

# Reporte de calificación

---

## BONOS CARVAJAL S.A. POR COP 400.000 MILLONES

**Comité Técnico:** 1 de diciembre de 2016  
**Acta número:** 1062

**Contactos:**

**Alba Luz Buitrago Junco**

[alba.buitrago@spglobal.com](mailto:alba.buitrago@spglobal.com)

**Ana María Carrillo Cárdenas**

[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@spglobal.com)

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

REVISIÓN PERIÓDICA	
DEUDA DE LARGO PLAZO	'AA' Perspectiva positiva
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 30 de junio de 2016	Historia de la calificación:
Activos: COP 3.118.090. Pasivo: COP 2.623.835. Patrimonio: COP 365.025. Interés minoritario: COP 129.230. EBITDA: COP 168.900. Utilidad neta: COP 28.195.	Revisión periódica Dic./2015: 'AA' Perspectiva positiva Revisión periódica Dic./2014: 'AA' Calificación inicial Dic./2009: 'AA+'

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 400.000 millones
Número de series:	A7 y A10
Valor nominal:	A7: COP240.840 millones; 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., Carvajal Soluciones de Comunicación S.A.S., Bico Internacional S.A. (dueño de Carvajal Educación S.A.S.)
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

## INTRODUCCIÓN

Las múltiples desinversiones y reorganizaciones que ha efectuado la Organización Carvajal (OCSA) durante los últimos años limitan la comparabilidad de sus estados financieros consolidados. Estas operaciones forman parte de las medidas que ha implementado el grupo para focalizarse en los negocios definidos como estratégicos (Carvajal Empaques [CESA], Carvajal Educación – Papelería [CEPA], Carvajal Pulpa y Papel [CPP] y Carvajal Tecnología y Servicios [CTS]) y reducir su nivel de apalancamiento.

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de 'AA' y su perspectiva positiva de los Bonos Carvajal S.A. (antes Carvajal Internacional S.A.) por COP400.000 millones.

Una perspectiva evalúa un cambio potencial de la calificación en el largo plazo e incorpora tendencias o riesgos con implicaciones menos ciertas sobre el desempeño del calificado. La perspectiva positiva indica que la calificación puede subir o mantenerse en un periodo de uno a dos años.

Al cierre de 2015, la OCSA mantuvo un desempeño financiero sobresaliente, en línea con nuestras expectativas. Este comportamiento se reflejó en el crecimiento de 16,02% de los ingresos de sus negocios estratégicos, la mejora de 100 puntos básicos de su margen EBITDA consolidado (que llegó a 13,14%) y la reducción de su relación deuda neta/ EBITDA a 3,91 veces (x) desde 4,55x en 2014, indicador que incluye el pasivo por beneficios a empleados. Tales resultados obedecieron a la efectividad de las estrategias comerciales de sus negocios estratégicos, al buen desempeño de los sectores que atiende, a las mayores eficiencias y ahorros operacionales que logró y al efecto positivo de la devaluación del peso colombiano sobre las ventas en el exterior y el precio del papel.

En 2016, las filiales de la organización afrontaron condiciones económicas menos favorables, como la devaluación del peso mexicano, la desaceleración de la economía colombiana, la reducción del gasto público, la caída del consumo interno en Ecuador y el incremento del costo de los fletes y de algunas de sus materias primas por situaciones de oferta y demanda. Estos aspectos, junto con la baja flexibilidad de la estructura de costos del negocio de tecnología, afectarán negativamente los resultados del grupo al cierre del año, de forma que estimamos que los ingresos consolidados de sus negocios estratégicos crezcan cerca de 4,6%, su margen EBITDA consolidado disminuya a 12,80% aproximadamente y su relación deuda neta/EBITDA se ubique en torno a 3,8x. Si bien estos valores son menores que los registrados en 2015 y que los que proyectamos en nuestra última revisión, son similares a los de compañías con la misma calificación.

Confirmamos la perspectiva positiva de la calificación de los bonos pese a nuestra expectativa de desaceleración para 2016 y de bajo crecimiento de las economías latinoamericanas en el mediano plazo. Consideramos que las filiales de la OCSA cuentan con herramientas que les permitirían afrontar el entorno macroeconómico más retador que prevemos en los siguientes años e incrementar su generación de recursos propios. Así, esperamos que entre 2017 y 2019, el margen EBITDA del grupo se acerque gradualmente a 16% y su relación deuda neta/EBITDA consolidada oscile entre 2,5x y 3,5x. Dentro de dichas herramientas están su posicionamiento de mercado, la continuidad del programa de eficiencia operacional implementado en sus filiales, el fortalecimiento del portafolio de productos de sus negocios estratégicos y la reestructuración organizacional que el grupo está llevando a cabo en CTS. El cumplimiento de estas proyecciones será determinante para resolver esta perspectiva en la próxima revisión de la calificación.

El desempeño favorable de CESA y CEPA compensó el menor dinamismo registrado por CPP y la caída en las ventas del negocio de tecnología, de forma que los ingresos consolidados de la OCSA aumentaron 8,29% a junio de 2016 (Tabla 1). Para el cierre de 2016 estimamos un crecimiento en ingresos cercano a 4,6%, producto de la devaluación del peso mexicano y del hecho que el grupo dejaría de percibir en el segundo semestre ventas por COP140.000 millones aproximadamente tras las desinversiones en negocios no estratégicos que llevó a cabo en el primer semestre (contenidos educativos, soluciones de comunicación e intralogística). Para el periodo 2017-2019 proyectamos un crecimiento promedio anual de ventas 12%, el cual provendría del fortalecimiento de la posición competitiva del negocio de empaques, el mantenimiento de la dinámica positiva de CEPA, la estabilización del negocio de pulpa y papel, la flexibilización de la estructura de costos de CTS y la renovación de algunos contratos con el gobierno para 2018 y 2019. Adicionalmente, proyectamos una leve recuperación de la economía colombiana, una ralentización de la depreciación del peso mexicano y un comportamiento estable de los precios de las materias primas y los fletes.

