

# Reporte de calificación

---

## TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.

**Contactos:**

**Luis Carlos López Saiz**

[luis.carlos.lopez@spglobal.com](mailto:luis.carlos.lopez@spglobal.com)

**Andrés Marthá Martínez**

[andres.martha@spglobal.com](mailto:andres.martha@spglobal.com)

# TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.

## I. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' de Titularizadora Colombiana S. A. (en adelante, TC).

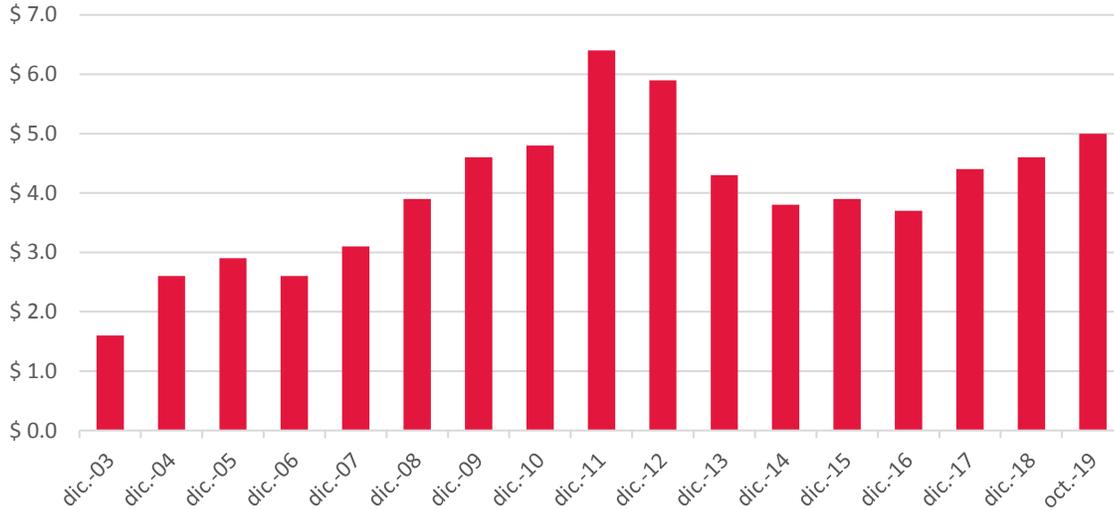
## II. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

**Posición de negocio: Amplia experiencia y trayectoria en la titularización de cartera consolidan su posición de negocio.**

Desde su creación TC ha realizado 64 titularizaciones por cerca de \$24 billones de pesos colombianos (COP), consolidándose dentro de tres principales emisores de renta fija del país, medido por el monto de emisiones. A cierre de 2019, el monto emitido aumentó 47% frente a 12 meses atrás, gracias a las mejores condiciones del mercado y el mayor apetito de los inversionistas por este tipo de títulos, lo cual se reflejó en un índice de cobertura (*bid to cover*) superior a 2x (veces) en las colocaciones de titularizaciones de cartera hipotecaria. Consideramos que su posición de liderazgo en el mercado de titularizaciones en Colombia se beneficia de una estrategia clara y consistente en el tiempo, la cual la ejecuta un equipo gerencial con experiencia y amplio conocimiento de su negocio.

A octubre de 2019, el negocio de TC mantiene una concentración alta en la titularización de créditos hipotecarios, dado que solo desde 2015 se permitió titularizar otros tipos de cartera. Frente a este riesgo, ponderamos positivamente los esfuerzos de TC por diversificar sus emisiones por tipo de activo subyacente, que le han permitido mantener en los últimos cinco años un promedio de 14% en titularizaciones distintas a hipotecarias. El saldo de emisiones que administra TC respecto de la cartera hipotecaria en la industria se ha mantenido estable desde finales de 2014, entre 6% y 8% del total, lo que denota su relevancia para el mercado de crédito de vivienda. En nuestra opinión, la mayor profundización en títulos participativos distintos a hipotecarios es el principal reto de TC respecto a su posición de negocio; la titularización de dichos activos fue menos dinámica respecto de 2018, pero ponderamos positivamente la incursión en créditos de vehículos como activo subyacente durante 2019. Según información del calificado, en los próximos 12 a 24 meses espera una mayor participación en titularizaciones inmobiliarias (TIN), otras carteras (libranzas, vehículos) y titularizaciones internacionales (TIDOM).

