

Reporte de calificación

EMISIÓN DE BONOS SEGUNDO
MERCADO HASTA POR LA SUMA
DE \$530,000 MILLONES A CARGO
DE CARVAJAL S.A.

Contactos:

Edgar Mauricio Robles Cifuentes

edgar.robles@spglobal.com

María Carolina Barón Buitrago

maria.baron@spglobal.com

EMISIÓN DE BONOS SEGUNDO MERCADO HASTA POR LA SUMA DE \$530,000 MILLONES A CARGO DE CARVAJAL S.A.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos	Bonos Ordinarios de Carvajal S.A. segundo mercado
Emisor:	Carvajal S.A. (es la sociedad matriz del grupo empresarial Carvajal).
Monto calificado:	\$530,000 millones de pesos colombianos (COP).
Series:	Dos series: las series A y B.
Valor nominal	El valor nominal de cada uno de los bonos de las series será de un COP1,000,000 en el momento de la emisión.
Plazos de vencimiento	Entre 7 y 10 años contados a partir de la fecha de emisión.
Rendimiento máximo	Por definir
Pago de capital	Por definir
Garantías	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) a partir del cierre de 2024.
Agente estructurador	Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa
Representante legal de los tenedores	De conformidad con lo establecido en el artículo 5.2.3.1.15 del Decreto 2555, la emisión no contará con un representante legal de los tenedores de bonos considerando que su oferta pública se dirige al segundo mercado.

I. RESUMEN

- Asignamos la calificación de deuda de largo plazo de AA a la Emisión de bonos segundo mercado hasta por la suma de COP530,000 millones (Bonos Cartera).
- La calificación de los Bonos Cartera se basa en nuestra evaluación de la capacidad de pago del emisor y se complementa con el análisis de la garantía otorgada según prospecto. En opinión de la calificadora, dicha garantía se ajusta a altos niveles de condicionamientos, los cuales mejorarían la probabilidad de pago a los tenedores de bonos.
- La Organización Carvajal S.A. (OCSA) planea emitir bonos en el mercado secundario que no implicaría un aumento de su deuda (medida como deuda neta más arriendos operativos). El nivel de apalancamiento se mantendría por debajo de 3x (veces) para los próximos tres años.
- Consideramos que la emisión flexibiliza el perfil de liquidez, reflejado en un indicador de fuentes sobres usos promedio de 1.5x entre 2023 y 2024. Esto, considerando que se mantenga su política financiera prudente y conservadora hacia el apalancamiento.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 13 de diciembre de 2023.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en calificación inicial asignó la calificación de deuda de largo plazo de AA a la Emisión de bonos segundo mercado por la suma de COP530,000 millones a cargo de Carvajal S.A.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

La calificación de los Bonos Cartera por COP530,000 millones incorpora nuestra evaluación de capacidad de pago del emisor, que tiene como avalistas a las compañías que generan 100% del EBITDA de la Organización, y se complementa con el análisis de la garantía otorgada. En nuestra opinión, esta última mantiene alto grado de condicionamientos que mejora la probabilidad de pago a los tenedores de bonos, y que describimos a continuación:

- La garantía contempla que en caso de que la relación deuda financiera / EBITDA sea mayor a 3x al cierre de 2024 o en cada año subsiguiente en el que se encuentren vigentes los bonos, el emisor constituirá una carta de crédito *stand-by* (CCSB) por el valor total de los intereses y capital de las series que se deban pagar durante los doce meses siguientes. Esto durante los doce meses siguientes a la expedición de la CCSB y hasta tanto el indicador esté por debajo o igual a 3x.
- La CCSB será irrevocable y exigible a primer requerimiento y la podrá emitir un establecimiento bancario colombiano que tenga una calificación de deuda de largo plazo no inferior a AAA y regida bajo ley colombiana o por un banco extranjero cuya calificación de deuda de largo plazo no sea inferior a A regida bajo las reglas URDG 758, y avisada por un banco colombiano.

La calificadora podría revisar la calificación de los Bonos Cartera si lo considera pertinente ante cualquier ajuste o cambio frente a los compromisos expuestos en el prospecto final de la emisión de los bonos.

El escenario revisado de OCSA asume márgenes EBITDA entre 15% y 16% como resultado de la gestión de precios en su portafolio y las eficiencias operacionales que ha logrado cada una de las compañías, aun bajo condiciones de desaceleración de consumo y mayor competencia.

Nuestras expectativas de ingresos de la Organización para los próximos tres años están entre COP4.7 billones y COP5.2 billones, debido a la corrección en sus ventas en lo corrido del año, un nivel más bajo frente a los máximos históricos de 2022 (COP4.8 billones). A septiembre de 2023, las ventas agregadas presentaban resultados muy similares a los del mismo periodo de un año atrás, comportamiento que contrasta frente al crecimiento de 9.1% que registraba a junio.

