

# Reporte de calificación

.....

**TITULARIZADORA COLOMBIANA  
S. A.**

**Contactos:**

**Luis Carlos López Saiz**

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

**Juan Sebastián Pérez Alzate**

[juan.perez1@spglobal.com](mailto:juan.perez1@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: Incertidumbre en el mercado de capitales y menor dinamismo de crecimiento de la cartera hipotecaria acrecientan los retos para la posición de mercado de TC.**

Desde su creación en 2001, TC ha realizado 66 emisiones por cerca de \$24,7 billones de pesos colombianos (COP), consolidándose en los últimos años como uno de los principales emisores de renta fija del país, al ubicarse entre los tres principales emisores de deuda privada. Entre 2015 y 2019, su participación de mercado -medida como el saldo de emisiones realizadas sobre el total de emisiones de renta fija en Colombia- se situó en un promedio del 10%. No obstante, su representatividad en el saldo de emisiones que administra respecto de la cartera hipotecaria en la industria pasó a 6% en octubre de 2019 de 7,7% en octubre de 2015, lo que denota los mayores retos de crecimiento en este tipo de activo subyacente por cuenta de una menor utilización de este instrumento por parte de los originadores de crédito.

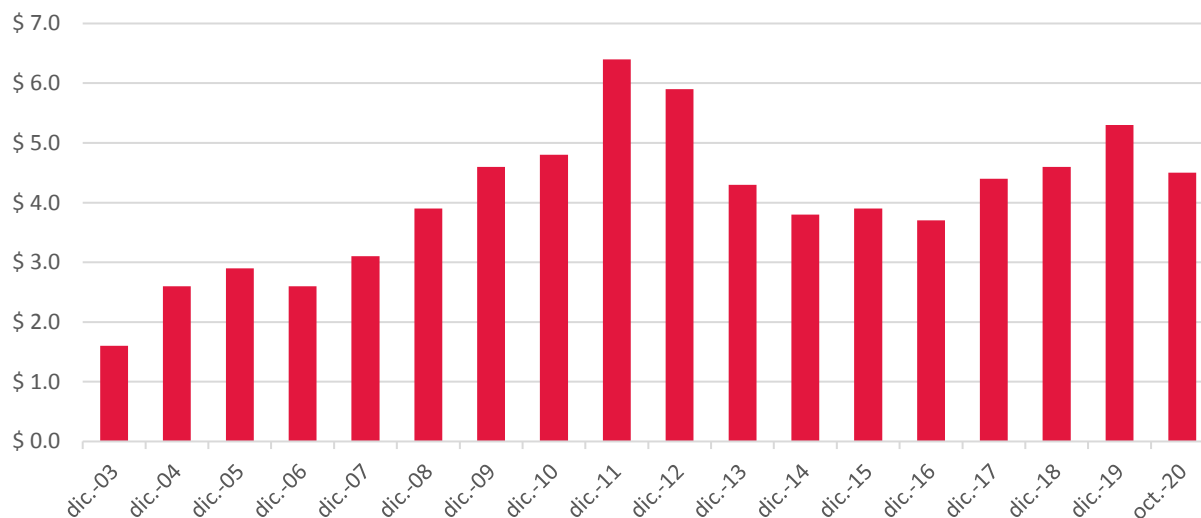
En 2020, el cambio repentino en el ciclo económico y la aplicación masiva de alivios en la cartera de créditos del sistema financiero generaron incertidumbre entre los inversionistas sobre el desempeño en la calidad de la cartera de los bancos. Esta situación, y la alta aversión al riesgo en el mercado de capitales, bajaron el volumen de emisiones de TC en un 95% frente a 2019, situación atípica respecto a su comportamiento histórico y que redujo su participación de mercado a 0,6% al cierre de 2020. El mayor impacto en los montos emitidos de TC frente a lo observado en el mercado de renta fija refleja su concentración en la titularización de créditos hipotecarios, lo cual hace más vulnerable su posición de negocio a eventos de este mercado específico.

