

## Reporte de calificación

---

### TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.

**Contactos:**

**Andrés Felipe Palacio Llinás**

[andres.felipe.p@spglobal.com](mailto:andres.felipe.p@spglobal.com)

**Luis Carlos López Saiz**

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

# TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.

## I. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global 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: Estimamos que el inicio del ciclo bajista de la política monetaria beneficiará las emisiones de cartera titularizada en los próximos 12 meses.**

El crecimiento acelerado de las tasas de interés por parte del Banco de la República, dada el alza sostenida de la inflación ha derivado en una disminución de 75% en el valor de las emisiones de instrumentos de renta fija en el mercado local a diciembre de 2022, con un nivel mínimo de \$2,5 billones de pesos colombianos (COP). La TC no ha sido ajena a esta dinámica, el valor de sus emisiones cayó 67% equivalente a COP180,720 millones. A pesar lo anterior su participación de mercado mejoró, por el efecto base, a 7.1% desde 5.3% de diciembre de 2021, manteniéndose por debajo del promedio de 7.5% en los últimos cinco años. Prevemos que la participación de mercado sostenga su senda de recuperación en los próximos 12 meses, hacia niveles entre 8% y 9%, impulsada por la recuperación del apetito de los inversionistas, a medida que concluya el ciclo de contracción monetaria.

El saldo de las emisiones de cartera titularizada por la TC alcanzó alrededor de COP3.2 billones a cierre de 2022 (ver Gráfico 1), con una concentración (85%) de títulos hipotecarios, así como por emisores en los bancos de mayor participación en la cartera de vivienda; esperamos que la baja diversificación por tipo de subyacente y por emisores se mantenga en el mediano plazo como una de las principales oportunidades de mejora para la compañía. Acorde con el menor saldo titularizado, la representatividad en la cartera hipotecaria del sistema ha disminuido a cerca de 3% desde 6% cinco años atrás. La reducción de la participación de la cartera hipotecaria titularizada refleja una posible pérdida de ventaja competitiva del instrumento como fuente de fondeo para las instituciones bancarias. Además, la aversión al riesgo de crédito de los inversionistas tendería a aumentar a medida que el deterioro de cartera del sistema suba, factores que constituyen nuestro principal elemento de seguimiento para próximas revisiones.

Estimamos que los títulos de contenido crediticio, diferente a hipotecario, continuarán ganando participación en el portafolio de titularizaciones, dado el crecimiento reciente de la cartera de consumo en el sistema. A diciembre de 2022, el portafolio de titularizaciones lo complementaban los activos inmobiliarios, con cerca de 8% de participación sobre el total, mientras que los títulos de cartera de vehículos incrementaron su representatividad a 4% desde 3% un año atrás, seguidos de emisiones de créditos de libranzas y comercial, con 1% cada uno.

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



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A. SCV.

El sostenimiento de la buena dinámica del sector de construcción podría impulsar las titularizaciones hipotecarias en los próximos 12 meses. A noviembre de 2022, la construcción de vivienda alcanzó 218,984 unidades, de las cuales 157,065 correspondían a vivienda de interés social (VIS) y 61,919 eran unidades diferente a VIS. Si bien el total de viviendas vendidas disminuyó 7.4% frente al mismo periodo de 2021, representan 24% más que el promedio de unidades VIS en los últimos cuatro años y 8% más en el segmento diferente a VIS. Al mismo tiempo, la cartera hipotecaria del sistema continuaba con un rápido ritmo de expansión a octubre de 2022, de 14.5% anual.

No obstante, dada nuestra expectativa de persistencia de presiones inflacionarias y un entorno de desaceleración económica, estimamos que la tasa de incremento de la cartera de vivienda del sistema caería por debajo de 11% promedio de los últimos cinco años, mientras los indicadores de calidad de cartera tenderían a desmejorar. Al respecto, vale señalar que la continuación del programa de subsidios de fomento a la construcción de vivienda VIS por parte del Gobierno nacional podría amortiguar el efecto sobre la tasa de crecimiento de este portafolio de créditos.

Además del inicio del ciclo bajista de tasas de interés, que proyectamos empiece desde el segundo semestre de 2023, nuestro escenario base también contempla el afianzamiento de la implementación de Basilea III, que implica requerimientos más exigentes de solvencia y de calce del balance por temporalidad de los bancos, lo que podría traducirse en condiciones favorables para nuevas emisiones de titularizaciones. Por otra parte, esperamos mayor preferencia por títulos de renta fija con duraciones más largas por parte de los inversionistas institucionales, lo que podría beneficiar la demanda de títulos hipotecarios. Finalmente, la emisión de títulos hipotecarios sociales en 2022 puede expandir el portafolio de inversiones temáticas, relacionadas con criterios ambientales y sociales, aún incipiente en el mercado local.