**Gráfico 1**  
Evolución del saldo de titularizaciones administradas por TC (billones de COP)



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Gráfico: BRC.

En nuestra opinión, TC constituye un vehículo que complementa las fuentes de acceso a recursos líquidos de los originadores de créditos en Colombia. Entre los aspectos que impactan su negocio están la regulación, el apetito de los inversionistas y sus necesidades de diversificación, así como el crecimiento de la cartera de los bancos, el comportamiento de las tasas de interés y, dada su especialización, el desempeño del sector vivienda y de construcción. De otro lado, proyectamos necesidades crecientes de diversificación por parte de los inversionistas institucionales en la administración de sus portafolios, un favorable crecimiento de la economía para los próximos dos años, mayor dinamismo de la cartera bancaria y un mejor desempeño del sector vivienda. En este sentido, esperaríamos un aumento de las titularizaciones, impulsada por la vinculación de nuevos originadores de cartera hipotecaria y la profundización en títulos participativos distintos a hipotecarios.

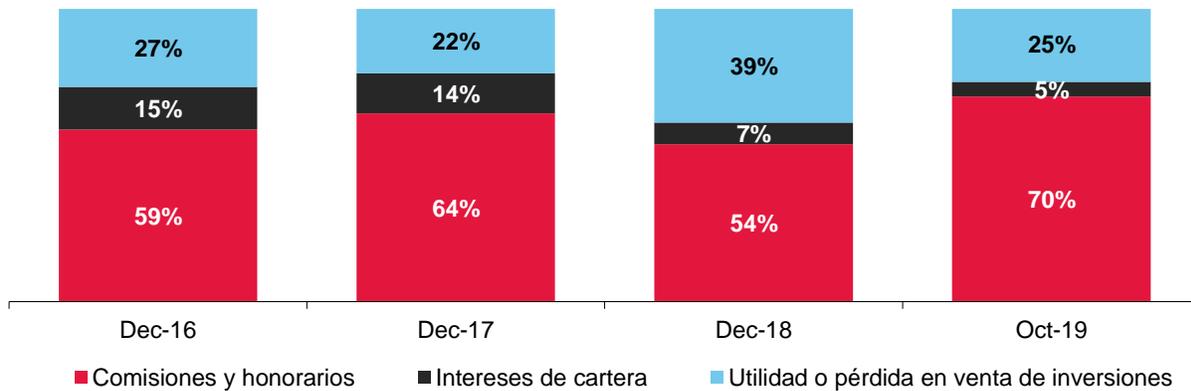
TC segrega correctamente las funciones de las áreas de negocio, riesgos y operaciones. En las etapas de estructuración, emisión y administración de las universalidades, la sociedad cuenta con procesos formales y altos estándares de revelación de información. También, la participación de órganos colegiados en la estructura de gestión de los productos que administra, con participación de miembros independientes, permite rastrear la propuesta de valor de la entidad y previene la materialización de conflictos de interés. Sus políticas están documentadas en el Código de Buen Gobierno Corporativo, el cual se actualiza periódicamente. Comparativamente, otras contrapartes que califica BRC cuentan con una mayor participación de miembros independientes en la junta directiva y en los comités que apoyan su gestión. Dado que TC invierte parte de sus recursos en los productos que administra, consideramos que el mantenimiento de altos estándares de gobierno es fundamental para el desarrollo adecuado de su negocio en particular y de la industria de titularización de activos en general.

**Rentabilidad: Desempeño financiero positivo, lo cual se refleja en un indicador de rentabilidad patrimonial promedio de 10% durante los últimos tres años.**