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 por los activos subyacentes y sus necesidades de diversificación, así como el crecimiento de la cartera de los originadores, el comportamiento de las tasas de interés y, dada su especialización, el desempeño del sector vivienda y de construcción. Este último, a pesar de la desaceleración económica del 2020, registró crecimientos históricos en unidades de vivienda vendidas, que alcanzó 151.000 unidades, superior en un 13% frente a las de doce meses atrás. Este comportamiento lo impulsaron los subsidios y programas del Gobierno para incentivar el crecimiento de la industria, junto con las bajas tasas de interés y un mayor ahorro de las personas. En cuanto al desembolso de cartera hipotecaria, esta presentó un menor dinamismo, y se estima que alcanzó COP 14.7 billones, una caída del 20% frente a 2019.

En este sentido, en un periodo de doce meses esperamos un panorama retador para TC dadas las condiciones de incertidumbre del mercado de capitales y el mayor nivel de morosidad de sus activos subyacentes, lo que podría limitar el apetito de riesgo por este tipo de títulos. Existen factores positivos que esperamos que impulsen nuevamente la actividad de emisión de TC, si bien el calificado proyecta niveles de emisiones superiores al promedio de sus últimos cinco años, nuestro escenario base contempla que la participación de mercado de la TC se mantendría por debajo de dicho promedio. Entre estos factores, consideramos que las bajas tasas de interés y los subsidios del gobierno para la adquisición de vivienda llevarán a que la cartera hipotecaria sea una de las de mayor dinamismo en el sistema bancario. Asimismo, las estructuras de las universalidades para la protección del riesgo de crédito han mostrado un funcionamiento adecuado en los periodos de mayor estrés de 2020. Esto es relevante para la percepción de confianza entre los inversionistas para renovar su apetito por las titularizaciones hipotecarias.

Durante los últimos cinco años, el negocio de TC mantuvo una concentración alta en la titularización de créditos hipotecarios, dado que solo desde 2015 la regulación permitió titularizar otros tipos de cartera. Frente al riesgo asociado con la concentración en un activo particular, ponderamos positivamente los esfuerzos de TC por diversificar sus emisiones por tipo de activo, logrando en los últimos cinco años profundizar su portafolio en subyacentes de libranzas, vehículos e inmuebles. En nuestra opinión, la mayor profundización en títulos participativos distintos a hipotecarios es el principal reto de TC respecto a su posición de negocio.

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



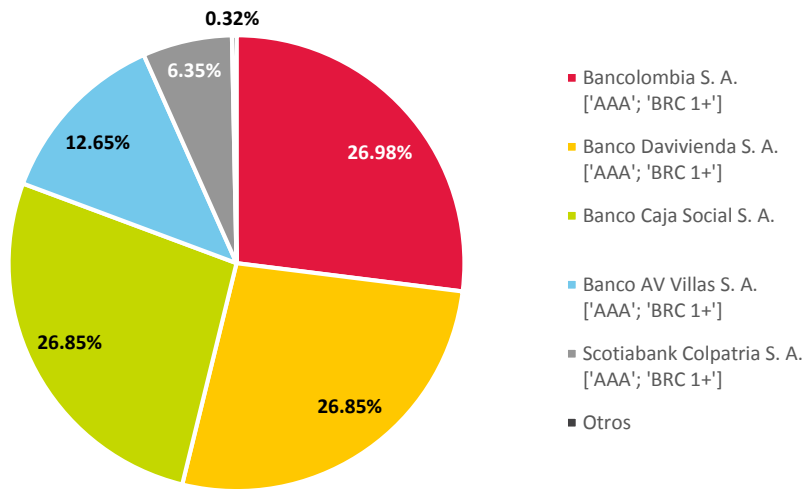
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Gráfico: BRC.

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 la trazabilidad de 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. En nuestra opinión, la estructura organizacional de la TC es consistente con su modelo de negocio y responde adecuadamente a las necesidades de su operación, no obstante, comparativamente con otras contrapartes que califica BRC, tiene una menor representatividad 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.

Los principales accionistas de la entidad son entidades bancarias con capacidad de pago alta (ver Gráfico 2), los cuales se han mantenido estables en los últimos años.

