

# Reporte de calificación

---

## TITULARIZADORA COLOMBIANA S.A.

**Comité Técnico:** 16 de febrero de 2018  
**Acta número:** 1313

**Contactos:**  
**Mariana Zuluaga M.**  
[mariana.zuluaga@spglobal.com](mailto:mariana.zuluaga@spglobal.com)

# TITULARIZADORA COLOMBIANA S.A.

## Resumen

- En 2017, Titularizadora Colombiana (TC) continúa mostrando resultados positivos en sus ingresos (4,13%), lo que revierte la tendencia decreciente que observamos entre 2012 y 2015 (reducciones promedio anual de 22,71%). Esto obedece al cumplimiento de sus metas comerciales, al aumento por comisiones, a la mayor eficiencia en gastos y a los resultados obtenidos por su operación en República Dominicana a través de su inversión en Titularizadora Dominicana (TIDOM), entre otros.
- La cobertura de las garantías vigentes que otorga TC a las titularizaciones que administra con su efectivo e inversiones temporales fue de 2,29 veces (x) en 2017, valor inferior al promedio registrado en los últimos tres años de 5,09x. Esta disminución es temporal y obedece a la financiación de la compra de activos estratégicos que requiere para iniciar su operación en el segmento inmobiliario; sin embargo, consideramos que el nivel sigue siendo alto y suficiente para confirmar la capacidad de pago de sus obligaciones sobre los títulos A.
- Los indicadores de deuda y apalancamiento alcanzaron niveles históricos producto de la decisión estratégica de entrar al segmento inmobiliario con recursos propios. Entendemos esta situación como algo coyuntural y esperamos que una vez se lleve a cabo dicha emisión estos indicadores retornen a los niveles promedio observados históricamente, confirmando el perfil de riesgo conservador que ha mostrado TC a través del tiempo.
- Resaltamos de manera particular el importante logro de TC en materia de diversificación tanto de producto como de tipo de inversionistas durante 2017. Este resultado además de permitir que la entidad tenga una mayor solidez financiera conlleva a que el mercado de financiamiento estructurado en Colombia avance y ofrezca cada vez mayores alternativas de inversión en beneficio de todos los actores.

## Acción de Calificación

**Bogotá, 16 de febrero de 2018.-** 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.

## Fundamentos de la calificación

Confirmamos la calificación de TC con base en nuestra expectativa de que en el mediano plazo la compañía logre materializar su estrategia de diversificación de forma que recupere las inversiones realizadas mientras aumenta sus ingresos a una tasa promedio anual cercana a 20%. Esta estrategia también le permitiría a TC mitigar parcialmente la exposición de sus indicadores de rentabilidad a los ciclos de liquidez del sistema financiero y a las condiciones y expectativas del mercado en cuanto a tasas de interés e inflación.

Ponderamos positivamente que en 2017 se hayan consolidado los esfuerzos de la estrategia de diversificación de producto mediante la colocación de TIL Pesos L2, emisión respaldada por créditos de libranza originados por Compensar, y TIS Pesos H1 que corresponde a una emisión de cartera hipotecaria originada por la

cooperativa Confiar. TC ha incrementado sus esfuerzos comerciales en este segmento teniendo en cuenta que la titularización es un producto atractivo para los originadores no bancarios (ONB) dado el acceso limitado que tienen a fuentes de fondeo tradicionales pero al mismo tiempo es un producto que requiere de mucha educación al inversionista tradicional que está acostumbrado a comprar principalmente títulos respaldados por originadores con calificación 'AAA'. Dichos esfuerzos se reflejaron en el cumplimiento de la meta que TC definió para esta unidad de negocio en 2017; comportamiento que esperamos se replique durante los próximos años.

Asimismo, resaltamos los avances alcanzados durante 2017 en cuanto al proyecto TIDOM dado que también permiten a TC diversificar su base de negocio tanto en ingresos como de manera geográfica, ubicándolo como un referente del negocio de financiamiento estructurado en Centroamérica.

Financieramente la compañía cerró el 2017 con una utilidad neta de \$11.627 millones de pesos colombianos (COP), 15,7% más que el año anterior, dinámica que se explica, en parte, por los mejores resultados de sus ingresos tanto operacionales como no operacionales. Dentro de este grupo los más importantes son los ingresos por comisiones que representan el 62.5% del total, especialmente aquellas vinculadas con la estructuración del proceso de titularización y la administración de universalidades.