Colombia continúa siendo el país más relevante para la OCSA pues concentra cerca del 50% de las ventas, porcentaje que se mantendría en los próximos años pues no prevemos cambios significativos en la participación de mercado en las industrias en las que participa. México incrementó su participación en el total de ingresos a 25% en 2015 de 20% en 2013 por la estabilización y rentabilización de la operación de empaques. Dicha participación disminuiría en 2016 por la devaluación del peso mexicano y en 2017 por la desaceleración que esperamos de esta economía. En el caso de Perú, destacamos que el dinamismo de la operación de empaques en dicho país le permitió al grupo compensar el impacto del cierre de la filial de papelería sin afectar el aporte a los ingresos consolidados de este mercado. (10%).

**Tabla 1. Evolución de los ingresos de la OCSA**

Ingresos operacionales	2013	2014	2015	jun-16
Información	381.806			
Empaques	830.708	906.707	1.162.065	620.023
Pulpa y Papel	521.012	550.155	725.822	348.824
Tecnología	601.400	674.056	606.872	238.314
Papelería	397.790	419.211	463.904	243.228
<b>Consolidado</b>	<b>2.982.774</b>	<b>2.724.184</b>	<b>3.078.609</b>	<b>1.481.264</b>

<b>Negocios fundamentales</b>	2.350.910	2.550.129	2.958.663	1.450.389
<b>Crec. %</b>	1,09%	8,47%	16,02%	11,39%

<b>Crecimiento de ingresos operacionales</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-16</b>
Empaques	3,11%	9,15%	28,16%	18,94%
Pulpa y Papel	-4,95%	5,59%	31,93%	9,70%
Tecnología	7,26%	12,08%	-9,97%	-8,11%
Papelería	-3,22%	5,38%	10,66%	19,55%

<b>Crec. Ingresos consolidados</b>	<b>-7,89%</b>	<b>-8,67%</b>	<b>13,01%</b>	<b>8,29%</b>
------------------------------------	---------------	---------------	---------------	--------------

<b>Participación de ingresos operacionales</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-16</b>
Información	12,80%			
Empaques	27,85%	33,28%	37,75%	41,86%
Pulpa y Papel	17,47%	20,20%	23,58%	23,55%
Tecnología	20,16%	24,74%	19,71%	16,09%
Papelería	13,34%	15,39%	15,07%	16,42%

Fuente: OCSA. Cifras en millones de COP

Pese al crecimiento de los ingresos, el margen EBITDA de la organización se redujo a 11,40% en junio de 2016 de 13,14% en diciembre de 2015 (Tabla 2). Esto se debió a la menor generación de recursos propios que lograron CPP y CTS fruto de la desaceleración de la economía colombiana, la disminución del gasto público y la finalización del periodo de elecciones. Dado que la OCSA ha sido seleccionada como la proveedora de los servicios de tecnología e impresión de tarjetas de los últimos tres procesos electorales, incluimos en nuestras proyecciones la adjudicación de estos contratos para 2018 y 2019. Por ello, estimamos que el margen EBITDA promedio consolidado del grupo en periodos no electorales estaría en torno a 13% y, en periodos electorales, a 15,5%.

Empaques se mantiene como el negocio que más aporta a los ingresos y EBITDA consolidado y que registra los mayores márgenes. Papelería mantiene un aporte estable cercano al 15% de los ingresos y el 10% del EBITDA. La participación de CPP y CTS, por su parte, presenta una mayor volatilidad pues son industrias que tienen mayor exposición a los ciclos económicos y a eventos externos. No esperamos cambios significativos en esta composición para los próximos años.

**Tabla 2. Evolución del EBITDA de la OCSA**

<b>EBITDA</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-16</b>
Información	38.377			
Empaques	92.274	87.700	172.134	100.622
Pulpa y Papel	26.050	87.056	139.928	47.109
Tecnología	81.313	111.165	53.045	6.325
Papelería	60.001	37.808	39.147	23.802
<b>Consolidado</b>	<b>292.342</b>	<b>330.844</b>	<b>404.671</b>	<b>168.900</b>
<b>Crecimiento en EBITDA</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-16</b>
Información	-30,54%			
Empaques	-13,36%	-4,96%	96,28%	31,13%
Pulpa y Papel	-1,90%	234,19%	60,73%	-21,96%
Tecnología	16,32%	36,71%	-52,28%	-71,16%
Papelería	12,61%	-36,99%	3,54%	211,89%
<b>Crecimiento en EBITDA consolidado</b>	<b>-19,13%</b>	<b>13,17%</b>	<b>22,31%</b>	<b>11,22%</b>

Participación sobre EBITDA (negocios estratégicos)	2013	2014	2015	jun-16
Empaques	35,54%	27,09%	42,58%	56,57%
Pulpa y Papel	10,03%	26,89%	34,61%	26,49%
Tecnología	31,32%	34,34%	13,12%	3,56%
Papelería	23,11%	11,68%	9,68%	13,38%

Margen EBITDA	2013	2014	2015	jun-16
Información	10,05%			
Empaques	11,11%	9,67%	14,81%	16,23%
Pulpa y Papel	5,00%	15,82%	19,28%	13,51%
Tecnología	13,52%	16,49%	8,74%	2,65%
Papelería	15,08%	9,02%	8,44%	9,79%
<b>Margen EBITDA consolidado</b>	<b>9,80%</b>	<b>12,14%</b>	<b>13,14%</b>	<b>11,40%</b>

Fuente: OCSA. Cifras en millones de COP

Los resultados positivos del negocio de empaques en los últimos dos años obedecen a la efectividad de la estrategia comercial que implementó CESA, el mantenimiento de costos competitivos a través de sus planes de eficiencia operacional, la diversificación de su portafolio de productos, el fortalecimiento de sus procesos logísticos y las mejoras en la disponibilidad, despacho y calidad de los productos. Estos resultados le han permitido defender e incrementar su participación de mercado en los mercados que atiende, por lo cual la filial de la OCSA es líder de mercado en Perú, El Salvador y en el segmento de clientes industriales en Colombia y es el segundo participante en México y Chile.