**Gráfico 2**  
Composición accionaria

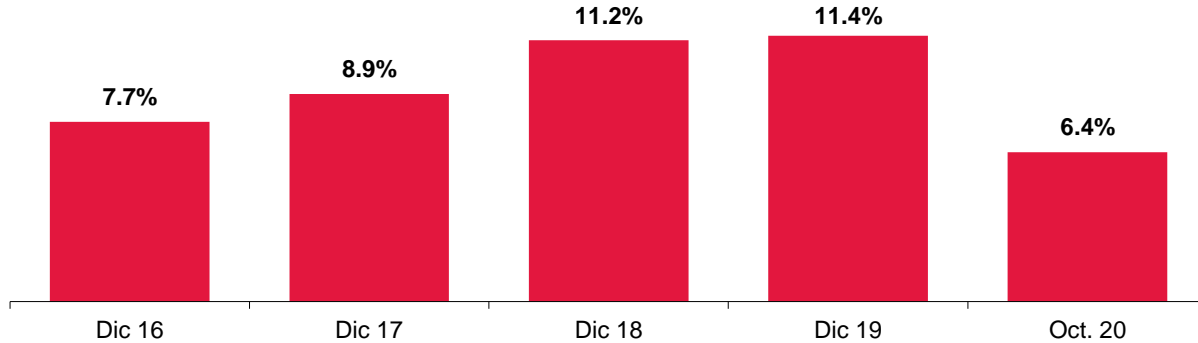


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Gráfico: BRC.

**Rentabilidad: TC ingresa al escenario económico adverso con un nivel favorable de rentabilidad que le permite soportar el menor ingreso por estructuración de emisiones.**

Las comisiones (Administración, Estructuración y Garantía) se mantienen como los ingresos de mayor relevancia para TC, con una representatividad promedio del 61% durante los últimos cinco años, seguidos por la utilidad en venta de inversiones (30%) e intereses de cartera (9%). Dado el bajo volumen de emisiones en 2020, los ingresos de estructuración cayeron 89% y pasaron a representar el 8% a octubre de 2020 desde 36% en 2019; la anterior situación dio paso a que las comisiones de administración llegaran a representar 81% al mismo mes, si bien se redujeron 11% frente al cierre de 2019. De lo anterior, el ingreso total de comisiones disminuyó 26,9% a octubre de 2020, afectación que no logró ser compensada por los ingresos de su portafolio de inversiones y que llevó a un deterioro en la rentabilidad patrimonial, como se observa en el Gráfico 3.

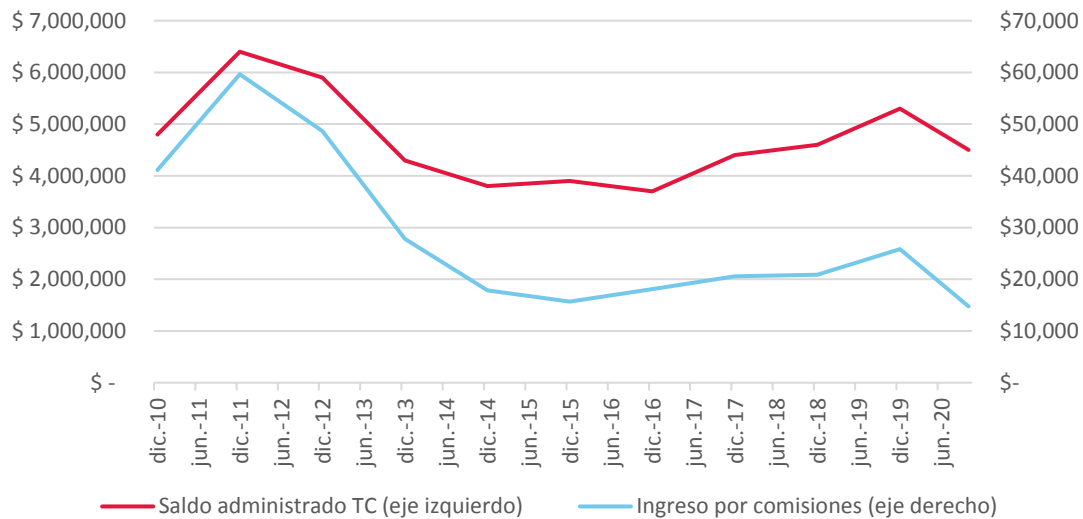
**Gráfico 3**  
Rentabilidad sobre el patrimonio



