

Reporte de calificación

EMISIÓN DE BONOS DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS PASCUAL S.A. HASTA POR US\$17,5 MILLONES

Contactos:

Ana María Carrillo Cárdenas

ana.carrillo@spglobal.com

María Carolina Barón Buitrago

maria.baron@spglobal.com

EMISIÓN DE BONOS DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS PASCUAL S.A. HASTA POR US\$17,5 MILLONES

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS			
Títulos:	Bonos ordinarios con garantía hipotecaria		
Emisor:	Productos Alimenticios Pascual S.A.		
Fiador:	Empresa Panameña de Alimentos (EPA)		
Monto calificado:	US\$17.500.000		
Características de los bonos:			
Pagos de capital:	Año	Monto a pagar (en miles de dólares USD)	
	1	0	
	2	140	
	3	245	
	4	350	
	5	700	
	6	1.190	
	7	1.190	
	8	1.225	
	9	1.225	
	10	1.260	
	Fecha vencimiento de los bonos	9.975	
Pago de intereses	Trimestral		
Tasa de interés	Deuda financiera neta / EBITDA	Tasa	Mínimo
	Menor o igual a 2.5x	Libor 3M+3.625%	4.500%
	De 2.5x a 2.0x	Libor 3M+3.500%	4.375%
	Menor a 2.0x	Libor 3M+3.375%	4.250%
Garantías y prelación:	Fideicomiso de Garantía cuyo activo principal será la primera hipoteca y la anticresis sobre los bienes inmuebles y sus mejoras de propiedad del Emisor y sus afiliadas. Prenda sobre las acciones del Emisor y sesión de pólizas de las mejoras realizadas a los bienes inmuebles otorgados en garantía.		
Covenants:	Deuda Financiera Neta / EBITDA \leq 4.75 x Año 1 a 4 Deuda Financiera Neta / EBITDA \leq 4.00 x Año 5 en adelante Mantener una razón de cobertura de servicio de la deuda \leq 1.5x Mantener un patrimonio mínimo de USD65 millones.		
Agente de pago, registro y transferencia:	Banco General		
Representante legal de los tenedores:	N.A.		
Agente estructurador:	Banco General		
Agente colocador:	BG Investment, Co. Inc		

I. RESUMEN

- Asignamos la calificación de deuda de largo plazo de AA a los bonos emitidos por Productos Alimenticios Pascual S.A hasta por US\$17,5 millones.
- La posición de negocio de Alimentos Pascual en Panamá es fuerte y cuenta con ventajas competitivas importantes frente a otros participantes de la industria.
- En nuestro escenario base, el nivel de apalancamiento con el que cerraría 2021 es el más alto en los últimos tres años, y tomaría dos más volver a los niveles previos a la pandemia; aunque se mantiene bajo frente a sus comparables.
- El cumplimiento de las expectativas de desapalancamiento, a través de una mayor generación de EBITDA, será una variable de seguimiento en los próximos dos años.
- La emisión cuenta con garantías hipotecarias que podrían ser ejecutadas en caso de incumplimiento. Así mismo, el cumplimiento de las restricciones financieras (*covenants*) depende del comportamiento histórico de la empresa.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 8 de noviembre de 2021.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores asignó la calificación inicial de deuda de largo plazo de AA a los bonos emitidos por Productos Alimenticios Pascual S.A hasta por US\$17,5 millones.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

La calificación de los bonos emitidos por Productos Alimenticios Pascual S.A (en adelante AP) incorpora su fuerte posición en el mercado panameño. Es líder en las categorías de galletas y café, las cuales representan 60% del total de sus ingresos y tienen las rentabilidades brutas más altas dentro del portafolio. Adicionalmente, cuenta con una oferta diversificada de productos y presencia en los principales canales de ventas lo que le ha permitido tener estabilidad en sus ingresos y representa una ventaja competitiva frente a sus principales competidores.

