

# Reporte de calificación

.....

**TITULARIZADORA COLOMBIANA**  
**S. A.**  
**Sociedad titularizadora de activos**

**Comité Técnico:** 7 de febrero de 2019  
**Acta número:** 1496

**Contactos:**

**Rafael Pineda Álvarez**

[rafael.pineda@spglobal.com](mailto:rafael.pineda@spglobal.com)

**Andrés Marthá Martínez**

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

# TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.

## Sociedad titularizadora de activos

REVISIÓN PERIÓDICA			
RIESGO DE CONTRAPARTE		'AAA'	
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 31 de diciembre de 2018		Historia de la calificación:	
Activos:	COP148.471	Revisión periódica Feb./18	'AAA'
Pasivo:	COP13.878	Revisión periódica Feb./17	'AAA'
Patrimonio	COP134.593	Calificación inicial Mar./04	'AAA'
Utilidad neta:	COP15.011		

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

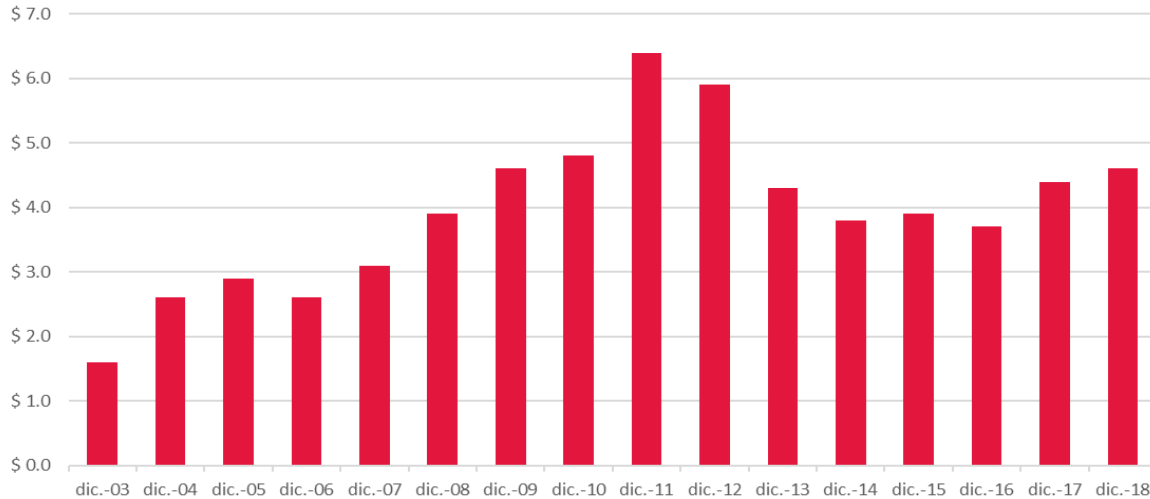
El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' de Titularizadora Colombiana S. A. (en adelante, TC).

TC es una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia que estructura y administra titularizaciones que se originan con créditos que compra a entidades del sector financiero y que emiten al mercado de valores. La única obligación monetaria que asume TC es la garantía parcial que otorga hasta por 1,0% del saldo vigente de las series senior (A) para emisiones de créditos hipotecarios y 1,5% de aquellas de activos no hipotecarios. Esta garantía se ejecuta cuando el flujo de caja de una universalidad no es suficiente para cubrir el servicio de la deuda de dicha serie; estos recursos son retornados a TC cuando el flujo de caja de la universalidad se normaliza. TC registra los activos y pasivos de cada universalidad en cuentas fiduciarias separadas de las de otras universalidades y de las de la compañía.