A octubre de 2019, los ingresos por comisiones (administración de las titularizaciones vigentes, estructuración y garantías) se mantienen como el de mayor relevancia para la TC (ver Gráfico 2), con una representatividad de 70% y superior en 18,4% frente a 12 meses atrás, fundamentado en el aumento

volumen de emisiones y en las comisiones de éxito. Por otro lado, los ingresos operacionales totales disminuyeron 13%, producto de menores ingresos por venta de activos correspondientes a la transferencia de los inmuebles de la universalidad TIN 1 en el 2018. Sin embargo, no consideramos que estos ingresos sean estructurales pues se dejarán de presentar una vez que el fondo inmobiliario alcance un músculo financiero suficiente para adquirir los activos directamente. Lo anterior, junto con los ingresos extraordinarios de arrendamientos que recibió TC en 2018, se tradujo en una disminución de 20% anual de los resultados del ejercicio. En un periodo de 12 a 18 meses, teniendo en cuenta el presupuesto de emisiones de TC; esperamos una mayor participación de la titularizadora en la emisión de títulos participativos inmobiliarios, inmuebles que apalancará parcialmente en su balance propio para posteriormente trasladar al fondo inmobiliario, lo que podría generar volatilidad en los resultados financieros del calificado.

**Gráfico 2**  
Composición de los ingresos

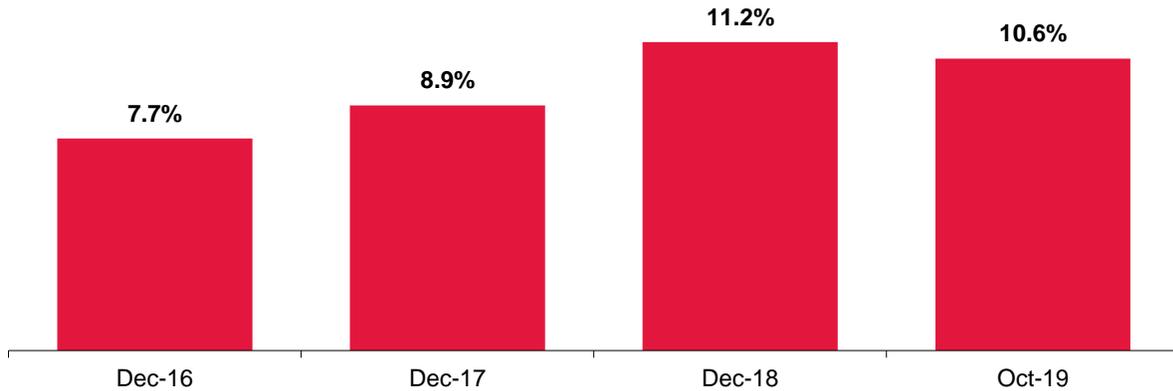


Fuente: Titularizadora Colombiana S.A. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV

A partir de 2013, TC modificó su estrategia corporativa y enfatizó sus esfuerzos comerciales en la diversificación geográfica y por producto, después de la finalización del periodo de exención tributaria para los rendimientos de los títulos emitidos dentro de procesos de titularización de cartera hipotecaria. A pesar de la baja representatividad de las titularizaciones distintas a hipotecaria, sobre el total de la cartera titularizada (promedio 14% en los últimos 5 años), la evolución positiva reciente de estos negocios podrá aumentar la diversificación de sus ingresos, favorecer su resiliencia y fortalecer el perfil financiero de la entidad.

De manera consecuente con el comportamiento descrito en las utilidades, la rentabilidad sobre el patrimonio de TC, calculada con utilidades acumuladas de los últimos 12 meses, disminuyó a 10,6% en octubre de 2019 frente a 13,1% de un año atrás. Para los próximos 12 a 18 meses, esperamos que el indicador se mantenga relativamente estable entre 10,5% y 11%. Nuestra expectativa se fundamenta en el cumplimiento de las metas de emisiones -lo que aumentaría el ingreso por comisiones- su mayor eficiencia operativa y la distribución del 100% de las utilidades.

**Gráfico 2**  
Rentabilidad sobre el patrimonio



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV

Los altos niveles de eficiencia operativa y flexibilidad de su estructura de costos constituyen una de las principales fortalezas de TC como contraparte. Estos se derivan de la alta escalabilidad de su negocio y una gestión adecuada para contener sus gastos fijos.