Para los próximos años estimamos que el margen EBITDA que genere CESA mantendrá la tendencia creciente de los últimos años. Esto, debido a la continuidad de las medidas mencionadas anteriormente, al dinamismo de la demanda de sus productos y a las inversiones que planea realizar para unificar su matriz de tecnologías en todos los países y ampliar su capacidad de producción en las líneas con mayor crecimiento.

Las cifras del negocio de pulpa y papel en 2015 fueron excepcionales y son el resultado del efecto positivo de la devaluación del peso colombiano y de algunos proyectos no recurrentes en las ventas, así como de las eficiencias operacionales derivadas de los ajustes efectuados a sus procesos de producción e inventarios. En contraste, en 2016 sus ingresos crecieron a menor ritmo por la disminución del consumo interno y la estabilización del tipo de cambio en Colombia. Los costos, por su parte, aumentaron en dicho año principalmente por el incremento de los fletes luego del paro camionero de julio, por el aumento del precio del carbón debido a la mayor demanda de las generadoras térmicas durante el fenómeno de El Niño y por algunos gastos no recurrentes. En consecuencia, el margen EBITDA disminuyó a 13,51% a junio de 2016 de 19,28% en diciembre de 2015. Pese a estos resultados, destacamos que, en comparación con años anteriores, CPP contó con mayores herramientas para enfrentar este tipo de situaciones y mitigar su efecto en su desempeño operacional y financiero y en su participación de mercado.

El mercado más representativo para esta filial continua siendo el colombiano, donde mantiene el liderazgo con una participación de 48%. Sin embargo, desde 2015 la compañía ha incrementado sus esfuerzos comerciales para aumentar sus exportaciones, estrategia que, junto con el comportamiento del tipo de cambio, le ha permitido obtener crecimientos de doble dígito en este rubro. CPP planea profundizar esta estrategia durante los próximos años mediante la incursión en nuevos mercados y la ampliación de su capacidad instalada. Daremos seguimiento a los resultados de la misma teniendo en cuenta los mayores desafíos económicos que esperamos para 2017.

En el primer trimestre de 2016 entraron en vigencia las medidas *antidumping* que impuso Estados Unidos a los grandes productores mundiales de papel (China, Brasil, Australia, Indonesia y Portugal). Hasta el momento, esta situación no ha afectado el mercado colombiano debido a la devaluación de la moneda local y su tamaño; por el contrario, ha abierto oportunidades de crecimiento en Estados Unidos las cuales se han favorecido con la pérdida de valor del peso colombiano. Continuaremos monitoreando la evolución de estas medidas en las próximas revisiones de la calificación.

CEPA ha logrado mantener durante los dos últimos años la dinámica creciente de sus ingresos y su posición de liderazgo en los mercados que atiende. Tales aspectos son sobresalientes dada la madurez de la industria en la que participa y la salida de dos mercados relevantes como Venezuela y Perú. Este comportamiento obedece a la inclusión exitosa en su portafolio de productos de arte escolar y accesorios y a la consolidación de marcas con amplio reconocimiento y posicionamiento en América Latina en el segmento de cuadernos de valor agregado.

El comportamiento demográfico de los países latinoamericanos favorecerá los resultados de CEPA en el mediano y largo plazo pues los segmentos jóvenes y en proceso de educación representan un alto porcentaje de la población total. La migración de lo impreso hacia lo digital continúa siendo un riesgo latente en esta industria; no obstante, no esperamos que se materialice rápidamente en América Latina, pues es una dinámica que afecta especialmente a los mercados desarrollados por su mayor ingreso per cápita.

Las ventas de CTS disminuirán en 2016 por segundo año consecutivo a una tasa cercana al 4,5%. Esta tendencia decreciente es resultado de la finalización del periodo electoral (que entre 2013 y 2014 le generó ingresos por cerca de COP130.000 millones), la mayor competencia en el sector derivada de la entrada de nuevos jugadores y la disminución del gasto público. Contrario a nuestra expectativa, la compañía no logró reducir sus costos y gastos a la misma velocidad que sus ingresos, lo cual, junto con algunos gastos preoperativos, se reflejó en una caída de su margen EBITDA a 2,65% a junio de 2016 y 8,74% en 2015 de 15% promedio observado entre 2013 y 2014.

CTS está llevando a cabo una reestructuración organizacional y estratégica para incrementar su rentabilidad (especialmente en los negocios del sector público) y facilitar la identificación y eliminación de costos que no se requieran una vez que finalicen los proyectos especiales. De acuerdo con las estimaciones de la empresa, los resultados de estas medidas se verían a partir de 2017 y le permitirían estabilizar su margen EBITDA en un rango entre 9% y 10%. Daremos seguimiento a la efectividad de estas medidas para modificar nuestras proyecciones como corresponda.

Esperamos que la finalización del plan de desinversión de sus negocios no estratégicos tenga un efecto positivo en los resultados consolidados de la OCSA. Consideramos que, con la venta de estas operaciones, el grupo podrá mejorar sus indicadores de rentabilidad al eliminar de su portafolio inversiones que le generaban pérdidas recurrentes y le exigían capitalizaciones permanentes y enfocar sus esfuerzos y recursos en el fortalecimiento de sus inversiones estratégicas.