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

En nuestra opinión, uno de los riesgos de la TC es la alta dependencia de sus ingresos a variables externas, como lo es el desempeño del mercado de vivienda y la demanda de inversionistas por titularizaciones. La combinación de lo anterior se refleja en la evolución del saldo de cartera titularizada (Gráfico 4), que a su vez ha derivado en la tendencia decreciente de los ingresos de comisiones (disminución promedio de 10% anual entre 2012 y octubre 2020).

**Gráfico 4**  
Evolución del saldo de la cartera titularizada y de los ingresos de TC por comisiones y honorarios (miles de millones de COP)



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

Para los próximos doce meses, nuestro escenario base contempla que la rentabilidad de TC retome la tendencia positiva, en concordancia con nuestra expectativa de una modesta recuperación en la emisión de titularizaciones. Nuestro análisis incorpora positivamente el comportamiento de las comisiones de administración y garantía, el cual contribuye a la estabilidad de los ingresos y amortiguar la volatilidad en las comisiones de estructuración. Lo anterior está atado a la capacidad de TC de mantener o aumentar la base del saldo administrado en los próximos 18 meses, de manera que logre compensar los vencimientos futuros de los saldos titularizados. Asimismo, nuestra evaluación se complementa con el alto nivel de

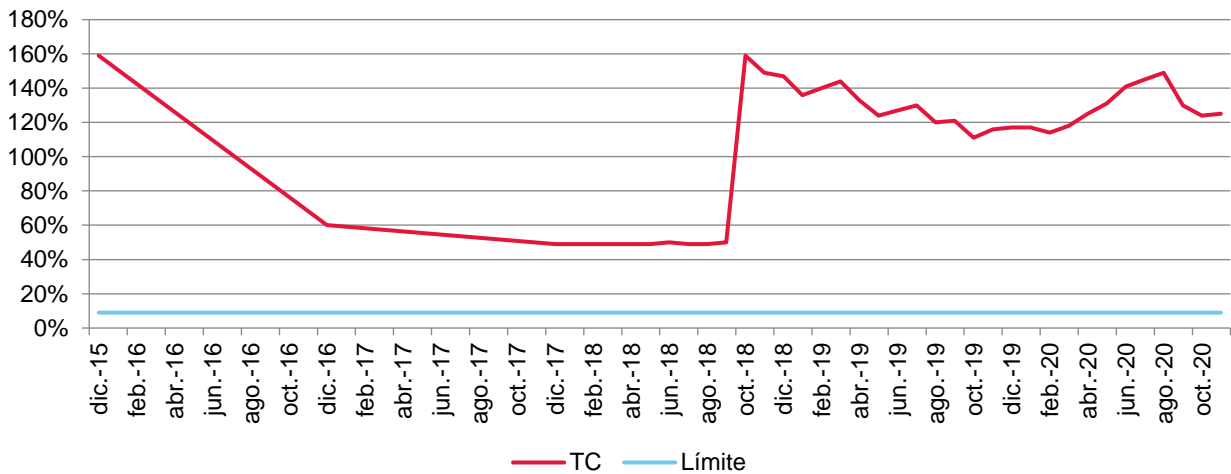
eficiencia operativa y flexibilidad de su estructura de costos, lo que le permite ajustar sus gastos operativos a periodos de bajo desempeño en los ingresos.

Mantendremos el seguimiento a la recuperación esperada en nuevas emisiones y la evolución del indicador de morosidad que pueda llevar a la activación de las garantías de las universalidades.

