

# Reporte de calificación

---

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

**Comité Técnico:** 6 de noviembre de 2019  
**Acta número:** 1646

**Contactos:**  
**Ana María Carrillo Cárdenas**  
[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@spglobal.com)  
**María Carolina Barón Buitrago**  
[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)

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

Bonos Carvajal S.A.	
<b>Emisor</b>	Carvajal S.A.
<b>Monto calificado</b>	COP 500.000 millones
<b>Número de series</b>	Cinco series: A,B,C,D y E
<b>Fecha de emisión</b>	Por definir
<b>Plazos de vencimiento</b>	Entre uno y 25 años a partir de la fecha de emisión
<b>Rendimiento máximo</b>	Serie A – pesos IPC +10% Serie B – pesos DTF +10% Serie C – pesos Tasa fija = 15% Serie D – pesos IBR+10% Serie E – UVR tasa fija = 10%
<b>Pago de intereses</b>	Trimestral
<b>Pago de capital</b>	Único al vencimiento.
<b>Avalistas actuales</b>	Carvajal Propiedades e Inversiones S.A., Carvajal Pulpa y Papel S.A., Carvajal Empaques S.A. Carvajal Tecnología y Servicios y C. Educación (Bico Internacional S.A)
<b>Garantías</b>	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
<b>Agente estructurador</b>	Corredores Davivienda S.A Comisionista de Bolsa y Estrategias Corporativas S.A.S
<b>Representante legal de los tenedores</b>	Gestión Fiduciaria S.A.

## Resumen

- Esta emisión cuenta con el aval de las compañías del Grupo Carvajal que representan 100% del EBITDA al cierre de 2018 y las cuales, según las proyecciones de nuestro escenario base, mantendrán su importancia estratégica a largo plazo.
- Adicionalmente, tiene dos garantías: la primera, bancaria, otorgada por Davivienda, y la segunda, la apertura de una carta de crédito *stand by* y exigible a primer requerimiento cada vez que la relación deuda a EBITDA sea mayor a 3x (veces) a partir del cierre fiscal del año 2021, las cuales dan mayor seguridad a los tenedores de los bonos.
- En el momento de calificación, esta emisión de bonos de Carvajal S.A se encuentra en proceso de aprobación por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, por lo cual podría haber cambios en el futuro. Revisaremos la documentación definitiva con el fin de analizar que las características de los bonos en el momento de su colocación no presenten cambios materiales que puedan llevarnos a revisar la calificación.

## Acción de Calificación

Bogotá, 6 de noviembre de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV asignó la calificación de deuda de largo plazo de 'AA+' a la emisión de bonos Carvajal S.A por COP500.000 millones.

## Fundamentos de la calificación:

La emisión tiene como avalistas a las compañías que generan 100% del EBITDA de la organización al cierre de 2018, el cual proyectamos que mantendrá una tendencia creciente en los próximos años. 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. 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 / EBITDA esté por debajo de 3,0 cuyo beneficiario serán los tenedores de los bonos. La garantía se dará mediante una CCSB irrevocable y exigible a su primer requerimiento, la cual puede ser emitida por (i) un establecimiento bancario colombiano que tenga una calificación de deuda de largo plazo no inferior a 'AAA'; un banco extranjero cuya calificación en escala global no sea inferior a 'A' o un organismo multilateral de crédito.

Desde hace ocho años, la Organización Carvajal S.A mantiene como objetivo estratégico la focalización y rentabilización de los negocios en los que participa. Esto la ha llevado a realizar desinversiones en algunas empresas que generaban 44.6% del EBITDA en 2010 para centrarse en cinco negocios estratégicos: Carvajal Empaques, Carvajal Educación, Carvajal Pulpa y Papel, Carvajal Tecnología y Carvajal Propiedades e Inversiones, negocios que generaron al cierre de 2018 COP456.553 millones de EBITDA, 1,12x el valor generado al cierre de 2010.

Otro de los resultados de la aplicación de la estrategia es que las filiales de la organización se han consolidado como la primera o segunda participante en los mercados que atienden, debido a su amplio portafolio de productos, a sus robustas redes de distribución y logística, a su experiencia en el desarrollo de proyectos claves en el sector público y al posicionamiento y reconocimiento de sus marcas. Estos factores serán fundamentales en los próximos años para consolidar las expectativas de ingreso y EBITDA.

Las ventas del grupo al cierre de 2018 fueron COP3.458.923 millones, nivel cercano al que proyectó BRC en 2018 y mayor en 13,19% que en 2017, pero cuya composición varía ya que Carvajal Empaques perdió participación al pasar a 26% en 2018 desde 47% en 2017, mientras que Carvajal Tecnología la incrementó (27% desde 5% en el mismo periodo), dados los buenos resultados como proveedora en los procesos electorales en Colombia. A junio de 2019, por su parte, las ventas fueron COP1.555 millones, una reducción del 8.89% en relación al año anterior, debido temas estacionales en los resultados de Tecnología. Estos últimos resultados no cambian nuestra proyección para los próximos dos años de crecimientos cercanos a 2% de los ingresos. Sin embargo, daremos seguimiento especial a lo que suceda en la región, ya que la organización opera en varios mercados latinoamericanos como México, Chile, Ecuador y Colombia.

