgar Mauricio Robles Cifuentes
edgar.robles@spglobal.com
Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@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:	COP 500.000 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 COP1.000.000 o mil 1.000 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 \$120.000 millones de pesos colombianos (COP) 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/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.

Resumen

- Bajamos la calificación a 'AA' desde 'AA+' a los Bonos Carvajal S.A. por COP500.000 millones.
- La calificación responde a la reducción de generación de recursos propios de la Organización Carvajal (OCSA) durante 2020, derivada de los efectos negativos de la pandemia de COVID-19 en los países de la región donde mantiene operaciones, hecho que consideramos presionará los indicadores crediticios y retrasará las perspectivas de crecimiento en el corto plazo.
- En consecuencia, proyectamos que el nivel de apalancamiento de OCSA (medido como deuda neta sobre EBITDA) estará en torno a 9x (veces) al cierre de 2020 y 5x en 2021, indicadores que se mantienen por encima de 4,2x promedio del periodo 2018-2019.
- Bajo nuestro escenario base, OCSA mantendrá una posición de liquidez adecuada para dar continuidad a su operación, lo que se refleja en una relación de fuentes sobre usos promedio de 1,06x para los próximos 12 a 24 meses.

Acción de Calificación

Bogotá, 5 de noviembre de 2020.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica bajó la calificación de deuda de largo plazo a 'AA' desde 'AA+' de los Bonos Carvajal S.A. por COP500.000 millones.

Fundamentos de la calificación:

Dando continuidad al plan corporativo en 2020, OCSA enfoca sus esfuerzos en tres sectores principales: Industrial (Empaques, Pulpa y Papel, Educación y Espacios), Tecnología e Inmobiliario. Esto, con el propósito de consolidar su posición de mercado en la región y mejorar la capacidad de rentabilizar los negocios en los que participa, y cuyo enfoque consideramos le permitirá a la organización responder más eficientemente a los cambios en la industria bajo el fortalecimiento de las colaboraciones entre filiales

La magnitud y duración del impacto económico de la pandemia de COVID-19 pondrá a prueba la estrategia de precio-coste de OCSA y la sostenibilidad de su posición de negocio, debido a la intensificación de la competencia como respuesta al incremento de los volúmenes de inventarios y la volatilidad de las materias primas. Consideramos que la capacidad de materializar sus estrategias de eficiencias operacionales y el fortalecimiento de su portafolio de productos acorde con las necesidades del mercado serán fundamentales para que la organización mantenga su posición en los mercados que atiende, gracias a su robusta red de distribución y logística, la experiencia en cada industria y el posicionamiento de sus marcas propias.

Proyectamos que las medidas de distanciamiento social y el entorno de desaceleración económica en la región afecten el desempeño financiero de OCSA en 2020 y 2021. La pandemia ha acelerado la disminución del consumo del portafolio de productos de cada una de las filiales de la organización (excepto por Carvajal Tecnología) que, a junio de 2020, se contrajo -21,6%, -13,2% y -48,7% para Carvajal Empaques, Carvajal Pulpa y Papel y Carvajal Educación, respectivamente. Estos comportamientos nos llevaron a proyectar que los ingresos consolidados caerán en torno a -18% en 2020 frente a 2019, lo que se traducirá en una desaceleración cercana al -51% en su EBITDA durante el mismo periodo, cifra equivalente a un margen EBITDA de 8,4% desde el 13,5% promedio registrado entre 2018 y 2019.

Pese a nuestra expectativa moderada de recuperación de los niveles de consumo en los próximos dos años, consideramos que este comportamiento lo compensarán en gran medida los procesos de transformación operacional que viene implementando OCSA de años atrás. Entre estas acciones se encuentra la homologación de procesos, la restructuración de sus plantas de producción y el fortalecimiento de su integración vertical entre filiales. Así, proyectamos una recuperación gradual de la generación de recursos similares a los niveles pre-covid para 2022, reflejados en márgenes de EBITDA en un rango entre 13% y 14% como resultado de la reactivación de sus principales negocios.

Consideramos que una política financiera conservadora, posibles desinversiones y menores gastos de capital (capex) no serán medidas suficientes para respaldar la sostenibilidad de los indicadores de apalancamiento de OCSA. En este sentido, proyectamos que la disminución de su generación propia llevará la relación deuda neta a EBITDA a niveles sin precedente en la organización de 9,2x para 2020, la cual estimamos se mantenga en 4,9x en 2021, cifras muy superiores al promedio de 4,2x de los dos últimos años (2018-2019). Esta mayor expectativa de apalancamiento frente a nuestra última revisión de niveles promedio de 3,4x durante el mismo periodo, fundamenta el cambio de calificación de los bonos.

BONOS CARVAJAL S.A. POR COP500.000 MILLONES

Dado el alto nivel de incertidumbre frente al deterioro que pudiera generar la pandemia en el nivel de consumo del portafolio de producto de cada uno de los negocios de OCSA. Esto, considerando rebrotes del virus en la región, medidas de confinamiento más estrictas y una recuperación económica más lenta de lo esperado. Daremos especial seguimiento al desempeño de la organización frente a la materialización de las medidas operacionales en los próximos seis a 12 meses que soporten la generación de EBITDA, para garantizar la sostenibilidad de los indicadores crediticios en línea con nuestras expectativas.

La emisión de los Bonos Carvajal tiene como avalistas a las compañías que generan 100% del EBITDA de OCSA. Además, cuenta con dos garantías complementarias. La primera, una garantía 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. Cabe mencionar que, a la fecha, esta garantía tiene cobertura del 40% de los bonos, debido a que solo se han emitido COP300.000 millones del programa de COP500.000 millones disponible.

