

# Reporte de calificación

---

## BONOS CARVAJAL S.A. POR COP400.000 MILLONES

**Comité Técnico:** 23 de octubre de 2019  
**Acta número:** 1638

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

# BONOS CARVAJAL S.A. POR COP400.000 MILLONES

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Bonos Carvajal S.A.
Emisor	Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A.)
Monto calificado	COP 400.000 millones
Monto en circulación	COP 159.160 millones
Número de series	A7 y A10
Valor nominal	A7: Pagada A10: COP159.160 millones
Fecha de emisión	17 de marzo de 2010
Plazos de vencimiento	A7 : 7 años A10: 10 años
Rendimiento máximo	A7: IPC + 5.33% A10: IPC + 5.67%
Pago de intereses	Trimestral
Pago de capital	Único al vencimiento.
Avalistas actuales	Carvajal Propiedades e Inversiones S.A., Carvajal Pulpa y Papel S.A., Carvajal Espacios S.A.S., Carvajal Empaques S.A.
No Avalistas	Carvajal Tecnología y Servicios S.A.S. y Bico Internacional S.A.
Garantías	Garantía parcial bancaria otorgada por Bancolombia S.A. por COP120.000 millones emitida el 18 de septiembre de 2014. 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 3 veces (x) al cierre del año fiscal
Agente estructurador y colocador	Citivalores S.A. Comisionista de Bolsa.
Representante legal de los tenedores	Alianza Fiduciaria

## Acción de Calificación

Bogotá, 23 de octubre de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de 'AA' de los Bonos Carvajal S.A por \$400.000 millones de pesos colombianos (COP).

## Fundamentos de la calificación:

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 ha llevado a realizar desinversiones en algunas empresas que generaban 44.6% del EBITDA en 2010 para centrarse en 5 negocios estratégicos: Carvajal Empaques, Carvajal Educación, Carvajal Pulpa y Papel, Carvajal Tecnología y Carvajal Propiedades e Inversiones, entidades que generaron al cierre de 2018 COP456.553millones de EBITDA, 1,12x (veces) 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 el primero o el segundo participante en los mercados que atienden, situación que obedece 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 que 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 la revisión anterior, pero cuya composición varía ya que Carvajal Empaques perdió participación al pasar del 47% en 2017 al 26% en 2018, mientras que Carvajal Tecnología la incrementó (5% vs 27%), dados los buenos resultados producto de los procesos electorales en Colombia. Para los próximos dos años proyectamos crecimientos cercanos a 2% de los ingresos. Daremos seguimiento especial a lo que suceda en México tanto en Carvajal Empaques como en Carvajal Educación.

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 objeto de esta calificación. 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 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.

En nuestra opinión, el pago del saldo remanente de los bonos no representará un riesgo para la organización. La administración está analizando las alternativas que tiene para cubrir esta obligación a través de un crédito bancario, a lo que no le vemos ningún riesgo en la medida que la organización tiene líneas con bancos por cerca de COP1,2 billones, una nueva emisión en el mercado de capitales o recursos propios.

## Oportunidades y amenazas

### Qué puede llevarnos a subir la calificación

- La reducción sostenida del nivel de apalancamiento de la organización de forma que alcance una relación deuda neta/EBITDA inferior a 3x.
- El fortalecimiento de su negocio de empaques para mitigar el impacto de eventos externos en sus resultados.
- La 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

- El incremento sostenido del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta/EBITDA sea superior a 5x.
- Las modificaciones de las condiciones actuales de las garantías con las que cuenta la emisión que afecten negativamente a los tenedores de los bonos.
- 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.

## 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.

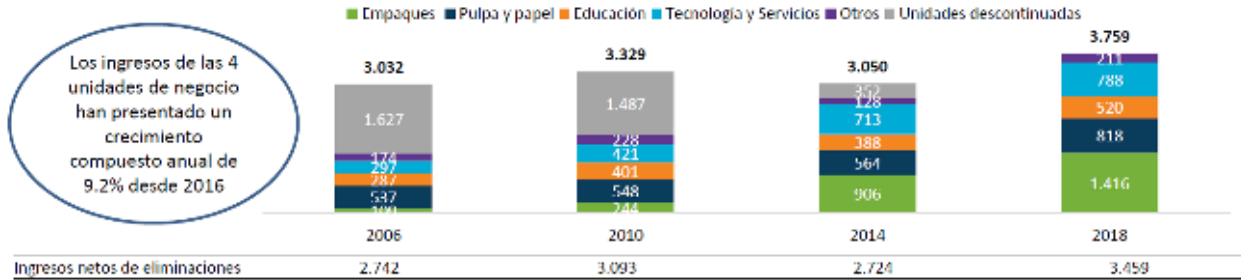
**Carvajal Tecnología y Servicios:** se enfoca en el desarrollo de soluciones integrales de tercerización de procesos de negocio y tecnologías de información en diferentes sectores para apoyar a sus clientes en la transformación de sus operaciones. Sus proyectos principales están concentrados en Colombia 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.

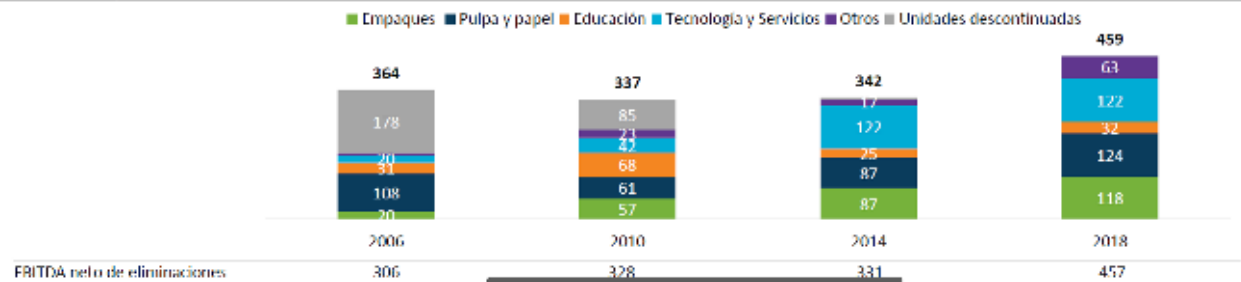
Desde hace cerca de ocho años la organización ha venido aplicando de forma consistente una estrategia de desinversión que le ha permitido generar un monto de ingresos similar al registrado en 2010, pero con un margen EBITDA mayor (ver Gráfico 1).

**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:

### 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 a base de cartón, biobasados o reciclados y fomentar el desarrollo de una red de abastecimiento de plástico

postconsumo.

## **PULPA Y PAPEL**

Comportamiento 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 (4.000 toneladas) 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 reuso de cuadernos y en México el Ministerio de Educación redujo una unidad 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.

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con una buena oportunidad 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 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)*