**Capital, liquidez y endeudamiento: patrimonio de alta calidad, que le permite respaldar su operación y absorber escenarios de pérdidas no esperadas.**

De acuerdo con lo establecido en la Resolución 690 del 12 de agosto de 2004, la relación de solvencia de la TC no puede ser inferior al 9%, nivel que durante los últimos cinco años se ha mantenido por encima del 50% (ver Gráfico 5). Esto denota que, ante un escenario de deterioro en la rentabilidad, TC cuenta con una capacidad adecuada de absorber pérdidas no esperadas. Bajo el escenario que proyectamos de bajo dinamismo en la emisión de titularizaciones, y asumiendo la ausencia de nuevas operaciones de endeudamiento puente para el fondo inmobiliario TIN, no prevemos que la capacidad patrimonial de TC vaya a tener presiones significativas por un mayor apalancamiento.

**Gráfico 5**  
Evolución de la relación de solvencia



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

El portafolio de recursos propios de la entidad mantiene una estrategia de inversión formal, de perfil conservador en riesgo de crédito (diversificación por emisores adecuada y una proporción superior a 80% de las inversiones con la máxima calificación crediticia) lo que le otorga una flexibilidad financiera adecuada para disponer de su capital líquido. Asimismo, mantiene unos 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%).

Las cuentas por cobrar presentan un comportamiento excelente, ya que la totalidad se encuentran clasificadas en A durante los últimos 24 meses, lo cual se comparan favorablemente frente a otros calificados por BRC.

Los activos líquidos de TC le permiten cubrir holgadamente las necesidades de su operación, de tal forma que la relación de activos líquidos como proporción de los activos totales durante los últimos 36 meses se situó en promedio del 64%. TC cuenta con una relación de endeudamiento (pasivo/activo) menor a 10%, lo

que le otorga una alta flexibilidad en la atención de sus pasivos. No esperamos nuevas operaciones de endeudamiento con lo cual se mantendría esta fortaleza.

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 3,78x (veces) con sus activos más líquidos (portafolio negociable + disponible) a octubre de 2020 (ver Tabla 1). 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	Saldo emisiones administradas	Valor garantías	Portafolio negociable	Saldo disponible	Port. Negociable + disponible	Port. negociable + Disponible / Garantías
Dic - 2010	4,800,000	56,335	96,438	15,626	112,064	1.99
Dic - 2011	6,400,000	45,316	97,960	32,295	130,255	2.87
Dic - 2012	5,900,000	38,762	104,576	24,233	128,809	3.32
Dic - 2013	4,300,000	22,432	115,795	6,089	121,884	5.43
Dic - 2014	3,800,000	20,374	107,398	1,580	108,978	5.35
Dic - 2015	3,900,000	17,303	91,606	13,923	105,529	6.10
Dic - 2016	3,700,000	19,814	62,392	13,212	75,604	3.82
Dic - 2017	4,400,000	25,421	47,167	10,949	58,116	2.29
Dic - 2018	4,600,000	28,799	74,719	27,684	102,402	3.56
Dic - 2019	5,300,000	34,130	64,695	13,008	77,703	2.28
Oct. - 2020	4,500,000	26,395	80,202	19,624	99,826	3.78

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cálculos: 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 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 al que está expuesto su portafolio de recursos propios y las universalidades que administra.

En el 2020 se estableció y adoptó el Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL), basado en el cálculo del indicador de riesgo de liquidez (IRL) para la sociedad y un sistema de indicadores para las

universalidades. Lo anterior fortalece las herramientas de gestión de riesgo de liquidez de la TC y evidencia que recurre a las mejores prácticas del mercado.

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: Fortalecimiento continuo de herramientas tecnológicas que permiten el adecuado desarrollo 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 2020, 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 portafolio de productos que conlleve al fortalecimiento de su posición de negocio con mayor estabilidad a través del tiempo.
- Nuevas emisiones que favorezcan 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 solvencia, liquidez y endeudamiento que se aleje de los niveles históricos de la entidad.
- El deterioro de la calidad de la cartera del sistema financiero que afecte el flujo operativo de los activos subyacentes y que derive en la ejecución de las garantías otorgadas por TC sobre las titularizaciones actualmente cubiertas, afectando su desempeño financiero.
- 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	1872
Fecha del comité	2 de febrero de 2021
Tipo de revisión	Revisión periódica
administrador	Titularizadora Colombiana S.A.
Miembros del comité	María Soledad Mosquera
	Andrés Marthá Martínez
	Rodrigo Fernando Tejada

*Historia de la calificación*

Revisión periódica Feb/20: 'AAA'  
 Revisión periódica Feb/19: '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 2020.