**Capital, liquidez y endeudamiento: Patrimonio de alta calidad, que le permite respaldar su operación y el crecimiento proyectado de su negocio.**

Los niveles de capital, endeudamiento y liquidez de TC son holgados y responden adecuadamente a las necesidades de su operación. Lo anterior se refleja en un nivel de activos líquidos / garantías otorgadas superiores a 2x, endeudamiento (pasivo / activo) menor a 15% y solvencia mayor a 100%, lo cual es consistente con su calificación 'AAA'. En los próximos 12 a 24 meses, esperamos un mayor endeudamiento de la titularizadora en créditos de corto plazo, por cuenta del apalancamiento de uno de sus negocios estratégicos; se trata de una situación coyuntural que no afectaría negativamente nuestra evaluación del perfil de liquidez y apalancamiento. Si bien consideramos que este tipo de operaciones no representan un cambio estructural en sus niveles de apalancamiento, es importante la precisión y formalización de estrategias de fondeo para este tipo de negocios, en la medida en que existe la posibilidad en el mediano plazo de recurrencia de este tipo de operaciones.

Con información del calificado, los niveles de solvencia (según la metodología estándar de la Superintendencia Financiera de Colombia) se situaron en 116% a cierre de 2019. Esto, junto a sus niveles de liquidez, le permitirían absorber holgadamente la materialización de pérdidas no esperadas. En nuestra opinión, su fortaleza patrimonial, la alta eficiencia de su operación y su estructura de costos flexible mitigan en gran medida los riesgos de concentración de su negocio y le permiten a TC acceder a la más alta calificación de contraparte.

El portafolio de recursos propios de la entidad mantiene una estrategia de inversión formal, de perfil conservador en riesgo de crédito (adecuada diversificación por emisores y más de 70% de las inversiones con la máxima calificación crediticia), y con niveles de exposición a riesgos de mercado comparativamente bajos (duración inferior a un año y valor en riesgo regulatorio a patrimonio técnico inferior a 1%).

TC cuenta con portafolio de títulos que le permiten cubrir holgadamente las necesidades de su operación, así como un plan de contingencia de liquidez adecuado. En un escenario pesimista, en el que todas las garantías otorgadas a las series A se ejecutaran simultáneamente, TC estaría en capacidad de cubrir esta

obligación 2,01x con sus activos más líquidos (portafolio negociable + disponible) a octubre de 2019 (ver Tabla 1). Si bien a octubre de 2019 se presenta una disminución de sus activos líquidos, producto del apalancamiento de los gastos iniciales de estructuración y comisiones de cada universalidad, esperamos un incremento en el nivel de su liquidez en la medida que recauden las cuentas por cobrar a estas universalidades, deuda de carácter 'AAA' y que no debe superar un periodo máximo de doce meses. Estas garantías nunca se han hecho efectivas y el valor del portafolio tendría que caer más de 50% para bajar a una cobertura inferior a 2x, lo cual es poco probable dada su composición conservadora en términos de riesgo de crédito y mercado mencionada anteriormente.

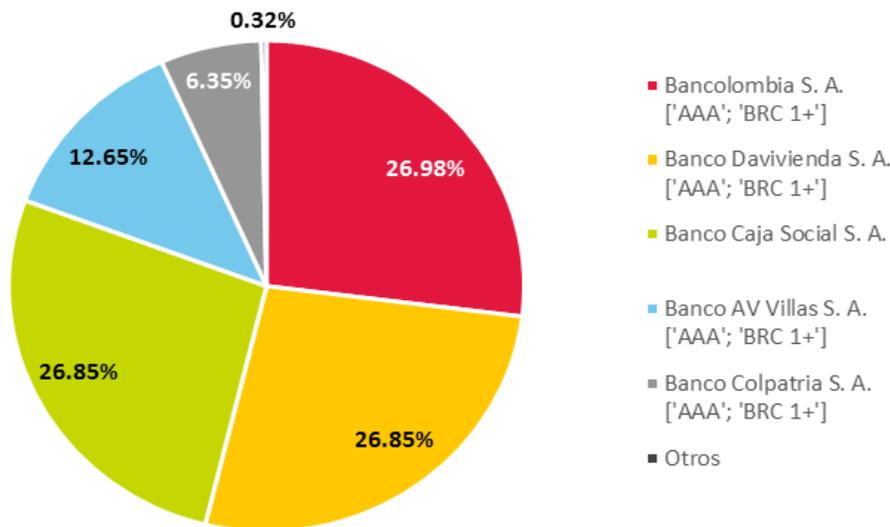
**Tabla 1. Cobertura de las garantías otorgadas por TC**