Entre 2015 y 2016 la OCSA ejecutó inversiones anuales por COP160.000 millones aproximadamente, monto que aunque superó el promedio observado entre 2012 y 2014 (COP125.000 millones) le permitió generar flujo de caja libre positivo. Estas inversiones se enfocaron principalmente en complementar el portafolio de tecnologías de las plantas de producción de CESA, incrementar la producción local y robustecer la red de distribución de las operaciones de empaques y papelería en Ecuador (ante mayores restricciones a las importaciones que ha impuesto el gobierno de este país), así como en adquirir equipos especializados para la incursión de CTS en otros segmentos.

El grupo espera mantener este ritmo de inversión entre 2017 y 2019. Dentro de los proyectos que desarrollará destacamos la modernización de sus equipos y procesos de producción, el plan de optimización energética de CPP y la ampliación de la capacidad instalada del negocio de empaques para apalancar el crecimiento en ventas que proyecta en esta filial. Consideramos que la mayor generación de recursos que lograría la OCSA en los próximos años le permitiría reducir sus necesidades de deuda para financiar estos gastos de inversión (capex).

Durante el último trimestre de 2016, la organización inició la definición del plan estratégico de sus inversiones relevantes para los próximos cuatro años. En nuestra próxima revisión de la calificación incluiremos en nuestras proyecciones el efecto de los objetivos definidos en este plan.

El incremento de 7,63% de las obligaciones financieras consolidadas entre junio de 2016 y diciembre de 2015 obedece a créditos de corto plazo que CEPA adquirió para financiar la producción de la temporada escolar de Colombia y al préstamo por COP82.000 millones que CPP contrató para recomprar las acciones que tenía la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés) y algunas de los socios minoritarios. Este incremento, junto con el menor crecimiento del EBITDA, llevó a que la relación deuda neta/EBITDA (incluyendo pasivos por beneficios a empleados) aumentara levemente a 3,74x a junio de 2016 de 3,61x en 2015.

El conglomerado de la OCSA y sus filiales concentran altos vencimientos de deuda en los próximos dos años: en 2016, por el pago de varios créditos en moneda extranjera de CESA y CEPA, y en 2017, por la amortización de la primera serie de los bonos por COP240.840 millones. De acuerdo con nuestras proyecciones y lo que indicó el grupo, la mayoría de estas obligaciones (incluyendo el pago de los bonos) se refinanciarían con nuevos préstamos, por lo que la deuda consolidada de estos años sería similar al monto registrado a junio de 2016 y la relación deuda neta/EBITDA oscilaría entre 3,5x y 4x. En los años siguientes esperamos leves reducciones de este indicador hasta 2,5x, producto de la mayor generación de recursos propios de los negocios estratégicos y el estricto control que está llevando la organización para la contratación de préstamos bancarios adicionales.

Daremos seguimiento a la consecución de los créditos correspondientes para el pago de la primera serie de los bonos pues, de acuerdo con nuestras proyecciones, el flujo de caja libre consolidado de 2017 no sería suficiente para cubrir esta obligación. No obstante, consideramos que la capacidad de negociación del grupo con la banca privada y el mantenimiento de las garantías de los bonos en los términos definidos en el prospecto de emisión mitigan el riesgo de impago. Las garantías son las siguientes: 1) la carta de crédito para cubrir el servicio de la deuda de los bonos que la OCSA debe contratar cada vez que sobrepasa la restricción financiera (*covenant*) definida en la emisión (deuda/EBITDA mayor a 3x). A

la fecha de esta revisión, la organización tenía abierta una carta de crédito por el valor de los intereses que debe pagar entre el 1 de abril de 2016 y el 31 de marzo de 2017. Antes de la fecha de pago de la primera serie de los bonos, el grupo adicionará a esta carta el monto correspondiente a esta amortización, cumpliendo así con lo establecido en el prospecto; 2) la garantía parcial bancaria que emitió Bancolombia por COP120.000 millones, la cual equivale a 30% del valor de los bonos.

Para reducir su endeudamiento, la organización optimiza los excesos de caja de sus filiales a través de préstamos intercompañía y dividendos. Estas operaciones las coordina la tesorería corporativa con las administraciones de las subsidiarias y tienen en cuenta las necesidades de recursos proyectadas por cada uno de los negocios. Estimamos que la frecuencia y monto de estas operaciones disminuiría en el mediano plazo teniendo en cuenta el fortalecimiento que esperamos en los negocios estratégicos y la desinversión en los negocios secundarios.

De acuerdo con los cálculos de la OCSA, su exposición cambiaria neta es positiva pues los activos en moneda extranjera superan los pasivos en dólares y el EBITDA generado en estas moneda permite cubrir adecuadamente el servicio de la deuda en dólares. Esto es resultado de las operaciones que tienen CESA y CEPA en el exterior, el hecho que el precio del papel está atado al dólar y la conversión a pesos colombianos que hizo la organización de algunos créditos en dólares.

Según las notas a los estados financieros consolidados a diciembre de 2015, la OCSA tiene provisiones por contingencias por COP42.696 millones, equivalentes a 6,92% de su patrimonio a esa fecha (incluyendo intereses minoritarios). Este monto aumentó en 2016 por la multa por COP14.823 millones que la Superintendencia de Industria y Comercio (SIC) le impuso a CEPA tras las denuncias por su presunta participación en un cartel de precios de los cuadernos en Colombia y la violación a las normas de libre competencia.

CEPA, con el apoyo de la Organización Carvajal, recurrió esta decisión y está llevando a cabo todas las actividades requeridas para su defensa jurídica. No obstante, de acuerdo con lo indicado por las Normas Internacionales de Información Financiera – NIIF, CEPA incluyó el pago de esta multa como un gasto dentro de sus resultados de 2016. Si bien el valor de la multa es representativo para esta filial, el EBITDA de la compañía y sus cupos de crédito disponibles le permitirían cubrirlo en caso que tuviese que realizarlo. Monitorearemos la evolución de este proceso para incorporar su impacto en nuestras proyecciones.