Resaltamos la entrada de un nuevo competidor directo en la titularización de cartera distinta a cartera hipotecaria, lo que podría representar un desafío para TC en su diversificación del portafolio por tipo de activo subyacente. Sin embargo, otros elementos que se encuentra implementando la compañía, como

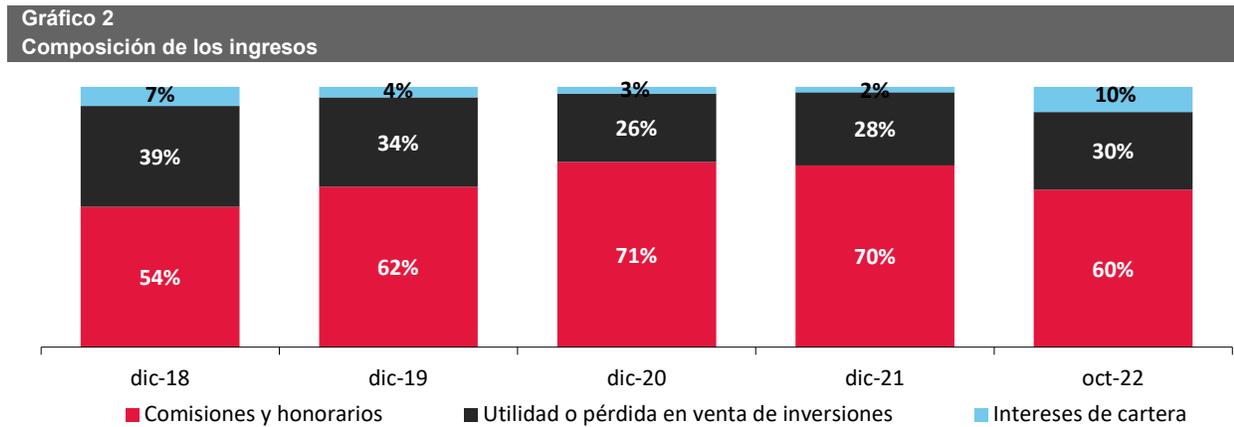
nuevos desarrollos de titularizaciones de segmentos de crédito distintos, el aprovechamiento de herramientas tecnológicas para reducir el tiempo de respuesta a oportunidades de mercado, así como la continuidad del esquema de compra anticipada de cartera a originadores de crédito para futuras titularizaciones (*warehousing*), pueden contribuir a aumentar el nivel de emisiones de TC en torno a su promedio de los últimos cinco años de COP877,547 millones en los próximos 12 meses.

En relación con el gobierno corporativo, destacamos que la Junta Directiva de la compañía cuenta con siete comités de apoyo, entre los que resaltan el de inversiones y el de administración de activos y pasivos (ALCO), los cuales se encargan de establecer políticas y dar seguimiento a la administración y cobertura de riesgos a los que se expone la compañía. Como oportunidad de alineación a mejores prácticas internacionales, recalamos la baja participación de miembros independientes tanto en la Junta Directiva como en sus comités de apoyo, al compararla con otras entidades en la misma escala de calificación.

En nuestra opinión, el equipo directivo de la TC cuenta con la trayectoria profesional y la capacidad organizacional apropiada para implementar adecuadamente el plan estratégico 2022 – 2027, que proyecta potenciar el negocio de títulos hipotecarios, el de activos inmobiliarios y abrir nuevas líneas de ingresos para la compañía.

**Rentabilidad: El menor nivel de emisiones continúa afectando su rentabilidad patrimonial.**

La estructura de ingresos de la TC continúa concentrada en las comisiones y honorarios a octubre de 2022 (ver Gráfico 2), las cuales tuvieron una disminución de 31% anual, al tiempo que aumentó su dependencia en las comisiones por administración de las universalidades hasta 82% de un promedio de 64% desde 2018, acorde con el menor nivel de emisiones que se han realizado en este periodo. Ponderamos desfavorablemente la baja diversificación de la base de ingresos de TC, pues aumenta su variabilidad ante ciclos de negocio adversos para titularizaciones de cartera.