Fecha	Valor garantías	Portafolio negociable	Saldo disponible	Port. Negociable + disponible	Port. negociable + Disponible / Garantías
Dec-10	56,335	96,438	15,626	112,064	1.99
Dec-11	45,316	97,960	32,295	130,255	2.87
Dec-12	38,762	104,576	24,233	128,809	3.32
Dec-13	22,432	115,795	6,089	121,884	5.43
Dec-14	20,374	107,398	1,580	108,978	5.35
Dec-15	17,303	91,606	13,923	105,529	6.10
Dec-16	19,814	62,392	13,212	75,604	3.82
Dec-17	25,421	47,167	10,949	58,116	2.29
Dec-18	28,799	74,719	27,684	102,402	3.56
Oct-19	34,130	61,069	7,477	68,546	2.01

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cálculos: BRC.

Los principales accionistas de la entidad son entidades bancarias con capacidad de pago alta (ver Gráfico 3), aunque esta calificación se deriva fundamentalmente del perfil crediticio individual de la compañía.

**Gráfico 3**  
**Composición accionaria**



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Gráfico: BRC.

**Administración de riesgos y mecanismos de control: estructura adecuada de control de riesgos financieros y no financieros**

TC tiene un sistema de administración de riesgos robusto que le permite dar seguimiento adecuado a las actividades críticas de su operación. Consideramos que las herramientas de gestión de la sociedad se ajustan a sus necesidades; sus políticas están documentadas, su seguimiento es periódico y formal, y el esquema de reporte favorece la objetividad de las labores del equipo de riesgos. En nuestra opinión, el mayor riesgo al que se expone la entidad es al riesgo operativo, principalmente en las actividades de emisión y administración maestra de las titularizaciones. Destacamos de manera positiva que el Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO) de la sociedad es formal y sus herramientas de gestión benefician la efectividad en la definición e implementación de los planes de acción. Adicionalmente, cuenta con comités de riesgos de seguridad de la información y continuidad de negocio. Es importante que la entidad continúe fortaleciendo su estructura de gestión de riesgos en la medida en que profundice nuevos negocios como los TIN, titularización de originadores no bancarios, entre otros.

Para la administración y gestión de riesgo de crédito y contraparte, TC se basa en el modelo CAMEL que evalúan aspectos como capital, calidad de los activos, administración, rentabilidad y liquidez de los deudores. Sobre esto establece cupos máximos de inversión. Su Sistema de Administración del Riesgo de Mercado (SARM) le permite identificar, medir y controlar de manera adecuada el riesgo de mercado al que está expuesto su portafolio de recursos propios y las universalidades que administra. El Sistema de Administración de Riesgos de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (SARLAFT) de TC cubre eficientemente las etapas de identificación y medición, y cuenta con mecanismos óptimos de información, control y monitoreo del riesgo. También tiene aplicativos especializados para el conocimiento del cliente, monitoreo de transacciones y detección de conductas inusuales. Sus manuales se actualizan constantemente.

La entidad cuenta con un equipo de auditoría interna con experiencia y con un esquema de reporte que favorece la independencia y objetividad de sus funciones. Se evidencian controles formales y periódicos. Sus herramientas permiten la detección y el correcto registro de las oportunidades de mejora, así como la implementación y seguimiento de planes de acción. Este equipo evalúa anualmente los diferentes procesos críticos de la compañía y sus planes de acción propenden por el mejoramiento continuo de los procesos organizacionales. TC cuenta con comités de apoyo que se reúnen regularmente para evaluar la evolución del negocio y la gestión de riesgo, así como sistemas adecuados de control interno, auditoría de seguridad de la información y cumplimiento. A través de estas estructuras, la entidad asegura que los procedimientos propendan por la eficacia en las operaciones, la prevención de la ocurrencia de fraudes, la confiabilidad de la información generada y el cumplimiento de las normas aplicables.