## **II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS**

### Qué podría llevarnos a subir la calificación

BRC Investor Services S.A. SCV identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- La reducción sostenida del nivel de apalancamiento de la organización de forma que alcance una relación deuda neta/EBITDA inferior a 3x.
- El cumplimiento de las metas de ingresos y EBITDA definidas para el negocio de empaques.
- La estabilización del margen EBITDA de CPP en niveles similares a los de la industria (15%).
- La flexibilización de la estructura de costos y gastos de CTS.
- El mantenimiento de la dinámica positiva del negocio de educación.

### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC Investor Services S.A. SCV identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- El incremento del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta/EBITDA sea superior a 5x.
- Los cambios en las condiciones macroeconómicas de México que impacten significativamente las operaciones de empaques y educación en dicho país.
- Las modificaciones de las condiciones actuales de las garantías con las que cuenta la emisión que afecten negativamente a los tenedores de los bonos.
- La no consecución de los créditos con la banca privada requeridos para realizar el pago de los bonos.

## **III. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD**

La OCSA es un conglomerado multilatinos con más de cien años de existencia con inversiones en los sectores de empaques, pulpa y papel, educación, muebles y tecnología y servicios. El grupo cuenta con 19.700 trabajadores y tiene presencia en 14 países de América Latina, con Colombia, México, Perú, Ecuador y El Salvador como sus mercados más importantes.

Para cada compañía del grupo, la Asamblea de Accionistas es el máximo órgano rector. Se reúne de forma ordinaria una vez al año con el objeto de examinar la situación de la empresa, establecer sus directrices económicas y estratégicas, revisar y aprobar las cuentas y los estados financieros del ejercicio precedente y decidir sobre la distribución de utilidades, entre otros.

La Junta Directiva tanto del grupo como de sus filiales está a cargo de centralizar la información y transmitirla a la Asamblea de Accionistas para que esta tome sus decisiones. La Junta tiene amplio mandato para administrar cada compañía y, por consiguiente, cuenta con atribuciones suficientes para ordenar que se ejecute o celebre cualquier acto o contrato comprendido dentro del objeto social de las mismas. Este organismo de control se reúne una vez al mes en el caso de Carvajal S.A. y cada dos meses en el caso de sus subsidiarias.

### **Principales filiales**

**Carvajal Empaques:** diseña, produce y distribuye soluciones integrales de empaques para la industria y bienes de consumo. Atiende dos mercados (industrial 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:** produce papeles para imprenta, oficina y escritura, papeles especiales y cartulinas para empaques. Utiliza la fibra de la caña de azúcar como materia prima básica. Tiene dos plantas ubicadas en Colombia con las cuales atiende el mercado doméstico y exporta a Estados Unidos, Ecuador y Perú.

**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. Aunque provee algunos servicios en México, sus proyectos principales están concentrados en Colombia.

**Carvajal Educación (Papelería):** compañía dedicada a la producción, compra, venta, distribución, importación y exportación de productos y suministros para el aprendizaje, el entretenimiento y la oficina. Tiene cinco líneas de negocio (cuadernos de valor agregado, arte escolar, cuadernos económicos, accesorios y archivo escolar) y plantas de producción en Colombia, México y Ecuador.

**Carvajal Espacios:** ofrece soluciones integrales de amueblamiento y espacios arquitectónicos.

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor calificado y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S. A. SCV.*

*La información financiera incluida en este reporte fue provista por la Organización Carvajal y se basa en: 1) los estados financieros auditados bajo norma COLGAAP de Carvajal S.A. a nivel consolidado y de sus filiales para 2013 y 2014, 2) los estados financieros auditados bajo norma NIIF de Carvajal S.A. a nivel consolidado y de sus filiales para 2015 y no auditados para junio de 2016 y 3) el informe de gestión de 2015 de la Organización Carvajal y de Carvajal Empaques.*

*BRC Investor Services 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](#).*