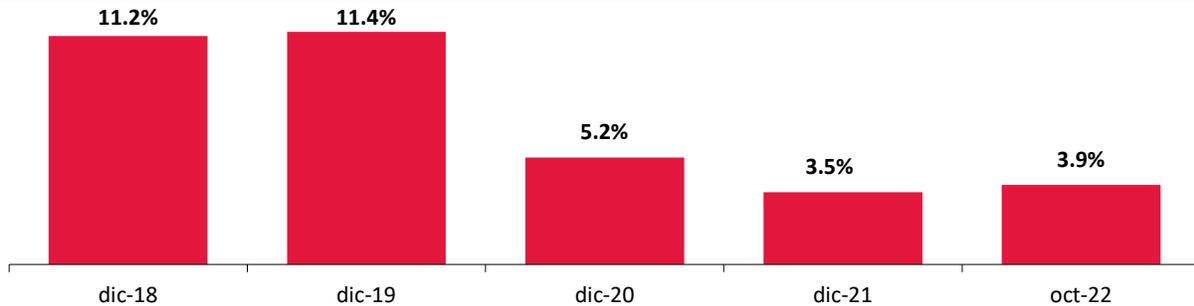
Fuente: Titularizadora Colombiana S.A. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A. SCV.

Por su parte, la reclasificación de cerca de la mitad del portafolio de inversiones hacia disponibles para la venta desde negociables redujo la volatilidad por efectos de la valoración a precios de mercado en el último año. De esta forma, como resultado de una estrategia de inversión conservadora, con un portafolio de baja duración, la utilidad neta en la valorización de inversiones aumentó en cerca de 2.4x (veces) anual. Adicionalmente, evaluamos positivamente el incremento de los intereses de cartera en su aporte a la estructura de ingresos hasta 10% desde 3% un año atrás, producto de la estrategia de *warehousing*.

Como resultado de la venta de su participación accionaria en la Titularizadora Dominicana, TC recibió COP2,824 millones en agosto de 2022, con lo que la utilidad antes de impuestos subió 40.5% anual para octubre del mismo año. Entre tanto, los gastos administrativos y de personal permanecieron relativamente estables, con lo que la eficiencia (87%) continúa siendo desfavorable frente a su promedio de los últimos cuatro años (63%).

El incremento del margen neto derivó en una mejora de la rentabilidad patrimonial anualizada (ROE, por sus siglas en inglés) hasta 3.9% a octubre de 2022 desde 3.5% en 2021, aunque continúa por debajo del promedio de los últimos cuatro años (8%), como muestra el Gráfico 3. Al descontar el ingreso extraordinario, el ROE estaría alrededor de 2.1%, el mínimo de los últimos cuatro años, lo que refleja la dependencia de los indicadores de rentabilidad de mantener un nivel adecuado de crecimiento y rotación del activo, dada la concentración de la base de ingresos en los títulos hipotecarios.

**Gráfico 3**  
Rentabilidad sobre el patrimonio



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A. SCV. Indicador anualizado con utilidades acumuladas de 12 meses.

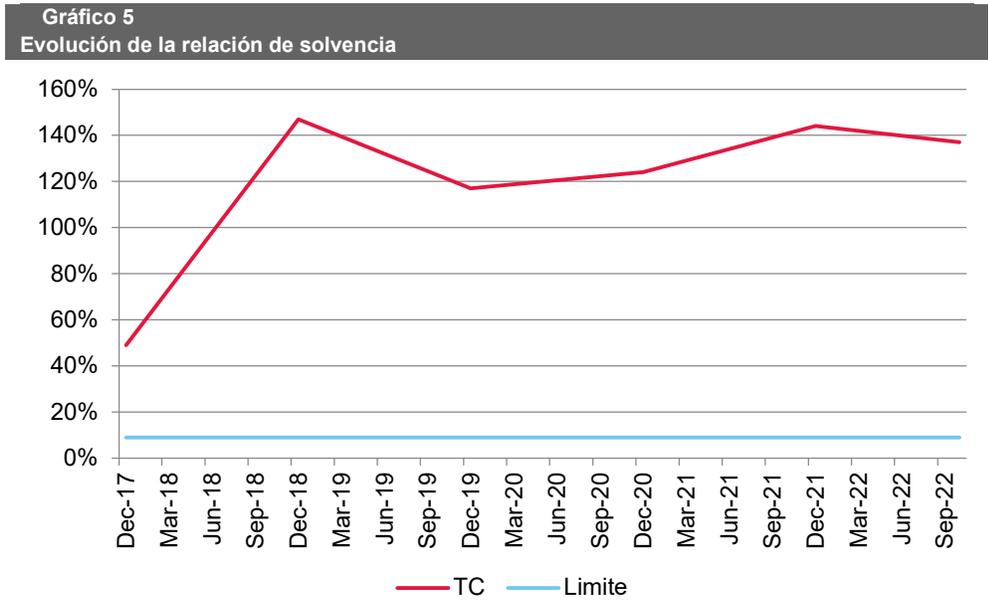
Para los próximos 12 meses, dado el incremento proyectado en las emisiones y el aumento en las comisiones de estructuración de los títulos de contenido crediticio y de administración para los títulos participativos inmobiliarios, estimamos que el ROE se ubique entre 6% y 8%. No obstante, factores como un menor apetito de los inversionistas por titularizaciones hipotecarias y una inflación alta persistente, que lleve a mantener el elevado nivel de tasas de interés por un periodo más prolongado frente a lo previsto, podrían desviar nuestra expectativa.