A pesar de la dinámica de los ingresos, la rentabilidad del grupo, medida por el margen EBITDA, alcanzó 13%, nivel en que esperamos que se mantenga en los próximos tres años, en la medida que la organización continúe con los esfuerzos de reducción de carga operativa, búsqueda de mayor eficiencia en la producción de algunos productos y explotación del valor agregado de las marcas más significativas. Cobran importancia para este análisis los resultados que tendrá Carvajal Tecnología en 2020 y 2021, años en los cuales no hay elecciones en Colombia.

En 2018, se redujo la relación deuda neta a EBITDA de la organización, que llegó a un nivel de 3,6x, inferior a 4,5x de un año atrás. Esto se deriva en gran medida de los resultados operacionales, mientras que el nivel de obligaciones financieras se mantuvo cercano a los COP1,6 billones. De estos, un alto porcentaje es

deuda con instituciones financieras, en pesos, mientras que solo 9% corresponde a los bonos con vencimiento en 2020. Para los próximos años, el indicador de apalancamiento se mantendrá cercano a 3x y solo esperamos que se reduzca a partir de 2021.

## **Liquidez**

La generación de flujo operativo de la organización entre 2016 y junio de 2019 ha sido suficiente para cubrir sus necesidades operativas y de inversión de capital (capex). Esperamos que esta característica se mantenga en los próximos años. En este punto cobra importancia que ninguna de las filiales proyecta realizar grandes inversiones en activos fijos en los próximos tres años, manteniendo el capex en niveles cercanos a COP130.000 millones al año, lo que incluye mantenimiento de las plantas y los proyectos de innovación en productos amigables con el medio ambiente en Carvajal Empaques y Carvajal Pulpa y Papel.

## **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/EBITDA inferior a 3x.
- Fortalecimiento de su negocio de empaques para mitigar el impacto de eventos externos en sus resultados.
- Materialización de los resultados que espera la Organización Carvajal 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/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. En 2019 las principales filiales de organización son:

Carvajal Empaques: diseña, produce y distribuye soluciones integrales de empaques para la industria y bienes de consumo. Atiende tres mercados (hogares, industrial consumo y agro y *food service*) en seis países (México, Colombia, Perú, Chile, El Salvador y Ecuador) con cinco líneas de productos (rígidos, espumado, térmico, cartón y tubos de 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 cuatro segmentos: impresión distribuida, 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 tres segmentos: operadores sociales del Estado, grandes compañías de servicio, y salud.

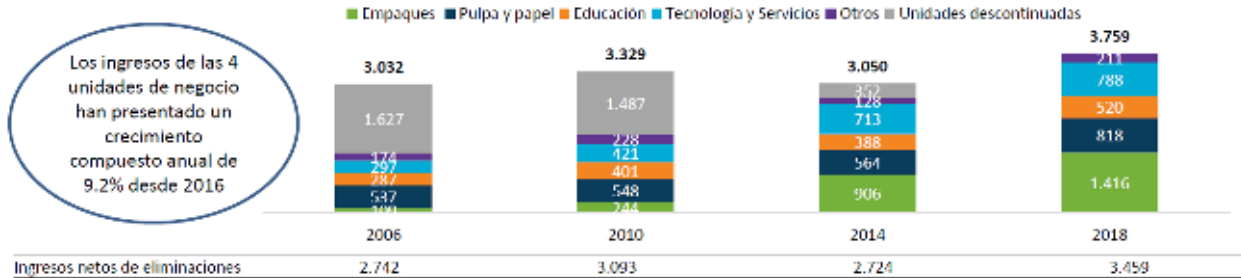
Carvajal Educación: dedicada a la producción, compra, venta, distribución, importación y exportación de productos y suministros para el aprendizaje, el entretenimiento y la oficina. Impulsa las marcas propias de la organización (Norma, Kiut, JeanBook, entre otras) para las cuales tiene definidas cuatro líneas de negocio (cuadernos de valor agregado, arte escolar y accesorios y archivo escolar). Cuenta con plantas de producción en Colombia, México y Ecuador.

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.

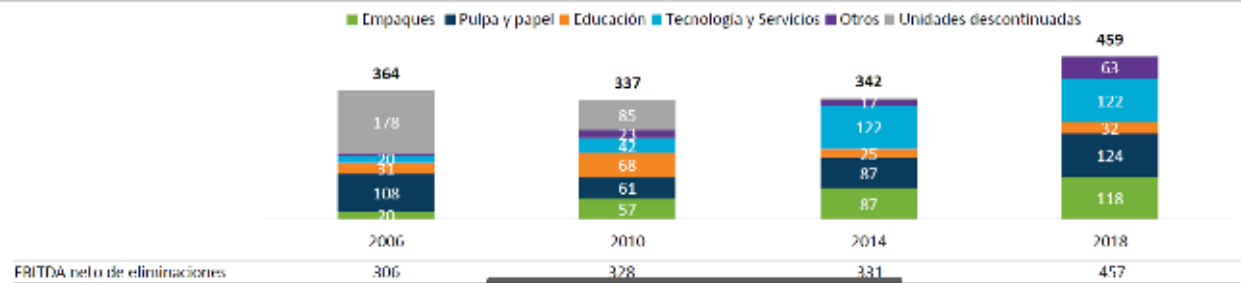
Desde hace cerca de ocho años la organización ha venido aplicando de forma consistente una estrategia de desinversión que le ha permitido generar un monto de ingresos similar al registrado en 2010, pero con un margen EBITDA mayor (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
Cambio en la estructura de la Organización Carvajal 2006-2018