A pesar de que AP opera en un sector que podría estar expuesto a riesgos de volatilidad de precios de sus materias primas, sus políticas claras de seguimiento y una política conservadora, especialmente en la compra de café en los mercados internacionales, lo ha hecho menos vulnerable a este riesgo.

La flexibilidad de la estructura operativa de la compañía le ha permitido mantener sus niveles de margen EBITDA cercanos a 12% en los últimos años, nivel similar al de la industria. Evidencia de lo anterior es que en 2020 cuando las ventas se redujeron 8,0% por efecto de la pandemia, los costos se redujeron 6,6% y los gastos de ventas y generales en 13,7%, evidenciando así una alta capacidad de maniobra de la compañía. Para los próximos años, proyectamos una caída de la rentabilidad a niveles de 10,2% en 2021 y 2022, mientras la demanda de productos vuelve a los niveles previos a la pandemia, especialmente en términos de volumen. En nuestro escenario base, proyectamos que la rentabilidad se situará cerca a 12% a partir de 2023. A pesar de que el margen toque el nivel de 10%, los resultados se mantienen por encima de otras compañías que operan en el mismo sector.

Con el fin de fortalecer su capacidad productiva y de valor agregado en la categoría de café, AP está construyendo una planta con un costo total de US\$23,0 millones, que le permitirá mejorar su nivel de eficiencia y aumentar su volumen de producción en cerca de 11% en dos años. Como parte de la estrategia de financiación, realizará una emisión de bonos por US\$17,5 millones (objeto de la presente calificación) y solicitó un crédito por US\$19 millones que desembolsará a medida que avance la construcción. Esta

EMISIÓN DE BONOS DE PRODUCTOS ALIMENTICIOS PASCUAL S.A. HASTA POR US\$17,5 MILLONES

operación representará un incremento del nivel de apalancamiento, medido como deuda neta a EBITDA, hasta 2,9x en 2021 desde 1,7x en 2019. No obstante, estos índices son menores a los de otras compañías comparables en el mercado panameño.

De acuerdo con el prospecto de emisión, durante la vida de los bonos se deberán cumplir tres *covenants* que limitan el nivel de apalancamiento de AP, el nivel de liquidez y el patrimonio. La existencia de éstos *covenants* favorece el control sobre la operación de la compañía, pero no impacta nuestra evaluación de la capacidad de pago de la emisión.

La emisión cuenta con una garantía a través de un fideicomiso compuesto por la prenda de las acciones del emisor y derechos derivados sobre bienes inmuebles, y con una fianza solidaria, por un valor que deberá ser equivalente a 125% del saldo insoluto de capital de los bonos. Sin embargo, la ejecución de esta garantía se hará una vez se haya declarado un incumplimiento en las obligaciones de pago del emisor.

IV. LIQUIDEZ

Históricamente la capacidad de generación de recursos propios de AP ha sido alta, representando más de US\$11 millones al año, lo que se explica en parte por el buen manejo que hace de su capital de trabajo. En el último año, se evidenció una menor rotación en materia de inventarios, explicada principalmente por la decisión estratégica de la compañía de mantener mayores productos para atender la demanda, teniendo en cuenta las restricciones de movilidad bajo las condiciones de pandemia.

Para los próximos 12 a 24 meses, proyectamos una relación de usos a fuentes superiores a 1,2 x (veces) incluyendo los desembolsos que ya se han hecho del crédito para la construcción de la planta de café y el cumplimiento de las obligaciones de inversión de este mismo proyecto. No anticipamos cambios adicionales en esta materia, en la medida que se mantengan las condiciones actuales de actividad económica en Panamá.

V. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a subir la calificación

- Recuperación de los márgenes de rentabilidad a los niveles históricos, superiores a 12,5%.
- Reducción del apalancamiento por debajo de 2x en los próximos dos años.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- Incremento del nivel de deuda por encima de 3x su EBITDA o mayores a los *covenants* definidos en el prospecto.
- Reducción de la relación de liquidez por debajo de 1x en los próximos 12 a 24 meses.
- Incumplimiento en tiempo y presupuesto de la construcción de la planta de café.

