

Reporte de calificación

BONOS CARVAJAL S.A. POR COP500,000 MILLONES

Contactos:

Edgar Mauricio Robles Cifuentes

edgar.robles@spglobal.com

María Carolina Barón Buitrago

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 unidades 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 S.A.S BIC 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 los Bonos Carvajal S.A. por \$500,000 millones de pesos colombianos (COP) de AA+.
- La sostenibilidad de su generación EBITDA, la política financiera conservadora y los adecuados niveles de rentabilidad continuaran respaldando el perfil de crédito de Organización Carvajal S.A. (OCSA). Nuestro escenario sigue asumiendo márgenes EBITDA entre 15%-16%, y niveles de apalancamiento (medido como deuda neta más arriendos operativos sobre EBITDA) por debajo de 2.5x (veces) para los próximos tres años.
- Consideramos que la posición relevante de OCSA en los mercados y las industrias que atiende proporcionan estabilidad en sus ingresos y generan palancas de crecimientos en cada uno de sus negocios, lo que propende por mitigar los riesgos económicos, sociales y de competencia de cada mercado individual.
- Nuestra opinión de las garantías otorgadas para esta emisión se ajusta a altos niveles de prioridad, seguridad y condicionamientos, características que aumenta la recuperación de capital de los bonos.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 5 de septiembre de 2023- 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:

La calificación de los Bonos Carvajal por COP500,000 millones se fundamenta en nuestra evaluación de la capacidad de pago del emisor, el análisis de la garantía otorgada por Banco Davivienda S. A. (en adelante Davivienda o garante) y la existencia de una carta de crédito.

A pesar del difícil entorno macroeconómico y de alta competencia, OCSA sigue demostrando la fortaleza de sus marcas a través del desempeño de sus ventas. A junio de 2023, los ingresos agregados sumaron COP2.3 billones, 9.1% más que el mismo periodo histórico de 2022, resultados que indican sus ventajas de diversificación por geografía y por producto. En el último año la Organización focalizó su estrategia de crecimiento a la región Norte, segmento que mantiene el mayor potencial de crecimiento y cuyo EBITDA representa cerca del 32% (incluyendo México y USA) del total de la Organización.

En nuestro escenario base, en 2023 las ventas de OCSA están entre COP4.7 y COP4.8 billones, nivel similar al registrado en 2022. Para los siguientes años, las ventas repuntarían a rangos de COP5.2 y COP5.8 billones como resultado de la mayor penetración del mercado mexicano y norteamericano. En términos de rentabilidad la Organización alcanzaría un margen EBITDA entre 15% y 16% en los próximos tres años. Los resultados estarían apalancados por la flexibilidad operativa y la alineación vertical que generan las economías de escalas entre cada uno de los negocios de la Organización, así como por la fortaleza de las marcas en cada uno de los mercados. Estos resultados se comparan con nuestras expectativas de la revisión anterior y están de acuerdo con su calificación.

Proyectamos que OCSA mantendrá una política de endeudamiento conservadora. A junio de 2023, el nivel de apalancamiento fue de 2.2x, similar al del cierre de 2022 y que se mantendrá en este mismo rango en los próximos tres años. Esto, teniendo en cuenta que pronosticamos que la deuda se estabilice en promedios de COP1.9 billones, ya que la generación propia de recursos cubriría los requerimientos operativos y de inversión.

Actualmente, OCSA planea inversiones anuales promedio por COP229,000 millones entre 2023 y 2025, cifra que representaría cerca del 27.6% de nuestras proyecciones de EBITDA, lo que confirmaría la capacidad de utilizar sus recursos propios sin requerir a financiación externa. Sin embargo, como resultado de la aceptación del portafolio de productos en la región Norte, especialmente Estados Unidos y México, la Organización está redefiniendo una nueva estrategia corporativa hacia estos mercados y de asignación de capital para soportar sus expectativas de penetración. Daremos seguimiento a cualquier cambio en la estrategia de uso de deuda para financiar estos proyectos.

Consideramos que OCSA mantiene una fuerte posición de negocio, la cual se ha beneficiado de las estrategias de sostenibilidad y economía circular que vienen implementando desde hace varios años. Esto ha permitido tener avances en todo el portafolio de productos de cartón, fibras alternativas y el uso del plástico posconsumo. Además, las filiales se han posicionado dentro de cada uno de los mercados, especialmente en aquellos con mayores restricciones y requerimientos técnicos.

El análisis de las garantías no presenta cambios frente a la revisión extraordinaria de 2023 y de su calificación inicial en 2019. Estas presentan altos niveles de seguridad, prioridad y condicionamientos. La emisión de los Bonos Carvajal tiene como avalistas a las compañías que generan 100% del EBITDA de OCSA. Además, de dos garantías complementarias:

- Garantía 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 prioridad de pago para los tenedores de bonos se basa en el concepto legal emitido por Lloreda Camacho & Co. La Garantía es irrevocable debido a que en su texto se establece expresamente lo siguiente: “BANCO DAVIVIENDA S.A., NIT 860.034.313-7, establecimiento bancario con domicilio principal en Bogotá D. C., otorga la presente garantía bancaria independiente a primer requerimiento irrevocable (la “Garantía”) a favor de los Tenedores de Bonos Ordinarios (los “Beneficiarios”), emitidos por CARVAJAL S.A.”. Con lo anterior, se cumple lo dispuesto en el artículo 1410 del Código de Comercio el cual dispone que el pacto de irrevocabilidad debe consignarse expresamente en la garantía bancaria (carta de crédito).
- 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 contingente (*stand-by*, o 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.

IV. LIQUIDEZ

En 2023, OCSA también enfoca su estrategia financiera a la liberación de recursos a través del estricto control de su capital de trabajo, especialmente en el uso y planificación de sus inventarios. De esta forma, a junio de 2023 el flujo de caja operativo (FCO) totalizó con COP235,906 millones, un crecimiento del 71.5% frente al mismo periodo de 2022, y el cual representa la mayor generación semestral de los últimos tres periodos. Al cierre del año, las entradas de recursos por capital de trabajo podrían sumar entre COP65,000 y COP70.000 millones aproximadamente, cifra que cobra relevancia puesto que podrían financiar entre un 40% y 43% del capex presupuestado para este periodo.

Seguimos evaluando la liquidez de OCSA como adecuada. Proyectamos que las fuentes de efectivo excederán los usos en torno a un 40% y 10% en los próximos 12 y 24 meses, respectivamente. Estos resultados confirman la capacidad que tendría la Organización para cumplir con sus requerimientos financieros, de inversión y frente a sus accionistas de manera oportuna. Nuestra evaluación incorpora la flexibilidad de su plan de inversiones, lo cual se refleja con un ajuste del 19.7% frente al presupuestado al inicio del año. Asimismo, se pondera el perfil de vencimientos con un promedio ponderado de 3.3 años (dato a junio de 2023), las sólidas relaciones con la banca nacional e internacional y su acceso probado al mercado de capitales.

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.
- Las 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 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	2407
Fecha del comité	5 de septiembre de 2023
Tipo de revisión	Revisión periódica
Emisor	Carvajal S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón
	María Soledad Mosquera
	Patricia Calvo

Historia de la calificación

Revisión extraordinaria Abr./23: AA+
Revisión periódica Sep./22: AA; perspectiva positiva
Calificación inicial Nov./19: AA+

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 a junio 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

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.