***Posición de negocio: TC es la única entidad especializada en la titularización de activos en Colombia, lo cual la sitúa entre los mayores emisores de renta fija del país. Consideramos que la evolución positiva de los negocios diferentes a la titularización de créditos hipotecarios podría beneficiar la competitividad de su negocio.***

Desde la entrada en vigencia de la Ley 546 de 1.999, TC es la única compañía especializada en titularización de activos en el país. Desde su creación y al cierre de 2018, la sociedad ha estructurado 57 emisiones por cerca de \$22,3 billones de pesos colombianos (COP). Su negocio mantiene una concentración alta en la titularización de créditos hipotecarios, dado que solo desde 2015 se les permitió a estas entidades titularizar otros tipos de cartera. A pesar de lo anterior, otros cambios regulatorios, particularmente tributarios, han tenido un impacto fuerte en el desempeño de su negocio y explican, en gran medida, las menores tasas de crecimiento del saldo de titularizaciones administradas de los últimos cinco años (crecimiento anual compuesto de 1,4% al cierre de 2018, ver Gráfico 1). El saldo de emisiones que administra TC respecto de la cartera hipotecaria se ha mantenido estable desde finales de 2014, entre 7,5% y 8,0% del total.

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



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

La sociedad 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. Por lo anterior, proyectamos necesidades crecientes de diversificación por parte de los inversionistas institucionales, un mayor crecimiento de la economía para los próximos dos a tres años (entre 2,8% y 3,0% según nuestras proyecciones), mayores tasas de crecimiento de la cartera bancaria y un mejor desempeño del sector vivienda y construcción. En este sentido, si bien las expectativas de crecimiento de los próximos cinco años de la entidad son altas frente a su comportamiento histórico, proyectamos crecimientos moderados. Consideramos que uno de los principales retos de la industria es lograr una penetración mayor de la cartera del sistema bancario (relación entre la cartera titularizada y el saldo de cartera total), dado que en otros países de la región son significativamente superiores.

Entre los factores que consideramos positivos están la implementación de proyectos que le permitirían diversificar su base de inversionistas y sus líneas de negocio a través de la emisión de títulos participativos de titularizaciones inmobiliarias (TIN), la titularización de otros tipos de cartera como libranzas, vehículos y créditos de infraestructura, así como para ampliar su base de originadores (incluyendo aquellos no bancarios) y emitir títulos en otros países de la región. No obstante, el avance de estos proyectos ha sido moderado y sus resultados mantienen una representatividad baja en su negocio. Al cierre de 2018, la titularización de cartera hipotecaria continúa representando cerca de 90% del saldo de titularizaciones administradas y de los ingresos de comisiones de la sociedad. Consideramos que su posición de liderazgo 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.

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. 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 en línea con las mejores prácticas de gobierno corporativo. 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: TC mantiene resultados netos positivos desde su primer año de operaciones, gracias a su alta eficiencia operativa y flexibilidad de su estructura de costos. Evaluamos positivamente los avances graduales en la diversificación y estabilidad de los ingresos.***

Al cierre de 2018, los ingresos de TC sumaron COP39.749 millones, lo cual representa un crecimiento anual de 18,6%. Estos se derivan, principalmente, de los ingresos de comisiones (administración de las titularizaciones vigentes, estructuración y garantías), los cuales representan, en promedio, entre 50% y 70% de los ingresos de la entidad. Los rendimientos de su portafolio de recursos propios, el cual se alimenta principalmente de las comisiones e ingresos por la administración y colocación de emisiones, y que utiliza para cubrir las necesidades de liquidez, representan entre 10% y 20% del total de ingresos, dependiendo de las condiciones del mercado y de la posición de liquidez de la compañía. Sus demás ingresos se derivan del arrendamiento y la valorización de inmuebles que mantiene estructuralmente en su balance.

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 su baja representatividad, la evolución positiva reciente de estos negocios podrá aportar una mayor diversificación de sus ingresos, favorecer su resiliencia y fortalecer el perfil financiero de la entidad. En este sentido, durante 2018, para impulsar uno de sus negocios estratégicos, TC mantuvo en su balance unos inmuebles que aportaron ingresos no operativos extraordinarios, los cuales representaron 25,6% del total de ingresos y favorecieron el fuerte crecimiento de la utilidad neta respecto de un año atrás. Las comisiones aumentaron 3,5% anual al cierre de 2018, inferior al promedio de los últimos tres años.