## IV. ESTADOS FINANCIEROS

## CARVAJAL CONSOLIDADO

Cifras en Millones de \$

Balance General	COLGAAP		IFRS				Anal. Vertical		Análisis Horizontal					
	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16	IFRS		COLGAAP			IFRS	
								2015	jun-16	2012	2013	2014	2015	jun-16
<b>ACTIVOS</b>														
Efectivo	133.927	148.257	128.616	169.105	115.854	108.189	116.333	2,34%	2,34%	8,09%	10,70%	-13,25%	-31,49%	7,53%
Inversiones	59.553	90.350	46.127	487	1.752	886	2.826	0,04%	0,06%	-3,99%	51,71%	-48,95%	260,07%	218,96%
Deudores	1.066.705	862.548	813.541	643.484	705.385	639.019	604.213	14,22%	12,18%	-0,97%	-19,14%	-5,68%	9,62%	-5,45%
Inventarios	397.891	370.385	346.260	359.667	436.487	349.061	363.040	8,80%	7,32%	-12,05%	-6,91%	-6,51%	21,36%	4,00%
Otros activos corrientes	191.026	167.149	123.997	205.871	223.897	238.208	256.434	4,51%	5,17%	-17,20%	-12,50%	-25,82%	8,76%	7,65%
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.849.103</b>	<b>1.638.689</b>	<b>1.458.541</b>	<b>1.378.613</b>	<b>1.483.375</b>	<b>1.335.363</b>	<b>1.342.846</b>	<b>29,90%</b>	<b>27,07%</b>	<b>-4,99%</b>	<b>-11,38%</b>	<b>-10,99%</b>	<b>7,60%</b>	<b>0,56%</b>
Deudores LP	16.435	14.085	12.756	4.658	6.330	862	30.733	0,13%	0,62%	62,91%	-14,30%	-9,44%	35,91%	3465,31%
Inversiones	5.767	15.728	82.452	5.444	5.212	7.679	5.711	0,11%	0,12%	13,16%	172,71%	424,24%	-4,26%	-25,63%
PPE neto	796.310	808.951	827.028	1.285.984	1.360.349	1.287.660	1.346.059	27,42%	27,13%	-11,51%	1,59%	2,23%	5,78%	4,54%
Intangibles	303.287	289.105	250.141	29.132	23.411	202.685	23.411	0,47%	0,47%	-7,21%	-4,68%	-13,48%	-19,64%	-88,45%
Diferido	16.907	18.810	22.324	51.930	56.212	0	63.159	1,13%	1,27%	-23,97%	11,26%	18,68%	8,25%	
Otros Activos No corrientes	34.026	18.324	20.657	266.553	264.503	186.621	306.171	5,33%	6,17%	-11,75%	-46,15%	12,73%	-0,77%	64,06%
Valorizaciones	909.368	974.535	1.019.696	0	0	0	0	0,00%	0,00%	2,08%	7,17%	4,63%	#DIV/0!	
<b>Activo No Corriente</b>	<b>2.082.101</b>	<b>2.139.539</b>	<b>2.235.054</b>	<b>1.643.700</b>	<b>1.716.017</b>	<b>1.685.507</b>	<b>1.775.244</b>	<b>34,59%</b>	<b>35,78%</b>	<b>-5,08%</b>	<b>2,76%</b>	<b>4,46%</b>	<b>4,40%</b>	<b>5,32%</b>
<b>Total Activo</b>	<b>3.931.203</b>	<b>3.778.228</b>	<b>3.693.595</b>	<b>3.022.313</b>	<b>3.199.392</b>	<b>3.020.870</b>	<b>3.118.090</b>	<b>64,49%</b>	<b>62,85%</b>	<b>-5,04%</b>	<b>-3,89%</b>	<b>-2,24%</b>	<b>5,86%</b>	<b>3,22%</b>
<b>PASIVO</b>														
Obligaciones financieras C.P. *	96.102	119.276	132.302	140.478	216.388	190.985	526.441	4,36%	10,61%	-82,93%	24,11%	10,92%	54,04%	175,65%
Proveedores	443.007	397.256	392.358	470.937	560.708	359.790	352.020	11,30%	7,10%	-24,30%	-10,33%	-1,23%	19,06%	-2,16%
Cuentas por pagar	194.170	179.300	117.600	10.992	8.721	95.210	103.499	0,18%	2,09%	-33,61%	-7,66%	-34,41%	-20,66%	8,71%
Impuestos gravámenes y tasas	54.417	61.084	57.410	66.167	76.769	77.381	79.151	1,55%	1,60%	-34,96%	12,25%	-6,02%	16,02%	2,29%
Obligaciones laborales	69.042	60.273	50.764	59.870	61.387	58.751	59.175	1,24%	1,19%	-24,39%	-12,70%	-15,78%	2,53%	0,72%
Otros pasivos corrientes	58.366	34.695	12.050	103.482	110.793	140.559	118.590	2,23%	2,39%	87,90%	-40,56%	-65,27%	7,07%	-15,63%
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>915.103</b>	<b>851.885</b>	<b>762.484</b>	<b>851.925</b>	<b>1.034.766</b>	<b>922.676</b>	<b>1.238.876</b>	<b>20,86%</b>	<b>24,97%</b>	<b>-44,43%</b>	<b>-6,91%</b>	<b>-10,49%</b>	<b>21,46%</b>	<b>34,27%</b>
Obligaciones financieras L.P	890.221	1.004.144	979.403	1.007.037	958.770	945.031	1.009.700	19,32%	20,35%	79,17%	12,80%	-2,46%	-4,79%	6,84%
Cuentas por pagar	3.650	3.834	81.188	4.780	0	2.000	0	0,00%	0,04%	65,98%	5,06%	2017,34%	-100,00%	
Otros pasivos	141.127	130.221	38.549	202.817	189.202	215.612	214.099	3,81%	4,32%	-8,80%	-7,73%	-70,40%	-6,71%	-0,70%
Bonos	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000	401.318	159.160	8,06%	3,21%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-60,34%
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>1.434.998</b>	<b>1.538.200</b>	<b>1.499.140</b>	<b>1.614.634</b>	<b>1.547.972</b>	<b>1.561.961</b>	<b>1.384.959</b>	<b>31,20%</b>	<b>27,91%</b>	<b>36,17%</b>	<b>7,19%</b>	<b>-2,54%</b>	<b>-4,13%</b>	<b>-11,33%</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.350.101</b>	<b>2.390.084</b>	<b>2.261.624</b>	<b>2.466.559</b>	<b>2.582.738</b>	<b>2.484.637</b>	<b>2.623.835</b>	<b>52,06%</b>	<b>52,89%</b>	<b>-12,98%</b>	<b>1,70%</b>	<b>-5,37%</b>	<b>4,71%</b>	<b>5,60%</b>
<b>PATRIMONIO</b>														
Capital	1.637	1.637	1.637	6.427	8.119	7.796	8.119	0,16%	0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	26,34%	4,14%
Prima colocación acciones	18.482	18.482	0	1.370	547	0	547	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	-100,00%	-60,07%	
Reservas	96.057	90.126	144.208	8.403	3.425	0	3.425	0,07%	0,07%	9,57%	-6,17%	60,01%	-59,24%	
Revalorización patrimonio	282.325	225.068	79.730	0	0	0	0	0,00%	0,00%	-5,34%	-20,28%	-64,58%		
Utilidades ejercicio	15.552	30.392	13.931	9.016	123.864	9.804	10.985	2,50%	0,22%	-41,65%	95,42%	-54,16%	1273,88%	12,05%
Utilidades acumuladas	361.781	221.296	344.450	350.044	283.163	110.453	341.949	5,71%	6,89%	31,21%	-38,83%	55,65%	-19,11%	209,59%
Superavit por valorización	535.590	530.366	555.715	0	0	0	0	0,00%	0,00%	-6,52%	-0,98%	4,78%		
Otros	0	0	0	0	0	225.523	0	0,00%	0,00%					-100,00%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>1.311.424</b>	<b>1.117.366</b>	<b>1.139.671</b>	<b>375.259</b>	<b>419.118</b>	<b>353.576</b>	<b>365.025</b>	<b>8,45%</b>	<b>7,36%</b>	<b>2,35%</b>	<b>-14,80%</b>	<b>2,00%</b>	<b>11,69%</b>	<b>3,24%</b>
<b>Interés minoritario</b>	<b>269.679</b>	<b>270.778</b>	<b>292.300</b>	<b>180.495</b>	<b>197.537</b>	<b>182.657</b>	<b>129.230</b>	<b>3,98%</b>	<b>2,60%</b>	<b>70,93%</b>	<b>0,41%</b>	<b>7,95%</b>	<b>9,44%</b>	<b>-29,25%</b>
<b>Pasivo + Patrimonio</b>	<b>3.931.203</b>	<b>3.778.228</b>	<b>3.693.595</b>	<b>3.022.313</b>	<b>3.199.393</b>	<b>3.020.870</b>	<b>3.118.090</b>	<b>64,49%</b>	<b>62,85%</b>	<b>-5,04%</b>	<b>-3,89%</b>	<b>-2,24%</b>	<b>5,86%</b>	<b>3,22%</b>