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					Análisis horizontal		
	2017	2018	2019	Oct-19	Oct-20	2017 - 2018	2018 - 2019	Oct 19 - Oct 20
<b>ACTIVOS</b>								
Disponible	10,949	27,684	13,008	7,477	19,624	152.8%	-53.0%	162.5%
Inversiones temporales	47,167	74,719	64,695	61,069	80,202	58.4%	-13.4%	31.3%
Deudores clientes	23,928	13,913	31,878	43,562	8,753	-41.9%	129.1%	-79.9%
Otros activos corrientes	0	0	7,098	7,098	4,303			
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>82,044</b>	<b>116,315</b>	<b>116,679</b>	<b>119,206</b>	<b>112,882</b>	41.8%	0.3%	-5.3%
PPE neto	183,335	31,531	30,497	29,795	29,045	-82.8%	-3.3%	-2.5%
Diferidos e Intangibles Neto	961	625	337	180	194	-35.0%	-46.1%	7.8%
Valorizaciones, neto	0	0		0	0			
Otros activos no corrientes	0	0		0	0			
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>184,296</b>	<b>32,156</b>	<b>30,834</b>	<b>29,975</b>	<b>29,239</b>	-82.6%	-4.1%	-2.5%
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>266,340</b>	<b>148,471</b>	<b>147,513</b>	<b>149,181</b>	<b>142,121</b>	-44.3%	-0.6%	-4.7%
<b>PASIVO</b>								
Obligaciones financieras C.P	86,141	0	5,404	5,308	3,992			
Proveedores y Cuentas por pagar	41,170	2,600	260	903	552	-93.7%	-90.0%	-38.9%
Impuestos gravámenes y tasas	511	9,492	1,676	8,887	6,390	1757.6%	-82.3%	-28.1%
Obligaciones laborales	517	480	977	502	597	-7.2%	103.7%	18.9%
Pasivos estimados y prov.	1,095	928	2,830	1,059	1,060	-15.3%	205.0%	0.1%
Diferidos	6,532	378	1,051	174	294	-94.2%	177.8%	69.0%
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>135,966</b>	<b>13,878</b>	<b>12,198</b>	<b>16,833</b>	<b>12,885</b>	-89.8%	-12.1%	-23.5%
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>135,966</b>	<b>13,878</b>	<b>12,198</b>	<b>16,833</b>	<b>12,885</b>	-89.8%	-12.1%	-23.5%
Capital Social	59,855	59,855	59,855	59,855	59,855	0.0%	0.0%	0.0%
Prima en colocación de acciones	9,071	9,071	9,069	9,069	9,069	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidades retenidas no apropiadas	11,627	14,987	15,379	11,562	6,912	28.9%	2.6%	-40.2%
Reservas	49,821	50,679	51,012	51,862	53,400	1.7%	0.7%	3.0%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>130,374</b>	<b>134,593</b>	<b>135,315</b>	<b>132,348</b>	<b>129,236</b>	3.2%	0.5%	-2.4%
<b>Pasivo + Patrimonio</b>	<b>266,340</b>	<b>148,471</b>	<b>147,513</b>	<b>149,181</b>	<b>142,121</b>	-44.3%	-0.6%	-4.7%
<b>Estado de Resultados</b>								
Millones de COP								
<b>Ingresos</b>	<b>31,984</b>	<b>38,765</b>	<b>35,118</b>	<b>29,583</b>	<b>21,603</b>	<b>21.20%</b>	<b>-9.41%</b>	<b>-26.97%</b>
Comisiones y honorarios	20,569	20,865	25,847	22,455	14,761	1.4%	23.9%	-34.3%
Intereses de cartera	4,381	2,862	1,728	601	512	-34.7%	-39.6%	-14.8%
Utilidad o pérdida en venta de inversiones	7,034	15,038	7,543	6,527	6,330	113.8%	-49.8%	-3.0%
<b>Gastos operacionales y de admón</b>	<b>23,537</b>	<b>26,963</b>	<b>17,528</b>	<b>13,094</b>	<b>13,351</b>	14.6%	-35.0%	2.0%
Intereses y exigibilidades	6,458	8,935	1,502	6	6	38.4%	-83.2%	0.0%
Personal	9,605	9,180	9,815	8,250	9,112	-4.4%	6.9%	10.4%
D&A	739	757	1,330	924	260	2.4%	75.7%	-71.9%
Impuestos	1,838	1,979	885	717	566	7.7%	-55.3%	-21.1%
Honorarios y comisiones	1,731	1,876	1,349	104	922	8.4%	-28.1%	786.5%
Otros	3,166	4,236	2,647	3,093	2,485	33.8%	-37.5%	-19.7%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>8,512</b>	<b>11,802</b>	<b>17,590</b>	<b>16,489</b>	<b>8,252</b>	38.6%	49.0%	-50.0%
Ingresos no operacionales	9,868	12,940	5,311	1,477	1,284	31.1%	-59.0%	-13.1%
Gastos no operacionales	2							
<b>Utilidad antes de Imptos</b>	<b>18,318</b>	<b>24,742</b>	<b>22,901</b>	<b>17,966</b>	<b>9,536</b>	35.1%	-7.4%	-46.9%
Impuestos	6,691	9,731	7,519	6,394	2,626	45.4%	-22.7%	-58.9%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>11,627</b>	<b>15,011</b>	<b>15,382</b>	<b>11,572</b>	<b>6,910</b>	29.1%	2.5%	-40.3%
<b>EBITDA</b>	<b>19,056</b>	<b>25,500</b>	<b>23,665</b>	<b>18,200</b>	<b>10,058</b>	33.8%	-7.2%	-44.7%