**Capital, liquidez y endeudamiento: La elevada solvencia permite el crecimiento esperado del activo, al tiempo que el sólido perfil de liquidez y bajo endeudamiento soportan la operación de TC adecuadamente.**

Dado el incremento proyectado del capital mínimo requerido a COP116,439 millones en 2023 para sociedades titularizadoras de activos hipotecarios, de acuerdo con lo establecido en el artículo 2.21.1.2.1 del Decreto 2555 de 2010, en diciembre de 2022 la Asamblea General de Accionistas de TC aprobó la emisión de Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones (BOCEAS) por COP10,834 millones para ser colocados mediante oferta privada a los accionistas. Como complemento, la TC espera una capitalización de las utilidades de 2022, con lo que en 2023 el patrimonio se mantendría estable, en torno a COP128,262 millones.

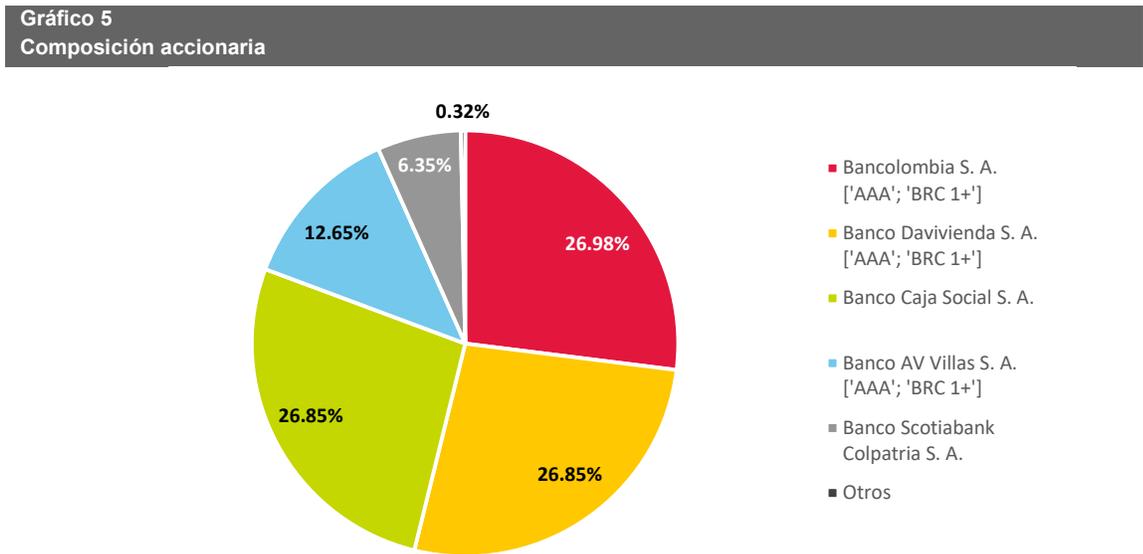
En el último año, el menor uso del mecanismo de *warehousing* se tradujo en un impacto limitado sobre el consumo de capital frente a nuestro escenario base de solvencia en la pasada revisión periódica; para los próximos 12 meses proyectamos que este elemento profundice su impacto sobre la solvencia, aunque su utilización probablemente se mantendrá aún muy por debajo de los límites internos establecidos por la

compañía, por lo que TC mantendría una fuerte capacidad de absorber pérdidas no esperadas y un amplio margen sobre el mínimo requerido de 9%.



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A. SCV.

Si bien no otorgamos *notches* por soporte de grupo para la calificación de TC, incorporamos positivamente las fuertes sinergias operativas y comerciales que la compañía mantiene con sus principales accionistas, que son entidades bancarias con capacidad de pago alta (ver Gráfico 5).



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El portafolio de inversiones de la compañía sigue concentrado en títulos con la máxima calificación crediticia, mientras que redujo su duración a 0.9 años en octubre de 2022 desde 1.2 años para el mismo

periodo de 2021, por lo que la exposición del patrimonio a riesgo de mercado, medida por la relación de valor en riesgo regulatorio (VaR por sus siglas en inglés) a patrimonio técnico, continúa por debajo de 1%.