La segunda garantía, hace referencia a 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/EBITDA esté por debajo de 3x (veces) y cuyos beneficiarios serán los tenedores de los bonos. La garantía se dará mediante una CCSB irrevocable y exigible a su primer requerimiento, la cual la puede emitir un establecimiento bancario colombiano que tenga una calificación de deuda de largo plazo 'AAA', o un banco extranjero cuya calificación en escala global no sea inferior a 'A' o un organismo multilateral de crédito. Bajo nuestro escenario, proyectamos que OCSA deberá dar cumplimiento a esta garantía a partir de 2022 y cuyo costo financiero, según la organización, estaría alrededor de COP300 millones por cada 12 meses

A continuación, presentamos los supuestos de nuestro escenario base:

- Según proyecciones de S&P Global Ratings, los efectos económicos adversos derivados de la pandemia llevarán a América Latina a una recesión en 2020, por lo que se estima que su producto interno bruto (PIB) se contraerá en -8,5% en 2020, y crecerá 4,5% en 2021. En lo que respecta a las principales geografías donde OCSA mantiene operaciones proyectamos que para 2020 el PIB de Colombia, México, Perú y Ecuador se contraerán en -8%, -10,4%, -13,5%, -10% y -7,5%, respectivamente. Para 2021, estas economías repuntarán en 5,5%, 3,7%, 12,5% y 3%, respectivamente.
- Esperamos que los ingresos consolidados de OCSA disminuyan -18% en 2020 debido a menores volúmenes de ventas en la cada una de las filiales de la siguiente manera: Carvajal Empaques (-12%), Carvajal Pulpa y Papel (-16%), Carvajal Educación (-44%) y Carvajal Tecnología (-23%). Para 2021, esperamos una recuperación de los ingresos consolidados en torno al 8% dada nuestra expectativa de la reactivación de la actividad economía y mayor nivel de consumo: Carvajal Empaques (8%), Carvajal Pulpa y Papel (8%), Carvajal Educación (43%) y Carvajal Tecnología (2%).
- Incorporamos el capex anual de alrededor de COP145.000 millones en 2020 y 2021, recursos que se concentran principalmente en los proyectos de las filiales de Carvajal Empaques y Carvajal Pulpa y Papel.
- En términos de su estructura de costos y gastos para 2020 y 2021, esperamos una participación promedio sobre los ingresos en torno al 69% y 19%, respectivamente, debido a las medidas de flexibilización adoptadas en lo corrido del año.

- Mantenemos nuestra proyección de pago de dividendos en línea con los que presupuesta la compañía en torno a los COP22.000 millones por año, los cuales mantienen un carácter discrecional dependiendo de las estrategias corporativas de la organización.

Liquidez

A pesar del escenario desafiante de 2020, continuamos evaluando la posición de liquidez de OCSA como adecuada. Esto responde a la rápida ejecución de sus estrategias de protección de liquidez frente al fortalecimiento de sus políticas de recaudo, control de inventarios y priorización de capex, acciones que permitieron registrar flujos de caja operativos (FCO) de COP59.614 millones a junio de 2020, cifra equivalente a un incremento del 41% frente al registro de un año atrás.

Según nuestro escenario de fuentes sobre usos, proyectamos que las fuentes de efectivo excederán en aproximadamente 1,4x para 2020, pero que estarán por debajo de 1x para 2021. Este último resultado subraya la importancia de la consolidación de sus estrategias de reperfilamiento de deuda, pues durante 2021 se concentra cerca del 24% del pago total de las obligaciones financieras de la organización, aspecto al que daremos seguimiento en los próximos meses.

Consideramos que OCSA cuenta con mecanismos para afrontar escenarios de estrés financiero, los cuales están asociados con la flexibilización del plan de inversiones, el fácil acceso a la banca local e internacional y mercado de capitales, aspectos que creemos le brindarán un gran margen de maniobra para la administración de sus niveles de liquidez en el corto y mediano plazo.

Nuestro escenario de liquidez incorpora los siguientes supuestos:

- El efectivo disponible de COP83.230 millones a diciembre de 2019.
- Nuestras expectativas de flujo de fondos de operaciones (FFO) para 2020 y 2021.
- El capex de mantenimiento o prioritario para los próximos 12 y 24 meses.
- El pago correspondiente al servicio de deuda para los próximos dos años (de acuerdo con las obligaciones con corte a septiembre de 2020).

Oportunidades y amenazas

Qué puede llevarnos a subir la calificación

- Reducción sostenida del nivel de apalancamiento de la organización de forma que alcance una relación deuda neta 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 sobre 15%.
- La materialización de los resultados que espera OCSA por la implementación de su nueva estrategia corporativa en los montos y tiempos estimados.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- Incremento sostenido del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta sobre EBITDA sea superior a 5x.

- Modificaciones de las condiciones actuales de las garantías con las que cuenta la emisión que afecten negativamente a los tenedores de los bonos.
- 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.

Emisor y su actividad

La Organización Carvajal es un conglomerado multilatinamericano 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 de valor agregado, arte escolar, accesorios y archivo escolar. Cuenta con plantas de producción en Colombia, Ecuador y México.

Carvajal Propiedades e Inversiones: 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.

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: la pandemia de COVID-19 ha planteado un escenario retador para la generación de ingresos para cada una de las líneas de negocio de la organización. Esto, responde a las decisiones de contingencia adoptadas por cada uno de los gobiernos donde las compañías mantienen

operaciones para contener la velocidad de contagio. En este contexto, el desempeño financiero positivo de la organización dependerá en gran medida de la flexibilización de las medidas de distanciamiento y reactivación de la actividad económica en cada una de las regiones.

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 contaminación 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.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad necesaria 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 Investor Services S. A. SCV.

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

BRC Investor Services S.A. SCV 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 Investor Services 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

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

III. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web www.brc.com.co