## INDICADORES

RENTABILIDAD	2017	2018	2019	Oct-19	Oct-20
Ingresos	31,984	38,765	35,118	29,583	21,603
EBITDA	19,056	25,500	23,665	18,200	10,058
Crecimiento Ingresos	3.9%	21.2%	-9.4%	-23.7%	-27.0%
Crecimiento EBITDA	54.2%	33.8%	-7.2%	104.0%	-60.6%
Margen Operacional	26.6%	30.4%	50.1%	55.7%	38.2%
Margen Neto	36.4%	38.7%	43.8%	39.1%	32.0%
Margen EBITDA	59.6%	65.8%	67.4%	61.5%	46.6%
Ventas/ Activos	12.0%	26.1%	23.8%	19.8%	15.2%
ROA	4.4%	10.1%	10.4%	9.4%	5.9%
ROE	8.9%	11.2%	11.4%	10.6%	6.4%

ACTIVIDAD	2017	2018	2019	Oct-19	Oct-20
Capital de trabajo neto operativo (KTNO)	-17,242	11,313	31,618	42,659	8,201
Ventas/ KTNO (PKT)	-1.86	3.43	1.11	0.69	2.63
Días de CxC	269	129	327	530	146
Días de CxP	2,295.01	104.76	62.32	54,180.00	33,120.00
Ciclo de efectivo	(2,025.69)	24.45	264.47	(53,649.89)	(32,974.14)

Liquidez	2017	2018	2019	Oct-19	Oct-20
Efectivo + inversiones temporales	58,116	102,402	77,703	68,546	99,826
Razon Corriente	0.60	8.38	9.57	7.08	8.76

Endeudamiento	2017	2018	2019	Oct-19	Oct-20
Deuda bruta	86,141	0	5,404	5,308	3,992
Deuda /Patrimonio	66.1%	0.0%	4.0%	4.0%	3.1%
Deuda fin. / Pasivo Total	63.35%	0.00%	44.30%	31.53%	30.98%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	104.29%	10.31%	9.01%	12.72%	9.97%

## 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.*