Las cuentas por cobrar de TC continúan con una clasificación en su totalidad de A durante los últimos 24 meses, lo que demuestra una política conservadora de la compañía en la gestión de riesgo de liquidez.

TC sostiene un sólido perfil de liquidez, que le permite afrontar apropiadamente necesidades de recursos de corto plazo bajo escenarios de estrés. Lo anterior se refleja en el mantenimiento del promedio anual de la proporción de activos líquidos sobre activos totales de 63%, en línea con el indicador promedio de los últimos cuatro años y que compara favorablemente frente a otras entidades calificadas. Del mismo modo, ponderamos positivamente el acceso a líneas de crédito con entidades bancarias, que representan 3.25x (veces) el activo total de la compañía y la incorporación formal de un plan de contingencia de liquidez en sus mecanismos de gestión de riesgos.

La compañía sigue con un bajo nivel de endeudamiento (pasivos/activos), aunque estimamos que aumentará debido a la emisión de BOCEAS y al eventual financiamiento del *warehousing*. No obstante, prevemos que el nivel de apalancamiento financiero -medido como Deuda/EBITDA- seguirá comparándose favorablemente frente a la industria de servicios financieros no bancarios en los próximos 12 a 18 meses.

La Tabla 1 muestra que, para octubre de 2022, en un escenario en el que las garantías otorgadas a las series A de los TIPS se ejecutaran simultáneamente, TC podría cubrir dicha obligación en 4.2x con sus activos líquidos (portafolio negociable + disponible). Si bien la probabilidad de disminución de la cobertura por debajo de 2x es baja, dado que no se han hecho efectivas las garantías en la historia de la compañía, elementos como una desmejora de los indicadores de calidad de cartera del sistema y las elevadas tasas de interés, que afecten el flujo de caja de las universalidades, podrían eventualmente resultar en el uso de las garantías de TC. Para alcanzar un nivel de cobertura de 2x, los activos líquidos tendrían que reducirse a COP38,032 millones, 56% por debajo del promedio de los últimos cinco años.

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

Fecha	Valor garantías	Portafolio negociable	Saldo disponible	Port. Negociable + disponible	Port. negociable + Disponible / Garantías
dic-11	45,316	97,960	32,295	130,255	2.9
dic-12	38,762	104,576	24,233	128,809	3.3
dic-13	22,432	115,795	6,089	121,884	5.4
dic-14	20,374	107,398	1,580	108,978	5.3
dic-15	17,303	91,606	13,923	105,529	6.1
dic-16	19,814	62,392	13,212	75,604	3.8
dic-17	25,421	47,167	10,949	58,116	2.3
dic-18	28,799	74,719	27,684	102,402	3.6
dic-19	34,130	64,695	13,009	77,704	2.3
dic-20	26,140	94,457	7,225	101,682	3.9
dic-21	23,571	68,097	22,337	90,434	3.8
oct-22	19,016	62,577	17,938	80,515	4.2

Cifras en millones COP. Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A. SCV.

**Administración de riesgos y mecanismos de control: TC gestiona adecuadamente los riesgos financieros y no financieros a los que se encuentra expuesto.**

La estructura de riesgos de TC contempla políticas, procesos y procedimientos que permiten una adecuada administración, monitoreo y seguimiento de los riesgos inherentes a la compañía y las universalidades. La administración de la compañía cuenta con un comité de crédito que recomienda, analiza y controla el riesgo de crédito y contraparte tanto del portafolio como de los administradores de cartera, de acuerdo con los lineamientos de la Junta Directiva.

En nuestra visita de campo a la compañía observamos que TC cuenta con procesos, procedimientos y herramientas tecnológicas adecuadas para la evaluación y seguimiento de los originadores y sus portafolios de créditos. El *software* que utiliza la compañía, denominado Hitos, le permite vincularse directamente con los originadores de créditos y gestionar en una sola plataforma el proceso de estructuración de portafolios de créditos, sustituciones de cartera y realizar su seguimiento y control apropiadamente.

Además, la compañía cuenta con un comité de ALCO que se encarga de definir las directrices para la gestión de los riesgos financieros a los que se exponen las universalidades, de acuerdo con los lineamientos de la Junta Directiva.

Para la gestión y control del riesgo de mercado del portafolio de inversiones de la TC utilizan dos metodologías: la estándar, según lo establecido por el Capítulo XXI de la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y una interna, por simulación histórica. Asimismo, dispone de límites generales del VaR y por factor de riesgo. Con la incorporación del *warehousing*, dada la diferencia temporal entre la compra del portafolio de créditos y su titularización, la cartera en balance de la TC se encuentra expuesta a cambios en su valoración de mercado, respecto de lo cual esperamos que se desarrollen mecanismos eficaces de cobertura, y le daremos seguimiento en la próxima revisión.