**Ingresos operacionales brutos, COP\$ miles de millones**



**EBITDA bruto, COP\$ miles de millones**



Fuente: Carvajal

**Riesgos de industria**

La organización enfrenta riesgos particulares en cada una de las industrias en las que participa. Como riesgos comunes a todos los negocios están la vulnerabilidad a la desaceleración de las economías, la devaluación o revaluación de las monedas locales y del peso colombiano y las medidas proteccionistas implementadas en algunos de los mercados que atiende. Algunos de los riesgos propios de cada una de las industrias son los siguientes:

**EMPAQUES:**

Alta competencia en los mercados donde opera: desde 2017 la compañía busca concentrarse en los productos industriales en los cuales pueden diferenciarse más claramente y no competir en el mercado de

materias primas (*commodities*). En 2018, tomó la decisión de regionalizar los mercados para cubrir los requerimientos de sus clientes de manera más eficiente.

Incremento del precio de la materia prima: a lo largo del 2018 las materias primas de Empaques registraron precios altos debido al aumento del precio del petróleo, y porque algunas de las plantas productoras de Estados Unidos tuvieron paradas obligatorias.

Cambio en las preferencias de los consumidores: cada vez más es evidente la aversión al plástico que tienen los mercados internacionales, especialmente los más desarrollados. En algunos casos se han planteado campañas que castigan el uso de rígidos y espuma, para dar mayor espacio al cartón y a los empaques producidos a base de una fibra natural. Carvajal Empaques ha propendido por ofrecer productos de cartón, biobasados o reciclados y fomentar el desarrollo de una red de abastecimiento de plástico postconsumo.

## **PULPA Y PAPEL**

Comportamiento de la demanda mundial por empaques de cartón a pesar de que el comercio internacional había sido uno de los principales impulsores de la industria del papel en los últimos años, representó 42% de las ventas mundiales; la guerra comercial entre Estados Unidos y China ha perjudicado el sector de empaques al reducirse la comercialización de productos entre estas dos geografías.

Se sigue demandando papel, aunque de características específicas: la demanda de papeles no esmaltados se mantiene relativamente estable y deberá permanecer en el mismo nivel entre 2019 y 2021; seguido del esmaltado, mientras que lo que más se reduce es el papel periódico.

## **EDUCACIÓN - PAPELERÍA**

Impacto macroeconómico: es cada vez más evidente la reducción en la demanda de cuadernos, producto de la desaceleración que viven algunos de los países en donde opera la compañía. Por ejemplo, en Ecuador aumentó el reúso de cuadernos y en México el Ministerio de Educación redujo una unidad de la lista escolar. Adicionalmente, la competencia se ha incrementado en todos los canales. En México, por su parte, la incertidumbre ha generado una desaceleración económica importante. Mientras tanto, en Panamá y Costa Rica se registró un alto volumen de devoluciones por el manejo de inventarios de los distribuidores.

Diferenciación: el mercado está girando hacia productos más especializados y de mayor diferenciación que puedan generar un mayor margen para la compañía. La compañía le está apostando a apalancarse en sus marcas reconocidas para poder generar mayor rentabilidad a mediano plazo.

Ciclicidad: La industria de los cuadernos es cíclica y requiere de inversión en capital de trabajo en periodos específicos del año para financiar la producción, apostándole por generar las ventas con productos de moda.

## **TECNOLOGÍA Y SERVICIOS**

Industria altamente competitiva: los servicios pueden ser fácilmente replicables por otras compañías del mercado. En los últimos dos años, la compañía ha impulsado soluciones tecnológicas diferenciadoras a problemas de alta tecnología.

## **PROPIEDADES E INVERSIONES**

Alta dependencia de los ciclos económicos: la comercialización de los inmuebles depende del comportamiento macroeconómico que vive el país, especialmente de la dinámica económica del municipio de Cali.

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

*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.*

*El análisis contenido en este documento se basa en la información contenida en el Prospecto de Emisión enviado por Carvajal S.A el 31 de octubre de 2019, la garantía bancaria emitida por Davivienda de fecha 1 de noviembre de 2019 y el concepto legal de Lloreda Camacho & Co del 5 de noviembre de 2019 y en la evaluación por parte de BRC del comportamiento de la información financiera de los estados financieros auditados de los últimos tres años y no auditados a junio del 2019.*

*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](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](#).*

### 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](http://www.brc.com.co)*