**Tecnología: Continuo fortalecimiento de herramientas tecnológicas que permiten el desarrollo adecuado de actividades de estructuración, emisión y administración de las universalidades.**

La infraestructura tecnológica de TC respalda adecuadamente su operación, lo cual se refleja en el alto cumplimiento de las operaciones. Esta le permite desarrollar sus labores de selección y certificación de los originadores y administradores, formulación de estándares de originación y administración de activos, definición de criterios de selección y compra de activos, estructuración y colocación de títulos, control y seguimiento de los activos titularizados, provisión de información al mercado, otorgamiento de garantías y coberturas, entre otros. Consideramos que su infraestructura actual tiene la capacidad de soportar el

crecimiento esperado de su negocio, por lo cual no esperamos inversiones significativas en el corto plazo para implementar sus proyectos estratégicos.

Por su parte, TC cuenta con un sistema de continuidad de negocio formal, probado y documentado que le permite asegurar su capacidad de respuesta para mantener las operaciones críticas de su operación, inclusive en situaciones de operatividad adversa.

**Contingencias:** De acuerdo con información de la sociedad, al cierre de 2019, TC no afrontaba procesos en contra ni multas de parte de los entes de control.

### III. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos que podrían llevarnos a confirmar la calificación actual:

- La mayor diversificación de su negocio de acuerdo con las proyecciones de la entidad.
- El cumplimiento del calendario de emisiones que favorezca el crecimiento de los ingresos de comisiones y los indicadores de rentabilidad.
- El mantenimiento de la cobertura de las garantías con activos líquidos superior a 2x.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar negativamente la calificación actual:

- El deterioro consistente de sus indicadores de liquidez y endeudamiento que se aleje de los niveles históricos de la entidad.
- El deterioro de la calidad de la cartera que derive en la ejecución de las garantías otorgadas por TC sobre las titularizaciones actualmente cubiertas.
- El no fortalecimiento de los procesos internos y de control que derive en la materialización de eventos de riesgo en la implementación de sus proyectos estratégicos.

### IV. INFORMACIÓN ADICIONAL

TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.	
Tipo de calificación	Riesgo de Contraparte
Número de acta	1695
Fecha del comité	4 de febrero de 2020
Tipo de revisión	Revisión periódica
administrador	Titularizadora Colombiana S.A.
Miembros del comité	María Soledad Mosquera
	María Carolina Barón
	Camilo Pérez Mojica

*Historia de la calificación*

Revisión periódica Feb/19: 'AAA'  
Revisión periódica Feb/18: 'AAA'  
Calificación inicial Mar./04: 'AAA'

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

*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, BRC Investor Services revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad.*

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años y no auditados a octubre del 2019.

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](#).