\* La información a junio de 2016 incluye la porción a corto plazo del pago de la emisión de bonos.

ESTADO DE RESULTADOS	COLGAAP			IFRS				Anal. Vertical		Análisis Horizontal				
	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16	2015	jun-16	2012	2013	2014	2015	jun-16
Ventas Netas	3.238.272	2.982.774	2.749.228	2.724.184	3.078.609	1.367.846	1.481.264	100,00%	100,00%	0,00%	-7,89%	-7,83%	13,01%	8,29%
Costo de Ventas sin DA	1.988.177	1.880.921	1.883.088	1.873.834	2.084.200	945.166	1.020.629	67,70%	68,90%	-3,52%	-5,39%	0,12%	11,23%	7,98%
DA del Costo de Ventas	96.832	108.629	107.461	95.564	98.704	44.462	46.682	3,21%	3,15%	-13,63%	12,18%	-1,08%	3,29%	4,99%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1.153.263</b>	<b>993.224</b>	<b>758.679</b>	<b>754.786</b>	<b>895.705</b>	<b>378.218</b>	<b>413.953</b>	<b>29,09%</b>	<b>27,95%</b>	<b>-4,33%</b>	<b>-13,88%</b>	<b>-23,61%</b>	<b>18,67%</b>	<b>9,45%</b>
GO (Admon y Ventas)	888.591	809.074	506.932	519.506	589.738	270.817	291.735	19,16%	19,70%	-4,68%	-8,95%	-37,34%	13,52%	7,72%
DA Gastos	87.877	43.434	29.109	28.714	16.482	7.767	6.684	0,54%	0,45%	-1,56%	-50,57%	-32,98%	-42,60%	-13,94%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>176.794</b>	<b>140.716</b>	<b>222.638</b>	<b>206.566</b>	<b>289.485</b>	<b>99.634</b>	<b>115.534</b>	<b>9,40%</b>	<b>7,80%</b>	<b>-3,87%</b>	<b>-20,41%</b>	<b>58,22%</b>	<b>40,14%</b>	<b>15,96%</b>
Otros Ingresos	79.252	47.293	8.134	9.070	16.173	1.677	11.019	0,53%	0,74%	26,34%	-40,33%	-82,80%	78,32%	557,08%
Financieros	6.097	4.818	0	7.042	5.018	0	431	0,16%	0,03%	-6,69%	-20,97%	-100,00%	-28,74%	
Otros	73.156	42.474	8.134	2.028	11.155	1.677	10.588	0,36%	0,71%	30,17%	-41,94%	-80,85%	450,18%	531,39%
Otros Gastos	169.424	406.020	154.380	116.023	130.344	56.918	81.198	4,23%	5,48%	0,76%	139,65%	-61,98%	12,34%	42,66%
Intereses	115.763	105.421	101.135	112.117	128.846	61.432	74.140	4,19%	5,01%	20,28%	-8,93%	-4,07%	14,92%	20,69%
Otros	53.661	300.599	53.245	3.905	1.498	-4.514	7.058	0,05%	0,48%	-25,37%	460,18%	-82,29%	-61,64%	-256,35%
<b>Utilidad antes de Imptos</b>	<b>86.623</b>	<b>-218.011</b>	<b>76.393</b>	<b>99.613</b>	<b>175.314</b>	<b>44.393</b>	<b>45.356</b>	<b>5,69%</b>	<b>3,06%</b>	<b>10,35%</b>	<b>-351,68%</b>	<b>-135,04%</b>	<b>75,99%</b>	<b>2,17%</b>
Impuestos Totales	50.446	51.258	62.462	59.542	57.380	29.188	12.844	1,86%	0,87%	13,11%	1,61%	21,86%	-3,63%	-56,00%
Resultados de operaciones discontinuas	0	0	0	-31.056	5.930	8.652	-4.317	0,19%	-0,29%				-119,09%	-149,89%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>36.177</b>	<b>-269.269</b>	<b>13.931</b>	<b>9.016</b>	<b>123.864</b>	<b>23.858</b>	<b>28.195</b>	<b>4,02%</b>	<b>1,90%</b>	<b>6,72%</b>	<b>-844,31%</b>	<b>-105,17%</b>	<b>1273,88%</b>	<b>18,18%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>361.504</b>	<b>292.779</b>	<b>359.208</b>	<b>330.844</b>	<b>404.671</b>	<b>151.863</b>	<b>168.900</b>	<b>13,14%</b>	<b>11,40%</b>	<b>-6,17%</b>	<b>-19,01%</b>	<b>22,69%</b>	<b>22,31%</b>	<b>11,22%</b>