La TC identifica continuamente el riesgo operacional de todos los procesos, productos y sistemas requeridos para el negocio de titularización. En la estructura de administración cuentan con un Comité SARO (Sistema de Administración de Riesgo Operacional), que analiza el comportamiento de los riesgos identificados, sus causas y establece controles para mitigar su ocurrencia.

En lo referente al Sistema de Administración de Riesgos de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (SARLAFT), la TC actualizó el Manual SARLAFT en la metodología para la identificación, medición y control de los segmentos de clientes y el proceso de debida diligencia, de acuerdo con lo estipulado en la Circular Externa 027 de 2020 de la SFC.

El sistema de control interno de la TC abarca reportes periódicos de seguimiento sobre la operativa de los procesos, sistemas de administración de riesgos y la eficacia de la función de control interno.

**Tecnología: La plataforma tecnológica de TC permite un desarrollo normal de su operación.**

La compañía continuó con la automatización y digitalización de procesos internos en el último año. A su vez, realizó una consultoría para identificar y priorizar las oportunidades de mejora en la seguridad de la información y en las capacidades tecnológicas de la compañía para afrontar ataques cibernéticos.

Por su parte, TC cuenta con un plan de continuidad de negocio formal, que le permite asegurar su capacidad de respuesta para mantener las operaciones críticas de su operación, inclusive en situaciones adversas.

**Contingencias:** De acuerdo con información de la compañía, al cierre de 2022, TC no afrontaba procesos en contra ni multas de parte de los entes de control.

### III. FACTORES QUE PODRÍAN MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

#### Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

- La mayor diversificación de su portafolio de productos que fortalezcan su posición de negocio con mayor estabilidad a través del tiempo.
- El incremento de las emisiones que derive en indicadores de rentabilidad crecientes y sostenidos.
- El mantenimiento de la cobertura de las garantías con activos líquidos superior a 2x (veces).

#### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- La disminución consistente de sus indicadores de solvencia y liquidez, que se ubiquen en niveles inferiores a los de otras entidades en la misma escala de calificación.
- El deterioro de la calidad de la cartera del sistema financiero que afecte el flujo operativo de los activos subyacentes y que derive en un perfil de liquidez de la compañía más vulnerable a las condiciones del mercado.
- La falta de actualización de los procesos internos y de control que resulten en la materialización de eventos de riesgo en la implementación de sus proyectos estratégicos.

### IV. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Riesgo de Contraparte
Número de acta	2268
Fecha del comité	11 de enero de 2023
Tipo de revisión	Revisión periódica
Administrador	Titularizadora Colombiana S.A.
Miembros del comité	María Soledad Mosquera
	María Carolina Barón
	Andrés Marthá Martínez

#### *Historia de la calificación*

Revisión periódica Ene/22: AAA

Revisión periódica Feb/21: 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 Ratings – S&P Global S.A.*

*BRC Ratings – S&P Global S.A. 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 Ratings – S&P Global S.A 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 2022.