## V. ESTADOS FINANCIEROS

Balance General Millones de COP	IFRS					Anal. Vertical			Análisis horizontal		
	2016	2017	2018	Oct-18	Oct-19	2017	2018	Oct-19	2016- 2017	2017 - 2018	Oct 18 - Oct 19
<b>ACTIVOS</b>											
Disponible	13,212	10,949	27,684	55,525	7,477	4.1%	5.0%	5.0%	-17.1%	152.8%	-86.5%
Inversiones temporales	62,392	47,167	74,719	42,117	61,069	17.7%	40.9%	40.9%	-24.4%	58.4%	45.0%
Deudores clientes	21,984	23,928	13,913	21,794	43,563	9.0%	29.2%	29.2%	8.8%	-41.9%	99.9%
Otros activos corrientes	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%			
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>97,588</b>	<b>82,044</b>	<b>116,315</b>	<b>119,436</b>	<b>112,109</b>	<b>30.8%</b>	<b>75.1%</b>	<b>75.1%</b>	<b>-15.9%</b>	<b>41.8%</b>	<b>-6.1%</b>
PPE neto	133,284	183,335	31,531	31,576	36,663	68.8%	24.6%	24.6%	37.6%	-82.8%	16.1%
Diferidos e Intangibles Neto	2,521	961	625	800	410	0.4%	0.3%	0.3%	-61.9%	-35.0%	-48.8%
Valorizaciones, neto	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%			
Otros activos no corrientes	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%			
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>135,805</b>	<b>184,296</b>	<b>32,156</b>	<b>32,376</b>	<b>37,073</b>	<b>69.2%</b>	<b>24.9%</b>	<b>24.9%</b>	<b>35.7%</b>	<b>-82.6%</b>	<b>14.5%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>233,393</b>	<b>266,340</b>	<b>148,471</b>	<b>151,812</b>	<b>149,182</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-44.3%</b>	<b>-1.7%</b>
<b>PASIVO</b>											
Obligaciones financieras C.P	0	86,141	0	0	5,308	32.3%	3.6%	31.5%			
Proveedores y Cuentas por pagar	89,477	41,170	2,600	2,903	2,963	15.5%	2.0%	17.6%	-54.0%	-93.7%	2.1%
Impuestos gravámenes y tasas	133	511	9,492	13,139	6,828	0.2%	4.6%	40.6%	284.2%	1757.6%	-48.0%
Obligaciones laborales	564	517	480	515	502	0.2%	0.3%	3.0%	-8.3%	-7.2%	-2.5%
Pasivos estimados y prov.	5,681	1,095	928	869	1,059	0.4%	0.7%	6.3%	-80.7%	-15.3%	21.9%
Diferidos	6,391	6,532	378	241	174	2.5%	0.1%	1.0%	2.2%	-94.2%	-27.8%
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>102,246</b>	<b>135,966</b>	<b>13,878</b>	<b>17,667</b>	<b>16,834</b>	<b>51.0%</b>	<b>11.3%</b>	<b>100.0%</b>	<b>33.0%</b>	<b>-89.8%</b>	<b>-4.7%</b>
Obligaciones financieras L.P	0	0	0	0	0						
Otros pasivos	0	0	0	0	0						
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>102,246</b>	<b>135,966</b>	<b>13,878</b>	<b>17,667</b>	<b>16,834</b>	<b>51.0%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.7%</b>	<b>33.0%</b>	<b>-89.8%</b>	<b>-4.7%</b>
Capital Social	59,855	59,855	59,855	59,855	59,855	22.5%	40.1%	45.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Prima en colocación de acciones	9,071	9,071	9,071	9,069	9,069	3.4%	6.1%	6.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidades retenidas no apropiadas	10,041	11,627	14,987	14,516	11,562	4.4%	7.8%	8.7%	15.8%	28.9%	-20.3%
Reservas	52,180	49,821	50,679	50,705	51,862	18.7%	34.8%	39.2%	-4.5%	1.7%	2.3%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>131,147</b>	<b>130,374</b>	<b>134,593</b>	<b>134,145</b>	<b>132,348</b>	<b>49.0%</b>	<b>88.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>-1.3%</b>
<b>Pasivo + Patrimonio</b>	<b>233,393</b>	<b>266,340</b>	<b>148,471</b>	<b>151,812</b>	<b>149,182</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-44.3%</b>	<b>-1.7%</b>

