

Comunicado de prensa:

S&P National Ratings bajó calificación a ‘coAA-’ desde ‘coAA’ de la Emisión de Bonos Segundo Mercado hasta por la suma de \$530,000 millones a cargo de Carvajal S.A.; la perspectiva es negativa

3 de septiembre de 2026

AVISO IMPORTANTE: Esta calificación es asignada por S&P Global -National Ratings S.A. Sociedad Calificadora de Valores bajo su línea de producto de S&P National Ratings. El logo de S&P National Ratings identifica las calificaciones asignadas con base en criterios para la escala nacional y metodologías específicas para Colombia.

Resumen de la acción de calificación

- El 3 de septiembre de 2026, S&P National ratings bajó la calificación de deuda de largo plazo en escala nacional a ‘coAA-’ desde ‘coAA’ a la Emisión de bonos segundo mercado hasta por la suma \$530,000 millones de pesos colombianos (COP) a cargo de Carvajal S.A. y retiró la Revisión Especial (*CreditWatch*) con implicaciones negativas donde la había colocado el 18 de marzo de 2026; la perspectiva es negativa.
- La garantía de esta emisión se mantiene sobre niveles adecuados dentro de nuestra evaluación de prioridad, seguridad y condicionamientos, características que aumentan la capacidad de pago de los bonos frente a la calificación crediticia individual del emisor.
- Consideramos que Organización Carvajal S.A. (OC) mantendrá su posición competitiva, incluso tras la liquidación de su negocio de Pulpa y Papel (Propal). Sin embargo, la reducción en la generación de EBITDA y el sostenimiento del nivel de deuda han debilitado su perfil financiero. El apalancamiento ha promediado 4x (veces) en los últimos dos años, nivel que estimamos permanezca durante 2026 y 2027.
- En nuestra opinión, la liquidez de OC es suficiente para 2026; sin embargo, prevemos que sea ajustada en 2027. Esto resalta la necesidad de implementar eficazmente el plan de reestructuración de deuda y mantener la flexibilidad financiera para garantizar el pago oportuno de sus obligaciones financieras en el corto y mediano plazo.

Fundamento de la acción de calificación

La calificación de la emisión de bonos se basa en nuestra evaluación de la capacidad de pago de OC y se complementa con el análisis de las garantías otorgadas para cada una de las emisiones.

Contacto analítico principal

Edgar Mauricio Robles

Bogotá
edgar.robles
@spglobal.com

Contactos secundarios

José Ricardo Herrera

Bogotá
jose.ricardo
@spglobal.com

Para OC y para el sector de pulpa y papel nacional, 2026 ha sido otro año complejo que derivó en la liquidación de uno de los segmentos de negocio más representativos dentro de su propuesta de valor tradicional; sin embargo, consideramos que la Organización mantendrá su posición competitiva. El entorno altamente competitivo, volátil y de incertidumbre llevó a que la generación de EBITDA de la Organización se contrajera un 6% en el primer semestre de 2026 (indicador que, sin considerar a Propal como una operación discontinua, habría registrado una caída cercana al 11%, respectivamente). Bajo este escenario, la administración ha priorizado la creación de valor y el bienestar para todos sus grupos de interés bajo la decisión de liquidación de su filial Propal, con el fin de enfocarse en los negocios maduros y con mayor potencial de crecimiento, apalancados en el abastecimiento de materia prima externa a precios más competitivos. Aunque el cierre de Propal implica una modificación dentro de nuestra evaluación de las ventajas competitivas que OC mantiene en los mercados nacional e internacional, estimamos que su capacidad de diversificación, tanto geográfica como de portafolio de productos, continuará respaldando su posición de riesgo de negocio en el corto plazo.

En los últimos dos años los resultados de la Organización han presentado desviaciones en los principales indicadores financieros con respecto a las expectativas de la calificadora. Esto se refleja, particularmente, en los niveles de apalancamiento, que promediaron 4x entre 2024 y 2025. Proyectamos que estos se mantendrán en niveles similares durante los próximos dos años, lo que contrasta significativamente con las 3.5x consideradas en nuestra última revisión. Nuestro escenario base actual supone que las obligaciones financieras se estabilizarán en cerca de COP2 billones en la medida que la administración logre la reestructuración oportuna de su deuda, con una generación de EBITDA promedio consolidado de COP495,000 millones entre 2026 y 2027. Este último valor representaría una disminución cercana al 22% respecto a nuestra última revisión, principalmente por una menor base de ingresos derivada de la liquidación de Propal, al considerar ventas en torno a COP3.2 billones, frente a los COP4.1 billones proyectados anteriormente.