Proyectamos que OCSA mantenga el apalancamiento por debajo de 3x a mediano plazo, indicador que estaría acorde con su perfil de crédito. Si bien desde nuestro caso base la generación EBITDA promedio disminuye cerca de 8% entre 2023 y 2025, debido a la menor base de ingresos frente a la última revisión de la Organización, la caja disponible aumentaría en cerca de 43% durante el mismo periodo. Esto se da gracias a las estrategias de liberación de capital de trabajo y la redefinición de 30.5% del capex. A todo lo anterior, estimamos que la deuda agregada se mantenga en niveles de COP1.7 billones a COP1.9 billones.

Conviene recordar que el objetivo de la emisión de Bonos Cartera es sustituir pasivos financieros antes del cierre de 2023 y no es deuda adicional. Además, esta disminuirá los pagos de deuda a COP276,000 millones entre septiembre 2023 y cierre de 2025. Esto, a su vez, ampliará el perfil de vencimientos a un promedio ponderado de 5.1 años, el cual consideramos que le brindará a la administración un amplio margen de maniobra para la administración de la deuda y su estructura de capital.

La evaluación de crédito de OCSA también refleja su posición de mercado favorable en la mayoría de sus líneas de negocio, así como su alta diversidad en su portafolio de productos y de geográficas a lo largo de

EMISIÓN DE BONOS SEGUNDO MERCADO HASTA POR LA SUMA DE \$530,000 MILLONES

América Latina y Estados Unidos. En nuestra opinión, la alta integración vertical de sus filiales ofrece una ventaja competitiva frente a sus pares y brindan mayor resiliencia a condiciones de mercado adversas.

Consideramos que la evaluación de gobierno de OCSA es satisfactoria. La administración cuenta con un plan estratégico y de inversiones claro, que ha ejecutado de manera consistente y ha estado enfocado en la rentabilización del negocio a través de los últimos años. Entre estos están la definición de nuevas políticas de crecimiento en la región Norte (México y Estados Unidos) y políticas financieras como Organización. Estas últimas reflejadas con expectativas de crecimientos de tres puntos porcentuales el costo medio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) y niveles de apalancamiento de 3x.

IV. LIQUIDEZ

Consideramos que la capacidad de adaptación a un entorno de menor consumo y mayor competencia, sumado a la estricta ejecución de sus políticas de liberación de caja, y su discrecionalidad en sus proyectos de inversión brindará a OCSA una posición de liquidez adecuada a mediano plazo. Esto se refleja en que las fuentes de nuestro caso base superan aproximadamente en 70% sus usos durante 2023 y un 30% para 2024. Este escenario cobra relevancia ante nuestro supuesto de una reducción en los flujos de fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) promedio del 18.6% como resultado de nuestra expectativa de una desaceleración en la base de ingresos frente a nuestra última revisión.

Además, consideramos que el perfil de liquidez de OCSA se beneficia de las buenas relaciones que tiene con la banca local e internacional el acceso al mercado de capitales, así como de la prudente administración de riesgo.

V. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a subir la calificación

- El fortalecimiento de la posición de negocio en cada una de sus líneas estratégicas dentro de la Organización, que permita la consolidación de sus planes de crecimiento y de penetración de nuevos mercados.
- Una mejora sostenida de la capacidad de rentabilizar sus operaciones, reflejado en un margen EBITDA por encima del 16%.
- Mejores condiciones en las garantías otorgadas que nos permitan fortalecer nuestra opinión sobre la capacidad de pago de los bonos.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- El incremento sostenido del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta/EBITDA sea superior a 3x.
- Las 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.
- Modificaciones de las condiciones actuales de las garantías con las que cuenta la emisión que afecten negativamente a los tenedores de los bonos.

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 son:

Carvajal Empaques: diseña, produce y distribuye soluciones integrales de empaques para la industria y bienes de consumo. Atiende los segmentos de industrial, servicios de alimentos, 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 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 en Colombia y en diversos sectores.

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 de los ciclos económicos: las industrias donde participa OCSA en general son vulnerables a los ciclos de desaceleración económica, lo cual se refleja en menor 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 exigen productos más amigables con el medio ambiente y, en algunos casos, los gobiernos se están planteando la

EMISIÓN DE BONOS SEGUNDO MERCADO HASTA POR LA SUMA DE \$530,000 MILLONES

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	2474
Fecha del comité	13 de diciembre de 2023
Tipo de revisión	Calificación inicial
Emisor	Carvajal S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón
	María Soledad Mosquera
	Andrés Marthá

A la fecha de este reporte, la emisión aquí mencionada aún no ha sido colocada en el mercado. Si a la fecha de colocación definitiva surgieran cambios en los supuestos analizados o que se ubicaran fuera los rangos o variables considerados para otorgar la calificación, o si estos cambios se relacionaran a aspectos tales como, por ejemplo, tasas de interés, plazos o alguna de las consideraciones expuestas en este documento o implicarán cambios substanciales en los documentos legales soporte de la operación y conocidos por BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores, la calificación otorgada podría cambiar.

Historia de la calificación

No Aplica (NA)

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV.

BRC Ratings – S&P Global 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, BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad.

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años (2020-2022) y no auditados a septiembre de 2023.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en www.brc.com.co

EMISIÓN DE BONOS SEGUNDO MERCADO HASTA POR LA SUMA DE \$530,000 MILLONES

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

IX. 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

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.