Los altos niveles de eficiencia operativa y flexibilidad de su estructura de costos constituyen 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. En comparación con otras contrapartes que califica BRC en la máxima escala, los resultados de TC mantienen una volatilidad alta en sus ingresos, la cual mitiga, en gran medida, con sus fortalezas. Los niveles de rentabilidad sobre el patrimonio promedio de los últimos cuatro años se mantienen cercanos a 10% anual, sobre lo cual proyectamos un crecimiento leve durante los próximos dos a tres años de acuerdo con nuestro escenario base.

***Capital, liquidez y endeudamiento: La fortaleza patrimonial de TC se refleja en los amplios indicadores históricos de liquidez y bajo endeudamiento. Consideramos que estos respaldan adecuadamente su operación y el crecimiento esperado de su negocio.***

Durante los últimos 10 años, la entidad ha mantenido niveles de endeudamiento significativamente menores a los de otras contrapartes que calificamos en la máxima escala; sin embargo, para impulsar uno de sus negocios estratégicos, TC adquirió algunos inmuebles lo cual aumentó sus niveles de

endeudamiento y de liquidez de forma relevante (ver Estados Financieros) por un periodo cercano a dos años. A finales de 2018, la estabilización de este negocio le permitió a la sociedad retomar sus niveles de activos líquidos / garantías otorgadas superiores a 2x (veces), endeudamiento (pasivo / activo) menor a 15%, solvencia mayor a 100% y EBITDA sobre gastos de intereses mayor a 100 veces, lo cual es consistente con su calificación de 'AAA'. Si bien consideramos que esta operación no representa un cambio estructural en su modelo de negocio o en su apetito de riesgo, es importante la formalización de límites, políticas de endeudamiento y liquidez, en la medida en que existe la posibilidad de recurrencia de este tipo de operaciones. En este sentido, vinculamos positivamente el cumplimiento de los tiempos establecidos inicialmente para la venta de dichos activos. Por su parte, 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 una proporción superior a 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%).

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 3,6x con sus activos más líquidos (portafolio negociable + disponible) al cierre de 2018 (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**

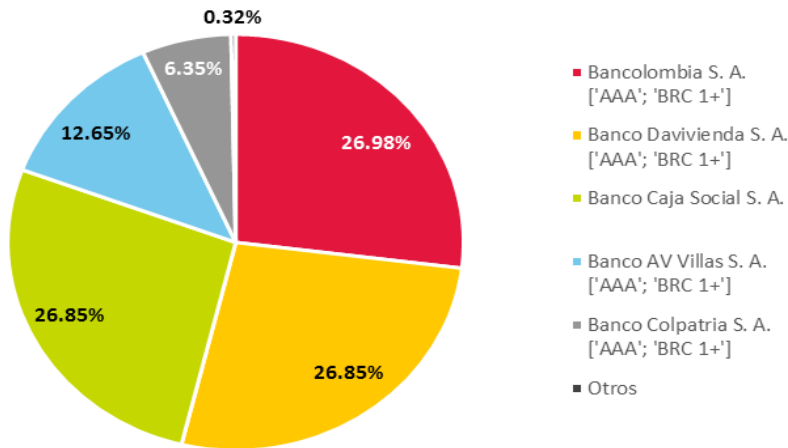
Fecha	Valor garantías	Portafolio negociable	Saldo disponible	Port. Negociable + disponible	Port. negociable + Disponible / Garantías
dic-10	56,335	96,438	15,626	112,064	1.99
dic-11	45,316	97,960	32,295	130,255	2.87
dic-12	38,762	104,576	24,233	128,809	3.32
dic-13	22,432	115,795	6,089	121,884	5.43
dic-14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

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

Los altos niveles de solvencia (según la metodología estándar de la Superintendencia Financiera de Colombia) y liquidez de la entidad 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.