VI. EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Productos Alimenticios Pascual S.A produce, importa y distribuye aproximadamente 600 productos. Alrededor de 74% de ellos son manufacturados y vendidos bajo marcas propias y 17% corresponde a productos distribuidos por terceros. Los productos están en las categorías de galletas, pasta, cafés, snacks, caramelos, té, pastas, bebidas y aceites, entre otros. Su fortaleza comercial le ha permitido mantener alianzas estratégicas con marcas como Gerber, Jacks, Bonlac y Atún Vikingos.

AP fue constituida como una empresa familiar en 1946 en ciudad de Panamá y desde entonces ofrece sus productos en todo el país. En 2012 la adquirió Casa Luker, empresa colombiana que produce chocolate, café, enlatados, compotas y algunos productos de cuidado personal. En ese año se constituye una holding denominada Empresa Panameña de Alimentos que centraliza toda la operación incluyendo Café Durán tiendas de café, entidad que hace un aporte marginal al total de ingresos de EPA.

VII. RIESGOS DE INDUSTRIA

Competencia:

El Emisor participa en el mercado de galletas dulces y saladas, caramelos, snacks y café en el mercado panameño al que están entrando importantes competidores con estrategias agresivas. Sin embargo, la presencia que tiene Pascual en la mayoría de los mercados y canales lo ubica como uno de los principales participantes.

Los productos de marca blanca, que son algunos de los que podrían representar una mayor competencia en el sector no son importantes en el mercado panameño, especialmente en productos como galletas y snacks. Hay mayor participación en aceites y pastas, mercados en los que el Emisor se diferencia a través de la calidad.

Ciclicidad de los precios:

La inflación de Panamá es relativamente baja, con un máximo en 2014 de 2,6% y un mínimo en 2019 de -0,3%, la inexistencia de un banco central en el país y su uso del dólar como moneda legal ha mantenido la estabilidad de los precios en la economía en las últimas décadas.

Los precios de los productos de la compañía se han mantenido estables entre 2018 y 2020, pero se prevé un incremento para finales de 2021 e inicios de 2022 en respuesta a la coyuntura de la pandemia. Sin embargo, dada la alta diversidad de productos que tiene la compañía en el mercado no lo identificamos como un riesgo.

**EMISIÓN DE BONOS DE
PRODUCTOS ALIMENTICIOS PASCUAL S.A. HASTA POR US\$17,5 MILLONES**

Riesgo de materias primas:

El Emisor se dedica a la transformación de materias primas agrícolas básicas en productos alimenticios, siendo las más relevantes café, harina y azúcar, las cuales están sujetas a fluctuaciones de precio de los mercados internacionales no necesariamente correlacionados con el mercado local, lo cual podría afectar los resultados del Emisor respecto a sus estimados.

Estas materias primas también pueden estar sujetas a situaciones de desabasto en el mercado local por políticas de producción de los proveedores y situaciones climáticas, paros laborales, entre otras. El Emisor tiene programas de inventarios y compras para mitigar el riesgo, pero no puede eliminarlo completamente.

La única materia prima sobre la cual realiza algún tipo de cobertura es el café en el mercado internacional en donde hace compra de futuros para disminuir su exposición.

VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL

VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL	
Tipo de calificación	Deuda de largo plazo
Número de acta	2.034
Fecha del comité	8 de noviembre de 2021
Tipo de revisión	Calificación inicial
Emisor	Alimentos Pascual S.A
Miembros del comité	Patricia Calvo
	María Soledad Mosquera
	Andrés Marthá

Historia de la calificación

Calificación inicial Nov./21: 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 y no auditados a junio del 2021.

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 DE
PRODUCTOS ALIMENTICIOS PASCUAL S.A. HASTA POR US\$17,5 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.