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	2018	2019	2020	2021	oct-21	oct-22	Análisis horizontal						
							2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	Oct 20- 21	Oct 21- 22		
<b>ACTIVOS</b>													
Disponible	27,684	13,009	7,225	22,337	12,187	17,938	-53.0%	-44.5%	209.2%	-37.9%	47.2%		
Inversiones temporales	74,719	64,695	94,457	68,097	76,472	62,577	-13.4%	46.0%	-27.9%	-4.7%	-18.2%		
Deudores clientes	13,913	31,878	5,098	9,515	13,289	7,560	129.1%	-84.0%	86.6%	51.8%	-43.1%		
Otros activos corrientes	7,252	7,188	4,304	4,902	3,577	3,722		-40.1%	13.9%	-16.9%	4.1%		
Cartera de créditos						19,434							
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>123,567</b>	<b>116,770</b>	<b>111,084</b>	<b>104,851</b>	<b>105,525</b>	<b>111,231</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-5.6%</b>	<b>-6.5%</b>	<b>5.4%</b>		
PPE neto	24,432	30,498	28,294	25,693	24,727	25,348	24.8%	-7.2%	-9.2%	-14.9%	2.5%		
Diferidos e Intangibles Neto	472	249	346	128	452	616	-47.2%	39.0%	-63.0%	133.0%	36.3%		
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>24,904</b>	<b>30,747</b>	<b>28,640</b>	<b>25,821</b>	<b>25,179</b>	<b>25,964</b>	<b>23.5%</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-9.8%</b>	<b>-13.9%</b>	<b>3.1%</b>		
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>148,471</b>	<b>147,517</b>	<b>139,724</b>	<b>130,672</b>	<b>130,704</b>	<b>137,195</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-6.5%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>5.0%</b>		
<b>PASIVO</b>													
Obligaciones financieras C.P	0	5,404	3,933	83	0	60		-27.2%	-97.9%	-100.0%			
Proveedores y Cuentas por pagar	221	266	226	716	692	422	20.4%	-15.0%	216.8%	25.4%	-39.0%		
Impuestos gravámenes y tasas	9,811	2,185	1,048	1,565	2,764	3,865	-77.7%	-52.1%	49.4%	-56.7%	39.8%		
Obligaciones laborales	1,250	1,495	1,820	1,088	1,222	861	19.6%	21.7%	-40.2%	104.7%	-29.5%		
Pasivos estimados y prov.	158	20	10	115	392	1,070	-87.3%	-50.0%	1050.0%	-63.0%	173.0%		
Diferidos	378	220	282	198	240	695	-41.9%	28.2%	-29.8%	-18.4%	189.6%		
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>11,819</b>	<b>9,590</b>	<b>7,319</b>	<b>3,765</b>	<b>5,310</b>	<b>6,973</b>	<b>-18.9%</b>	<b>-23.7%</b>	<b>-48.6%</b>	<b>-58.8%</b>	<b>31.3%</b>		
Obligaciones financieras L.P	0	0	0	0	0	0							
Impuesto diferido	2,059	2,611	3,319	3,065	3,121	2,596	26.8%	27.1%	-7.7%	100.0%	-16.8%		
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>2,059</b>	<b>2,611</b>	<b>3,319</b>	<b>3,065</b>	<b>3,121</b>	<b>2,596</b>	<b>26.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>-7.7%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-16.8%</b>		
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>13,878</b>	<b>12,201</b>	<b>10,638</b>	<b>6,830</b>	<b>8,431</b>	<b>9,569</b>	<b>-12.1%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>-35.8%</b>	<b>-34.6%</b>	<b>13.5%</b>		
Capital Social	59,855	59,855	59,855	59,855	59,855	59,855	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Prima en colocación de acciones	9,071	9,069	9,069	9,069	9,069	9,069	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Utilidades retenidas no apropiadas	35,260	34,484	27,376	24,990	23,421	28,358	-2.2%	-20.6%	-8.7%	238.8%	21.1%		
Reservas	30,407	31,908	32,786	29,928	29,928	30,344	4.9%	2.8%	-8.7%	-44.0%	1.4%		
<b>Total Patrimonio</b>	<b>134,593</b>	<b>135,316</b>	<b>129,086</b>	<b>123,842</b>	<b>122,273</b>	<b>127,626</b>	<b>0.5%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-5.4%</b>	<b>4.4%</b>		
<b>Pasivo + Patrimonio</b>	<b>148,471</b>	<b>147,517</b>	<b>139,724</b>	<b>130,672</b>	<b>130,704</b>	<b>137,195</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-5.3%</b>	<b>-6.5%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>5.0%</b>		

