

# Reporte de calificación

---

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

**Comité Técnico:** 9 de noviembre de 2018  
**Acta número:** 1460

**Contactos:**

**María Carolina Barón Buitrago**

[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)

**Ana María Carrillo Cárdenas**

[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	<ul style="list-style-type: none"> <li>Garantía parcial bancaria otorgada por Bancolombia S.A. por COP120.000 millones emitida el 18 de septiembre de 2014.</li> <li>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.</li> </ul>
Agente estructurador y colocador	Citivalores S.A. Comisionista de Bolsa.
Representante legal de los tenedores	Alianza Fiduciaria

## Resumen

- Confirmamos la calificación de deuda de largo plazo de AA de los Bonos Carvajal S.A por COP400.000 millones.
- La calificación incorpora el mantenimiento de la estrategia que ha implementado la compañía en los últimos tres años y los buenos resultados financieros de entidades como Carvajal Tecnología y Servicios y Carvajal Pulpa y Papel.
- En un escenario base de la calificadora, el nivel de apalancamiento de la organización se mantendría por encima de 4x en los próximos tres años de mantenerse el nivel de capex proyectado.

## Acción de Calificación

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 COP400.000 millones.

## **Fundamentos de la calificación:**

La Organización Carvajal S.A. (OCSA) mantuvo como su objetivo estratégico la focalización en cuatro negocios estratégicos: empaques, papel, educación y tecnología. Así, cumple con el plan que diseñó en 2016 y el cual tiene definidos hitos y metas importantes en cada año.

Al cierre de 2017, OCSA solicitó deuda con el propósito de adquirir el control definitivo de Carvajal Empaques y Pulpa y Papel (P&P). Sin embargo, los resultados en materia de EBITDA fueron menores a lo proyectado lo que llevó a que el nivel de apalancamiento fuera de 4,9x, uno de los más altos en la historia de la calificación y superior al de otras entidades que califica BRC.

La relación deuda a EBITDA proyectada podría disminuir al cierre de 2018, pero consideramos que volvería a niveles cercanos a 4,5x en 2020 en el caso que la organización invierta en capex \$149.000 millones de pesos colombianos (COP), en promedio cada año, nivel similar al de los últimos tres años. No obstante, consideramos que algunos de los proyectos incluidos en este valor podrían aplazarse en caso de que no se obtengan los resultados esperados en materia de ingresos.

Los resultados de cada una de las compañías responden a las diferentes industrias en que operan. Por un lado, Carvajal Empaques enfrentó un alto nivel de competencia con precios de materias primas al alza, lo que redujo su margen de EBITDA hasta 9.45% en agosto de 2018, desde 13.24% en el mismo mes del año anterior. Por otra parte, el precio del papel favoreció los resultados de Pulpa y Papel que mantuvo su margen EBITDA por encima de 13%.

Para la organización las sinergias entre P&P y Empaques son mayores en la medida en que la mejor fibra para hacer empaques es el bagazo. A esto se debe agregar una preferencia del mercado nacional e internacional por los productos biodegradables y reciclados, lo que se convierte en una ventaja competitiva de las compañías frente a otras empresas similares.

A Carvajal Educación se le veía como un negocio maduro cuyos crecimientos proyectados eran bajos, pero estables. Sin embargo, redefinió su estrategia para valorar más el tema de marcas lo que le permitió aumentar la rentabilidad a 8.79% en agosto de 2018 desde 6.53% en el mismo mes del año anterior y espera poder seguir generando valor a mediano plazo, con indicadores de EBITDA superiores a 9% en los próximos dos años.

Tecnología y Servicios tenía una visión mucho más amplia del negocio. No obstante, ha definido que quiere profundizar el conocimiento de cada uno de sus mercados, para innovar en temas de salud y de grandes empresas. A pesar del conocimiento de la industria que tiene la compañía, en nuestra opinión, la dependencia que Tecnología y Servicios tiene de los negocios de elecciones es alta y no consideramos que pueda disminuir en el mediano plazo.

Como complemento a los resultados de las compañías del grupo, la emisión tiene el respaldo de dos garantías: una bancaria de Bancolombia equivalente a 30% de la emisión; y una carta de crédito por el valor del servicio de la deuda del siguiente año. Estos dos respaldos han estado vigentes en los últimos años en cumplimiento del prospecto de emisión.

## **Liquidez**

La organización Carvajal tiene capacidad de generar recursos suficientes para cubrir sus necesidades de capital de trabajo y el capex. En lo corrido de 2018 evidenciamos una mejor situación de liquidez, en parte

por los mejores resultados operacionales y por los menores niveles de capex que ha realizado la compañía a agosto del presente año.

Bajo un escenario base en el que se proyectan resultados conservadores de cada compañía, se mantienen el nivel de capex proyectado y las políticas de capital de trabajo, la relación de fuentes a usos podría acercarse a 1x. No obstante, ponderamos positivamente el acceso que ha tenido históricamente la organización a recursos a través de créditos bancarios y al mercado de capitales, en caso de ser necesario.

### 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 OCSA por la implementación de su nueva estrategia corporativa en los montos y tiempos estimados.
- La efectividad del proceso de reestructuración estratégica de su negocio de tecnología y servicios.

#### 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. El grupo cuenta con más de 17.000 trabajadores y tiene presencia en 14 países de América Latina, con Colombia, México, Perú, Ecuador y El Salvador como sus mercados más importantes.

#### **Principales filiales:**

Carvajal Empaques: diseña, produce y distribuye soluciones integrales de empaques para la industria y bienes de consumo. Atiende tres mercados (hogares, industrial [que incluye consumo y agroindustrial] y *foodservice*) 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 local y exporta a Estados Unidos, Ecuador y Perú. Atiende cuatro segmentos: impresión distribuida, empaques, cuadernos y comunicación gráfica.

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

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 (OSE), Grandes Compañías de Servicio (GCS), 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. Es dueña de cuatro marcas (Norma, Kiut, Jean Book, Imágenes y Andaluz) para las cuales tiene definidas cuatro líneas de negocio (cuadernos de valor agregado, arte escolar, cuadernos económicos y accesorios y archivo escolar). Cuenta con plantas de producción en Colombia, México y Ecuador.

Garantías de la emisión:

- Garantía bancaria otorgada por Bancolombia en 2014. Es a primer requerimiento irrevocable y por un valor máximo de COP120.000 millones. Dicho monto corresponde a 30% del total de la emisión. Dado que el emisor ya pagó la primera serie, el saldo remanente disponible de esta garantía es de COP47.748 millones, que representa el 30% de la segunda serie de los bonos (COP159.160 millones).
- Cada vez que la relación deuda/EBITDA consolidada con cifras al cierre del año fiscal sea mayor a 3x, la OCSA debe garantizar el 100% del servicio de la deuda (capital e intereses) de los bonos de los siguientes 12 meses con una carta de crédito *stand by* irrevocable y exigible a su primer requerimiento cuyo beneficiario serán los tenedores de bonos o su representante. Dicha carta puede ser emitida por (i) un establecimiento bancario colombiano que tenga una calificación de deuda de largo plazo no inferior a 'AAA' o (ii) por un banco extranjero cuya calificación de deuda de largo plazo no sea inferior a 'A' regida bajo las reglas UCP 600, y avisada por un banco colombiano o (iii) por un organismo multilateral de crédito.

## 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 donde participa, la devaluación o revaluación de las monedas locales y del peso colombiano y las medidas proteccionistas implementadas en algunos de los mercados que atiende.

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

*La información financiera en la que se fundamentó este reporte son los estados financieros auditados de los últimos tres años y no auditados a agosto del 2018.*

*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)*