Los principales accionistas de la entidad son entidades bancarias con capacidad de pago alta (ver Gráfico 2), aunque esta calificación se deriva fundamentalmente del perfil crediticio individual de la compañía.

**Gráfico 2**  
Composición accionaria al cierre de 2018



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

**Administración de riesgos y mecanismos de control: TC tiene una estructura que le permite gestionar adecuadamente los riesgos de su operación, los cuales son principalmente operativos. Su área de control interno se favorece de la experiencia e independencia de sus funcionarios.**

TC tiene un sistema de administración de riesgos robusto que le permite dar seguimiento adecuado de 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 análisis cuantitativos de emisores y contrapartes que evalúan aspectos como la solvencia, liquidez, solidez patrimonial, probabilidad de incumplimiento y diferentes indicadores crediticios del deudor. 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: La infraestructura tecnológica de TC soporta adecuadamente sus actividades de estructuración, emisión y administración de las universalidades. Consideramos que el mantenimiento de una capacidad tecnológica fuerte es importante para mantener la seguridad de las operaciones, la información y la alta eficiencia de su operación propia y con terceros.***

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 2018, TC no afrontaba procesos en contra ni multas de parte de los entes de control.

## II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

### Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

BRC identificó las siguientes oportunidades que podrían mantener la calificación actual:

- La mejora gradual en su posición de negocio, en los productos definidos como estratégicos.
- La mayor diversificación de su negocio de acuerdo con las proyecciones de la entidad y recurrencia en las 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 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 y que afecte su capacidad de generación interna de capital.
- 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 o que afecten el desarrollo normal de la operación.



## III. ESTADOS FINANCIEROS

Estado de Resultados Millones de COP	IFRS				Anal. Horizontal			Anal. Vertical		
	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Ingresos</b>	<b>24,294</b>	<b>30,779</b>	<b>32,584</b>	<b>39,749</b>	<b>26.69%</b>	<b>5.86%</b>	<b>21.99%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
Comisiones y honorarios	15,666	18,075	21,105	21,586	-12.1%	16.8%	2.3%	<b>58.7%</b>	<b>64.8%</b>	<b>54.3%</b>
Estructuración de titularizaciones	3,286	4,455	8,469	7,721	91.9%	90.1%	-8.8%	14.5%	26.0%	19.4%
Admón de las universalidades	10,947	9,199	10,946	12,126	-16.3%	19.0%	10.8%	29.9%	33.6%	30.5%
Exito, venta y garantía	1,433	1,421	1,450	1,740	-52.8%	2.0%	20.0%	4.6%	4.4%	4.4%
TIDOM	0	3,000	240	0		-92.0%	-100.0%	9.7%	0.7%	0.0%
Intereses de cartera	1,813	4,516	3,819	2,862	0.0%	-15.4%	-25.1%	<b>14.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>7.2%</b>
Utilidad o pérdida en venta de inversiones	6,815	8,188	7,660	15,301	-24.0%	-6.4%	99.8%	<b>26.6%</b>	<b>23.5%</b>	<b>38.5%</b>
<b>Gastos operacionales y de admón</b>	<b>14,138</b>	<b>19,013</b>	<b>23,537</b>	<b>25,464</b>	<b>-16.7%</b>	<b>23.8%</b>	<b>8.2%</b>	<b>61.8%</b>	<b>72.2%</b>	<b>64.1%</b>
Intereses y exigibilidades	1,508	2,875	6,458	7,696	1.3%	124.6%	19.2%	9.3%	19.8%	19.4%
Personal	7,605	9,885	9,605	9,180	-4.9%	-2.8%	-4.4%	32.1%	29.5%	23.1%
D&A	631	592	739	758	0.2%	24.8%	2.5%	1.9%	2.3%	1.9%
Impuestos	596	639	1,838	1,980	-78.6%	187.6%	7.7%	2.1%	5.6%	5.0%
Honorarios y comisiones	898	1,577	1,731	2,059	-39.4%	9.8%	19.0%	5.1%	5.3%	5.2%
Otros	2,900	3,445	3,166	3,791	12.0%	-8.1%	19.7%	11.2%	9.7%	9.5%
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>10,156</b>	<b>11,766</b>	<b>8,512</b>	<b>14,285</b>	<b>-12.8%</b>	<b>-27.7%</b>	<b>67.8%</b>	<b>38.2%</b>	<b>26.1%</b>	<b>35.9%</b>
Ingresos no operacionales	5,078	5,227	9,808	12,374	-32.0%	87.6%	26.2%	17.0%	30.1%	31.1%
Gastos no operacionales	0	102	2	0	-100.0%	-98.0%	-100.0%	0.3%	0.0%	0.0%
<b>Utilidad antes de Imptos</b>	<b>15,234</b>	<b>16,891</b>	<b>18,318</b>	<b>26,659</b>	<b>-20.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>45.5%</b>	<b>54.9%</b>	<b>56.2%</b>	<b>67.1%</b>
Impuestos	5,485	6,839	6,691	11,648	0.4%	-2.2%	74.1%	22.2%	20.5%	29.3%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>9,749</b>	<b>10,052</b>	<b>11,627</b>	<b>15,011</b>	<b>-28.4%</b>	<b>15.7%</b>	<b>29.1%</b>	<b>32.7%</b>	<b>35.7%</b>	<b>37.8%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10,787</b>	<b>12,358</b>	<b>9,251</b>	<b>25,500</b>	<b>-12.1%</b>	<b>-25.1%</b>	<b>175.6%</b>	<b>40.2%</b>	<b>28.4%</b>	<b>64.2%</b>