Estado de Resultados Millones de COP	2018	2019	2020	2021	oct-21	oct-22	Análisis horizontal						
							2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	Oct 20- 21	Oct 21- 22		
<b>Ingresos</b>	<b>38,765</b>	<b>35,118</b>	<b>25,084</b>	<b>21,257</b>	<b>17,186</b>	<b>17,296</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-28.6%</b>	<b>-15.3%</b>	<b>-20.8%</b>	<b>0.6%</b>		
Comisiones y honorarios	20,865	25,847	17,145	18,930	15,160	10,461	23.9%	-33.7%	10.4%	2.7%	-31.0%		
Intereses de cartera	2,862	1,728	665	557	512	1,678	-39.6%	-61.5%	-16.2%	-15.9%	227.7%		
Utilidad o pérdida en venta de inversiones	15,038	7,543	7,274	1,770	1,514	5,158	-49.8%	-3.6%	-75.7%	-76.1%	240.7%		
<b>Gastos operacionales y de admón</b>	<b>26,963</b>	<b>17,528</b>	<b>16,884</b>	<b>17,414</b>	<b>14,352</b>	<b>15,008</b>	<b>-35.0%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>4.6%</b>		
Intereses y exigibilidades	8,935	1,502	607	590	553	349	-83.2%	-59.6%	-2.8%	62.2%	-36.9%		
Personal	9,180	9,815	10,891	10,647	8,983	9,227	6.9%	11.0%	-2.2%	0.6%	2.7%		
D&A	757	1,330	1,171	1,042	833	694	75.7%	-12.0%	-11.0%	-13.5%	-16.7%		
Impuestos	1,979	885	637	605	541	916	-55.3%	-28.0%	-5.0%	-7.2%	69.3%		
Honorarios y comisiones	1,876	1,349	1,128	1,617	1,366	1,624	-28.1%	-16.4%	43.4%	48.2%	18.9%		
Provisiones	0	0	0	0	0	138					100.0%		
Otros	4,236	2,647	2,450	2,913	2,076	2,060	-37.5%	-7.4%	18.9%	28.9%	-0.8%		
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>11,802</b>	<b>17,590</b>	<b>8,200</b>	<b>3,843</b>	<b>2,834</b>	<b>2,288</b>	<b>49.0%</b>	<b>-53.4%</b>	<b>-53.1%</b>	<b>-66.1%</b>	<b>-19.3%</b>		
Ingresos no operacionales netos	12,940	5,311	1,938	2,665	1,497	3,799	-59.0%	-63.5%	37.5%	25.9%	153.8%		
<b>Utilidad antes de Imptos</b>	<b>24,742</b>	<b>22,901</b>	<b>10,138</b>	<b>6,508</b>	<b>4,331</b>	<b>6,087</b>	<b>-7.4%</b>	<b>-55.7%</b>	<b>-35.8%</b>	<b>-54.6%</b>	<b>40.5%</b>		
Impuestos	9,731	7,519	3,375	2,132	1,569	1,963	-22.7%	-55.1%	-36.8%	-40.3%	25.1%		
<b>Utilidad Neta</b>	<b>15,011</b>	<b>15,382</b>	<b>6,763</b>	<b>4,376</b>	<b>2,762</b>	<b>4,124</b>	<b>2.5%</b>	<b>-56.0%</b>	<b>-35.3%</b>	<b>-60.0%</b>	<b>49.3%</b>		
<b>EBITDA</b>	<b>25,500</b>	<b>23,665</b>	<b>10,791</b>	<b>7,062</b>	<b>4,899</b>	<b>6,742</b>	<b>-7.2%</b>	<b>-54.4%</b>	<b>-34.6%</b>	<b>-51.3%</b>	<b>37.6%</b>		

D&amp;A: Depreciaciones y Amortizaciones

RENTABILIDAD	2018	2019	2020	2021	Oct-21	Oct-22
Ingresos	38,765	35,118	25,084	21,257	17,186	17,296
EBITDA	25,500	23,665	10,791	7,062	4,899	6,742
Crecimiento Ingresos	21.2%	-9.4%	-28.6%	-15.3%	-20.8%	0.6%
Crecimiento EBITDA	33.8%	-7.2%	-54.4%	-34.6%	-54.6%	37.6%
Margen Operacional	30.4%	50.1%	32.7%	18.1%	16.5%	13.2%
Margen Neto	38.7%	43.8%	27.0%	20.6%	16.1%	23.8%
Margen EBITDA	65.8%	67.4%	43.0%	33.2%	28.5%	39.0%
Ventas/ Activos	26.1%	23.8%	18.0%	16.3%	13.1%	12.6%
ROA	10.1%	10.4%	4.8%	3.3%	2.5%	3.6%
ROE	11.2%	11.4%	5.2%	3.5%	2.7%	3.9%
ACTIVIDAD	2018	2019	2020	2021	Oct-21	Oct-22
Capital de trabajo neto operativo (KTNO)	13,692	31,612	4,872	8,799	12,597	7,138
Ventas/ KTNO (PKT)	2.83	1.11	5.15	2.42	1.36	2.42
Días de CxC	129	327	73	161	278	157
Días de CxP	9	64	134	437	450	435
Ciclo de efectivo	120	263	(61)	(276)	(172)	(278)
Liquidez	2018	2019	2020	2021	Oct-21	Oct-22
Efectivo + inversiones temporales	102,402	77,704	101,682	90,434	88,659	80,515
Razon Corriente	10.46	12.18	15.18	27.85	19.87	15.95
Endeudamiento	2018	2019	2020	2021	Oct-21	Oct-22
Deuda bruta	0	5,404	3,933	83	0	60
Deuda /Patrimonio	0.0%	4.0%	3.0%	0.1%	0.0%	0.0%
Deuda fin. / Pasivo Total	0.00%	44.29%	36.97%	1.22%	0.00%	0.63%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	10.31%	9.02%	8.24%	5.52%	6.90%	7.50%

Cifras en millones COP.

## 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 Ratings – S&P Global 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.*