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

## FLUJO DE CAJA

	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16
<b>EBITDA</b>	<b>361.504</b>	<b>292.779</b>	<b>359.208</b>	<b>330.844</b>	<b>404.671</b>	<b>151.863</b>	<b>168.900</b>
Variación KTNO	-300.388	59.163	-82.869	-82.869	-74.789	-47.054	-70.681
Impuestos	-80.707	-89.208	-58.965	-58.965	-57.381	-26.383	-2.121
<b>FCO</b>	<b>-19.591</b>	<b>262.734</b>	<b>217.374</b>	<b>189.010</b>	<b>272.501</b>	<b>78.426</b>	<b>96.098</b>
CAPEX	-105.421	-139.087	-117.702	-117.702	-186.146	-45.880	-42.078
<b>FCL</b>	<b>-125.012</b>	<b>123.647</b>	<b>99.672</b>	<b>71.308</b>	<b>86.355</b>	<b>32.546</b>	<b>54.020</b>
Intereses	-115.763	-105.421	-174.112	-174.112	-123.828	-57.097	-75.566
Variación Oblig. Financieras	-73.638	137.098	-116.068	-116.068	24.786	-29.419	125.717
Dividendos	-28.896	-31.171	-12.535	-12.535	-52.240	-7.858	-52.368
Otros	350.859	-79.025	139.178	162.391	12.942	-3.840	-50.251
<b>Movimiento de Caja</b>	<b>7.551</b>	<b>45.127</b>	<b>-63.865</b>	<b>-69.016</b>	<b>-51.985</b>	<b>-65.668</b>	<b>1.552</b>
<b>Caja inicial</b>	<b>185.929</b>	<b>193.480</b>	<b>238.607</b>	<b>238.607</b>	<b>169.591</b>	<b>174.743</b>	<b>117.607</b>
<b>Caja Final</b>	<b>193.480</b>	<b>238.607</b>	<b>174.742</b>	<b>169.591</b>	<b>117.606</b>	<b>109.075</b>	<b>119.159</b>

## INDICADORES

RENTABILIDAD	COLGAAP			IFRS			
	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16
Ventas Netas	3.238.272	2.982.774	2.749.228	2.724.184	3.078.609	1.367.846	1.481.264
EBITDA	361.504	292.779	359.208	330.844	404.671	151.863	168.900
Crecimiento de Ventas	0,00%	-7,89%	-7,83%	-0,91%	13,01%	ND	8,29%
Crec. EBITDA	-6,17%	-19,01%	22,69%	-7,90%	22,31%	ND	11,22%
Margen Bruto	35,61%	33,30%	27,60%	27,71%	29,09%	27,65%	27,95%
Margen Operacional	5,46%	4,72%	8,10%	7,58%	9,40%	7,28%	7,80%
Margen Neto	1,12%	-9,03%	0,51%	0,33%	4,02%	1,74%	1,90%
Margen EBITDA	11,16%	9,82%	13,07%	12,14%	13,14%	11,10%	11,40%
Ventas/ Activos	82,37%	78,95%	74,43%	90,14%	96,22%	ND	102,37%
ROA	0,92%	-7,13%	0,38%	0,30%	3,87%	1,58%	1,81%
ROE	2,76%	-24,10%	1,22%	2,40%	29,55%	13,49%	15,45%

ACTIVIDAD	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16
KTNO	1.021.589	835.677	767.443	532.214	581.164	628.290	615.233
Productividad KTNO	3,17	3,57	3,58	5,12	5,30	2,18	2,41
Rot CxC	119	104	107	85	82	84	73
Rot CxP	76	72	71	86	92	65	59
Rot Inventarios	69	67	63	66	72	63	61
Ciclo de efectivo	111	99	98	65	62	82	75

Liquidez	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16
Efectivo + inversiones corto plazo	193.480	238.607	174.742	169.591	117.606	109.075	119.159
Razon Corriente	2,02	1,92	1,91	1,62	1,43	1,45	1,08
Prueba Ácida	1,59	1,49	1,46	1,20	1,01	1,07	0,79

Endeudamiento	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16
Deuda bruta	1.386.323	1.523.420	1.511.705	1.547.515	1.575.158	1.537.334	1.695.301
Deuda neta	1.192.843	1.284.813	1.336.963	1.377.923	1.457.552	1.428.259	1.576.142
Deuda de CP (%)	6,93%	7,83%	8,75%	9,08%	13,74%	12,42%	31,05%
Deuda de LP (%)	93,07%	92,17%	91,25%	90,92%	86,26%	87,58%	68,95%
Deuda /Patrimonio	1,06	1,36	1,33	4,12	3,76	4,35	4,64
Deuda fin. / Pasivo Total	58,99%	63,74%	66,84%	62,74%	60,99%	61,87%	64,61%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	1,79	2,14	1,98	6,57	6,16	7,03	7,19

Coberturas	2012	2013	2014	2014	2015	jun-15	jun-16
Intereses/ Ventas	3,57%	3,53%	3,68%	4,12%	4,19%	4,49%	5,01%
EBITDA / Intereses	3,12	2,78	3,55	2,95	3,14	2,47	2,28
EBITDA / Deuda Fra.	0,26	0,19	0,24	0,21	0,26	ND	0,25
Deuda Bruta/ EBITDA	3,83	5,20	4,21	4,68	3,89	ND	4,02
Deuda Neta/ EBITDA	3,30	4,39	3,72	4,16	3,60	ND	3,74
Servicio de la deuda	189.401	105.421	290.180	290.180	123.828	86.516	75.566
FCO/ Serv Deuda	-0,10	2,49	0,75	0,65	2,20	0,91	1,27
Ebitda/ Serv Deuda	1,91	2,78	1,24	1,14	3,27	1,76	2,24

## V. MIEMBROS DE 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)