Consideramos que la estrategia de la Organización, enfocada hacia estructura operativa eficiente en todas sus filiales, seguirá complementando de manera importante sus capacidades competitivas. OC continúa impulsando iniciativas de reestructuración enfocadas en lograr un crecimiento rentable, con especial atención en la disminución de costos mediante la tecnificación de procedimientos en los distintos países donde tiene presencia. Estas acciones comprenden inversiones en tecnología para las plantas, optimización de la plantilla laboral y automatización. De esta forma, las medidas para contener gastos y estabilizar los ingresos en los segmentos de Tecnología, Educación, Inmobiliario y Empaques contribuirán a mantener márgenes EBITDA cercanos al 15% en los próximos dos años. Este nivel superaría el promedio del 13.5% registrado entre 2024 y 2025, periodo en el que aún se reflejaban las presiones financieras de Propal, y permitirá aumentar la capacidad de adaptación frente a escenarios de desaceleración económica y de consumo.

La administración también busca ampliar sus capacidades financieras a través de la redefinición de su estructura de deuda. En los últimos meses, la compañía ha priorizado la preservación del flujo de efectivo operativo (FOCF, por sus siglas en inglés) y ha encaminado sus esfuerzos en reperfilar la deuda, que a junio de 2026 totalizó COP2 billones con una vida media cercana a cuatro años. El objetivo es mejorar las condiciones de costo del crédito, extender los plazos y ajustar el calendario de sus amortizaciones, incluyendo la posibilidad de periodos de gracia. Esto último resulta especialmente relevante considerando que, actualmente, la Organización concentra cerca del 32% de los pagos su deuda en los próximos 12 a 24 meses. Además, la estrategia se enfoca en la priorización de distribución de dividendos a sus accionistas

Comunicado de prensa: S&P National Ratings bajó calificación a 'coAA-' desde 'coAA' de la Emisión de Bonos Segundo Mercado hasta por la suma de \$530,000 millones a cargo de Carvajal S.A.; la perspectiva es negativa

y en la asignación de capital de inversión (capex) en la medida que la liquidez sea ajustada para dar continuidad a su operación.

Consideramos que la garantía proporcionada es consistente con nuestra valoración de los niveles de prioridad, seguridad y términos acordados, lo que refuerza la probabilidad de cumplimiento de pago. La estructura de los bonos incluye una restricción financiera (*covenant*) que exige la existencia de una carta de crédito *stand-by* (CCSB) cuya beneficiaria es Fiduciaria Central S.A. en representación de los tenedores de bonos. La vigencia de esta garantía está condicionada a que el índice de deuda financiera a EBITDA del emisor permanezca por encima de 3x, por lo que garantiza el pago de los intereses correspondientes a los próximos 12 meses, así como el 100% de los vencimientos de capital de alguna serie que deban ocurrir durante el año (COP64,000 millones para la vigencia de 2026).

En nuestra revisión actual, hemos determinado que esta garantía cumple con los principales requisitos establecidos en nuestros criterios para ser considerada como un respaldo crediticio efectivo. Esto permite un ajuste al alza de la calificación del instrumento frente a la del emisor, siempre que la calificación final no exceda la del garante. Esta mejora se aplicará únicamente mientras la garantía esté vigente y estará sujeta a revisión anual de la restricción financiera (*covenant*).

Liquidez

La liquidez de la Organización continúa siendo suficiente para atender sus obligaciones operativas y financieras durante 2026, pero limitada para 2027. Proyectamos que OC mantendrá una capacidad de adaptación financiera favorable, apoyada en la ejecución estricta de sus estrategias de administración de su capital de trabajo y de las mejoras en eficiencia operativa, cuyos factores contribuirán a generar suficientes recursos operativos para mantener una relación de fuentes a usos de 1x en 2026. Sin embargo, las perspectivas para el siguiente año contrastan con un indicador por debajo de 1x, lo que resalta la importancia de una ejecución adecuada en la reestructuración de su deuda para flexibilizar los vencimientos.

De igual manera, consideramos que el análisis de la posición de liquidez se beneficia de relaciones sólidas y consolidadas con instituciones bancarias y el acceso al mercado de capitales, así como por una gestión prudente del riesgo de liquidez.

Perspectiva

La perspectiva negativa sobre la calificación de los bonos refleja la posibilidad de acción a la baja en el perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) de la Organización durante los próximos 12 a 24 meses. Esta situación podría materializarse en caso de registrar un cambio dentro de las fortalezas competitivas en el ámbito regional, así como dentro de la escala y diversidad de los distintos mercados y geografías donde opera. Asimismo, analizaremos las implicaciones de las decisiones de la administración sobre la protección del balance, y las condiciones finales de su reestructuración de deuda con el fin de asegurar la continuidad operativa de las filiales y el cumplimiento oportuno de los vencimientos de deuda en los próximos dos años.