Estado de Resultados Millones de COP	IFRS					Anal. Vertical			Análisis horizontal		
	2016	2017	2018	Oct-18	Oct-19	2017	2018	Oct-19	2016- 2017	2017 - 2018	Oct 18 - Oct 19
<b>Ingresos</b>	<b>30,779</b>	<b>31,984</b>	<b>38,765</b>	<b>36,068</b>	<b>31,214</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>3.92%</b>	<b>21.20%</b>	<b>-13.46%</b>
Comisiones y honorarios	18,075	20,569	20,865	18,473	21,866	64.3%	53.8%	70.1%	13.8%	1.4%	18.4%
Intereses de cartera	4,516	4,381	2,862	2,783	1,561	13.7%	7.4%	5.0%	-3.0%	-34.7%	-43.9%
Utilidad o pérdida en venta de inversiones	8,188	7,034	15,038	14,812	7,787	22.0%	38.8%	24.9%	-14.1%	113.8%	-47.4%
<b>Gastos operacionales y de admón</b>	<b>19,013</b>	<b>23,537</b>	<b>25,907</b>	<b>23,576</b>	<b>14,441</b>	<b>73.6%</b>	<b>66.8%</b>	<b>46.3%</b>	<b>23.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>-38.7%</b>
Intereses y exigibilidades	2,875	6,458	7,695	7,710	1,326	20.2%	19.9%	4.2%	124.6%	19.2%	-82.8%
Personal	9,885	9,605	9,180	7,763	8,250	30.0%	23.7%	26.4%	-2.8%	-4.4%	6.3%
D&A	592	739	758	594	924	2.3%	2.0%	3.0%	24.8%	2.5%	55.6%
Impuestos	639	1,838	1,980	1,958	743	5.7%	5.1%	2.4%	187.6%	7.7%	-62.1%
Honorarios y comisiones	1,577	1,731	2,059	1,688	1,064	5.4%	5.3%	3.4%	9.8%	19.0%	-37.0%
Otros	3,445	3,166	4,235	3,863	2,134	9.9%	10.9%	6.8%	-8.1%	33.8%	-44.8%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>11,766</b>	<b>8,512</b>	<b>12,858</b>	<b>12,492</b>	<b>16,773</b>	<b>26.6%</b>	<b>33.2%</b>	<b>53.7%</b>	<b>-27.7%</b>	<b>51.1%</b>	<b>34.3%</b>
Ingresos no operacionales	5,227	9,868	12,940	12,128	2,028	30.9%	33.4%	6.5%	88.8%	31.1%	-83.3%
Gastos no operacionales	102	2	1,056	1,049	1,224	0.0%	2.7%	3.9%	-98.0%		16.7%
<b>Utilidad antes de Imptos</b>	<b>16,891</b>	<b>18,318</b>	<b>24,742</b>	<b>23,571</b>	<b>17,577</b>	<b>57.3%</b>	<b>63.8%</b>	<b>56.3%</b>	<b>8.4%</b>	<b>35.1%</b>	<b>-25.4%</b>
Impuestos	6,839	6,691	9,731	9,054	6,014	20.9%	25.1%	19.3%	-2.2%	45.4%	-33.6%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>10,052</b>	<b>11,627</b>	<b>15,011</b>	<b>14,517</b>	<b>11,563</b>	<b>36.4%</b>	<b>38.7%</b>	<b>37.0%</b>	<b>15.7%</b>	<b>29.1%</b>	<b>-20.3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>12,358</b>	<b>19,056</b>	<b>25,500</b>	<b>24,166</b>	<b>18,200</b>	<b>59.6%</b>	<b>65.8%</b>	<b>58.3%</b>	<b>54.2%</b>	<b>33.8%</b>	<b>-24.7%</b>

D&amp;A: Depreciaciones y Amortizaciones

## INDICADORES

RENTABILIDAD	2016	2017	2018	Oct-18	Oct-19
Ingresos	30,779	31,984	38,765	36,068	31,214
EBITDA	12,358	19,056	25,500	24,166	18,200
Crecimiento Ingresos	26.7%	3.9%	21.2%	-7.0%	-13.5%
Crecimiento EBITDA	14.6%	54.2%	33.8%	104.0%	-28.6%
Margen Operacional	38.2%	26.6%	33.2%	34.6%	53.7%
Margen Neto	32.7%	36.4%	38.7%	40.2%	37.0%
Margen EBITDA	40.2%	59.6%	65.8%	67.0%	58.3%
Ventas/ Activos	13.2%	12.0%	26.1%	23.8%	20.9%
ROA	4.3%	4.4%	10.1%	11.6%	9.4%
ROE	7.7%	8.9%	11.2%	13.1%	10.6%

ACTIVIDAD	2016	2017	2018	Oct-18	Oct-19
Capital de trabajo neto operativo (KTNO)	-67,493	-17,242	11,313	18,891	40,600
Ventas/ KTNO (PKT)	-0.46	-1.86	3.43	1.91	0.77
Días de CxC	257	269	129	218	502
Días de CxP	11,204.08	2,295.01	121.64	135.55	804.43
Ciclo de efectivo	(10,946.95)	(2,025.69)	7.56	81.98	(302.01)

Liquidez	2016	2017	2018	Oct-18	Oct-19
Efectivo + inversiones temporales	75,604	58,116	102,402	97,642	68,546
Razon Corriente	0.95	0.60	8.38	6.76	6.66

Endeudamiento	2016	2017	2018	Oct-18	Oct-19
Deuda bruta	0	86,141	0	0	5,308
Deuda / Patrimonio	0.0%	66.1%	0.0%	0.0%	4.0%
Deuda fin. / Pasivo Total	0.00%	63.35%	0.00%	0.00%	31.53%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	77.96%	104.29%	10.31%	13.17%	12.72%

## VI. 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)

---

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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.*

---