Balance General Millones de COP	IFRS				Anal. Horizontal			Anal. Vertical		
	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>ACTIVOS</b>										
Disponible	13,923	13,212	10,949	27,684	-5.1%	-17.1%	152.8%	5.7%	4.1%	18.6%
Inversiones temporales	91,606	62,392	47,167	74,719	-31.9%	-24.4%	58.4%	26.7%	17.7%	50.3%
Deudores clientes	15,610	21,984	23,928	13,913	40.8%	8.8%	-41.9%	9.4%	9.0%	9.4%
Otros activos corrientes	0	0	0	0				0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>121,139</b>	<b>97,588</b>	<b>82,044</b>	<b>116,315</b>	<b>-19.4%</b>	<b>-15.9%</b>	<b>41.8%</b>	<b>41.8%</b>	<b>30.8%</b>	<b>78.3%</b>
PPE neto	23,616	133,284	183,335	31,531	464.4%	37.6%	-82.8%	57.1%	68.8%	21.2%
Diferidos e Intangibles Neto	3,606	2,521	961	625	-30.1%	-61.9%	-35.0%	1.1%	0.4%	0.4%
Valorizaciones, neto	0	0	0	0				0.0%	0.0%	0.0%
Otros activos no corrientes	0	0	0	0				0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>27,222</b>	<b>135,805</b>	<b>184,296</b>	<b>32,156</b>	<b>398.9%</b>	<b>35.7%</b>	<b>-82.6%</b>	<b>58.2%</b>	<b>69.2%</b>	<b>21.7%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>148,361</b>	<b>233,393</b>	<b>266,340</b>	<b>148,471</b>	<b>57.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-44.3%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>PASIVO</b>										
Obligaciones financieras C.P	0	0	86,141	0			-100.0%	0.0%	32.3%	0.0%
Proveedores y Cuentas por pagar	721	89,477	41,170	2,600	12310%	-54.0%	-93.7%	38.3%	15.5%	1.8%
Impuestos gravámenes y tasas	104	133	511	9,492	27.9%	284.2%	1757.6%	0.1%	0.2%	6.4%
Obligaciones laborales	489	564	517	480	15.3%	-8.3%	-7.2%	0.2%	0.2%	0.3%
Pasivos estimados y prov.	5,876	5,681	1,095	928	-3.3%	-80.7%	-15.3%	2.4%	0.4%	0.6%
Diferidos	5,086	6,391	6,532	378	25.7%	2.2%	-94.2%	2.7%	2.5%	0.3%
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>12,276</b>	<b>102,246</b>	<b>135,966</b>	<b>13,878</b>	<b>732.9%</b>	<b>33.0%</b>	<b>-89.8%</b>	<b>43.8%</b>	<b>51.0%</b>	<b>9.3%</b>
Obligaciones financieras L.P	0	0	0	0						
Otros pasivos	0	0	0	0						
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>12,276</b>	<b>102,246</b>	<b>135,966</b>	<b>13,878</b>	<b>732.9%</b>	<b>33.0%</b>	<b>-89.8%</b>	<b>43.8%</b>	<b>51.0%</b>	<b>9.3%</b>
Capital Social	59,855	59,855	59,855	59,855	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	22.5%	40.3%
Prima en colocación de acciones	9,071	9,071	9,071	9,071	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	3.4%	6.1%
Utilidades retenidas no apropiadas	9,749	10,041	11,627	14,987	3.0%	15.8%	28.9%	4.3%	4.4%	10.1%
Reservas	57,410	52,180	49,821	50,679	-9.1%	-4.5%	1.7%	22.4%	18.7%	34.1%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>136,085</b>	<b>131,147</b>	<b>130,374</b>	<b>134,593</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>56.2%</b>	<b>49.0%</b>	<b>90.7%</b>
<b>Pasivo + Patrimonio</b>	<b>148,361</b>	<b>233,393</b>	<b>266,340</b>	<b>148,471</b>	<b>57.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>-44.3%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