Escenario negativo

Podríamos bajar la calificación de los bonos frente a un cambio en nuestra percepción de riesgo de negocio, relacionado con el debilitamiento de la posición competitiva. Esto, a raíz de la

Comunicado de prensa: S&P National Ratings bajó calificación a 'coAA-' desde 'coAA' de la Emisión de Bonos Segundo Mercado hasta por la suma de \$530,000 millones a cargo de Carvajal S.A.; la perspectiva es negativa

materialización de decisiones estratégicas que reduzcan la ventaja por diversificación y de fortaleza diferenciadora en el mercado.

Asimismo, por 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, que impliquen un apalancamiento consolidado cercano a 5x.

Por último, revisaremos modificaciones o cambios en las coberturas de las condiciones actuales de las garantías asociadas a la emisión que puedan afectar negativamente a los tenedores de bonos y disminuir la probabilidad de pago.

Escenario positivo

Podríamos considerar un alza en la calificación de los bonos frente al fortalecimiento de la posición de negocio en cada una de las líneas estratégicas de la Organización, incluso al enfrentar mercados altamente competitivos en el ámbito internacional, sin que la renuncia o desinversión de alguna de sus filiales implique una disminución de las ventajas competitivas consolidadas.

Asimismo, al consolidar una mejora de la capacidad de rentabilizar sus operaciones, reflejado en un margen EBITDA en línea con nuestras expectativas y el sostenimiento de su perfil de riesgo de crédito frente a la consolidación de niveles de apalancamiento cercanos a las 3x.

Emisor:	Carvajal S.A.
Monto calificado:	COP530,000 millones
Valor nominal	El valor nominal de cada uno de los bonos de las series será de un millón de pesos (COP1,000,000), al momento de la emisión.
Pago de capital	Serie C7 (Bullet) Serie C10 (3 años de gracia / amortizable)
Garantías	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 2024.
Agente estructurador	Corredores Davivienda S.A Comisionista de Bolsa

Emisiones vigentes	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Rendimiento	Monto emitido (COP millones)	Monto en circulación (COP millones)
Serie C7	26 de diciembre de 2023	26 de diciembre de 2030	IBR – plazo tres (3) meses + 3,53% N.T.V.	268,000	268,000
Serie C10	26 de diciembre de 2023	26 de diciembre de 2033	IBR – plazo tres (3) meses + 3,02% N.T.V.	200,000	200,000

Información Regulatoria

Tipo de calificación	Deuda de largo plazo
Número de acta	3054
Fecha del comité	3 de septiembre de 2026
Tipo de revisión	Periódica

Comunicado de prensa: S&P National Ratings bajó calificación a 'coAA-' desde 'coAA' de la Emisión de Bonos Segundo Mercado hasta por la suma de \$530,000 millones a cargo de Carvajal S.A.; la perspectiva es negativa

Calificado	Carvajal S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón María Soledad Mosquera Santiago Cajal José Ricardo Herrera Andrés Marthá

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros disponibles.

Para consultar el histórico completo de calificaciones, por favor ingrese al siguiente enlace:

[Histórico de calificaciones.](#)

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web, haga clic [aquí](#).

S&P Global – National Ratings S.A. Sociedad Calificadora de Valores 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, S&P Global – National Ratings S.A. Sociedad Calificadora de Valores revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad.

Una calificación de riesgo emitida por S&P Global – National Ratings 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.

Criterios

- [Metodología para calificar empresas en escala nacional en Colombia](#), 6 de abril de 2026
- [Metodología: Consideraciones complementarias para calificaciones en escala nacional en Colombia](#), 22 de junio de 2026.

Artículos Relacionados

- [Definiciones de Calificaciones en Escala Nacional para Colombia](#)

Algunos términos utilizados en este reporte, en particular algunos adjetivos usados para expresar nuestra opinión sobre factores de calificación importantes, tienen significados específicos que se les atribuyen en nuestros criterios y, por lo tanto, se deben leer junto con los mismos. Para obtener más información, consulte nuestros Criterios de Calificación en nuestro sitio de Escala Nacional para Colombia. Encontrará la descripción de cada una de las categorías de calificación de S&P National Ratings en "[Definiciones de calificaciones en escala nacional para Colombia](#)" Toda la información sobre calificaciones está disponible para los suscriptores de RatingsDirect en www.capitaliq.com. Todas las calificaciones a las que se hace referencia en este documento se pueden encontrar en el sitio web público de S&P National Ratings de Colombia, en colombia.ratings.spglobal.com

Comunicado de prensa: S&P National Ratings bajó calificación a 'coAA-' desde 'coAA' de la Emisión de Bonos Segundo Mercado hasta por la suma de \$530,000 millones a cargo de Carvajal S.A.; la perspectiva es negativa

Copyright © 2026 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base 'como está'. LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Es posible que parte del Contenido se haya creado con la ayuda de una herramienta de inteligencia artificial (IA). El personal de S&P redacta, revisa, edita y aprueba cualquier contenido publicado creado o procesado utilizando IA.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento, así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.