RENTABILIDAD	2015	2016	2017	2018
Ingresos	24,294	30,779	32,584	39,749
EBITDA	10,787	12,358	9,251	25,500
Crecimiento Ingresos	-15.1%	26.7%	5.9%	22.0%
Crecimiento EBITDA	-12.1%	14.6%	-25.1%	175.6%
Margen Operacional	41.8%	38.2%	26.1%	35.9%
Margen Neto	40.1%	32.7%	35.7%	37.8%
Margen EBITDA	44.4%	40.2%	28.4%	64.2%
Ventas/ Activos	16.4%	13.2%	12.2%	26.8%
ROA	6.6%	4.3%	4.4%	10.1%
ROE	7.2%	7.7%	8.9%	11.2%

ACTIVIDAD	2015	2016	2017	2018
Capital de trabajo neto operativo (KTNO)	14,889	-67,493	-17,242	11,313
Ventas/ KTNO (PKT)	1.63	-0.46	-1.89	3.51
Días de CxC	231	257	264	126
Días de CxP	172.12	11,204.08	2,295.01	121.62
Ciclo de efectivo	59.19	(10,946.95)	(2,030.65)	4.38

Liquidez	2015	2016	2017	2018
Efectivo + inversiones temporales	105,529	75,604	58,116	102,402
Razon Corriente	9.87	0.95	0.60	8.38

Endeudamiento	2015	2016	2017	2018
Deuda bruta	0	0	86,141	0
Deuda /Patrimonio	0.0%	0.0%	66.1%	0.0%
Deuda fin. / Pasivo Total	0.00%	0.00%	63.35%	0.00%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	9.02%	77.96%	104.29%	10.31%
Garantías	17,303	19,814	25,421	28,799

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

BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, BRC Investor Services revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad / emisor.

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](#).

## IV. 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.

---