La compra de activos para la futura titularización inmobiliaria afectó de manera coyuntural los indicadores de solvencia, apalancamiento, liquidez y fondeo. Esperamos que una vez que se lleve a cabo dicha emisión estos indicadores retornen a los niveles históricamente observados, lo cual confirmaría el perfil de riesgo conservador que ha mostrado TC a través del tiempo.

Esperamos que el valor de las garantías continúe aumentando en los próximos cinco años como resultado de las mayores emisiones que la entidad planea colocar en los segmentos de cartera hipotecaria y originadores no bancarios (ONB). De cumplir el plan estratégico establecido, proyectamos que la empresa recuperará el nivel de efectivo e inversiones temporales suficiente para mantener una cobertura mínima de 2x. Daremos seguimiento al comportamiento de esta variable en el mediano y largo plazo, dado que un continuo deterioro del indicador, podría resultar en una acción de calificación a la baja.

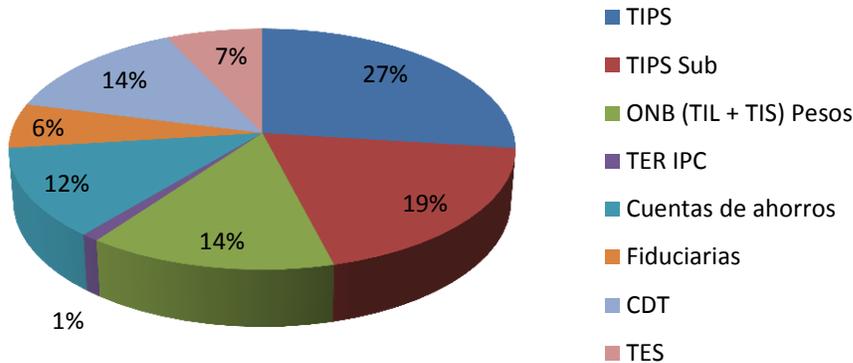
**Tabla 1. Evolución del indicador de cobertura de las garantías**

Fecha	Valor garantías	Portafolio negociable	Saldo disponible	Port. Negociable + disponible	Port. negociable + Disponible / Garantías
dic-10	56.335	96.438	15.626	112.064	2,0
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	2,2

Fuente: Titularizadora Colombiana. Cifras en millones de pesos.

Así, en un escenario pesimista en el que todas las garantías otorgadas a las series A de los TIPS fueran ejecutadas simultáneamente, la compañía podría cubrir esta obligación 2,2x con sus activos más líquidos a diciembre de 2017. Es importante resaltar que durante su existencia TC no ha tenido que pagar ninguna garantía y que su portafolio cuenta con un alto nivel de liquidez (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
Composición del portafolio de inversiones de TC a diciembre de 2017



Fuente: Titularizadora Colombiana.

El apoyo que brindan sus accionistas a TC se ha reflejado en su participación activa como originadores de la cartera hipotecaria de los TIPS, en la capitalización regular del 10% de las utilidades de la compañía y en su permanente contribución a la definición de su estrategia corporativa. Los cuatro accionistas más importantes (que poseen 72,83% de las acciones de TC) cuentan con una calificación vigente de emisor de 'AAA' otorgada por BRC Investor Services (ver Tabla 2).

Tabla 2. Composición accionaria de Titularizadora Colombiana		
Accionista	Participación (%)	Calificación
Bancolombia S.A.	26,98%	'AAA' ; 'BRC 1+'
Banco Davivienda S.A.	26,85%	'AAA' ; 'BRC 1+'
Banco Caja Social S.A.	26,85%	No está calificada por BRC
Banco AV Villas S.A.	12,65%	'AAA' ; 'BRC 1+'
Banco Colpatria S.A.	6,35%	'AAA' ; 'BRC 1+'
Compañía Inversora Colmena S.A.	0,13%	No tiene calificación vigente
Compañía de Seguros Bolívar S.A.	0,13%	No está calificada por BRC
Compañía de Seguros Vida Alfa S.A.	0,05%	No está calificada por BRC
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	

Fuente: Titularizadora Colombiana. BRC Investor Services.

La calificación de TC incorpora su adecuada capacidad operativa para la administración de emisiones, las buenas prácticas en la administración de riesgos y la constante optimización de sus procesos a través de mejoras tecnológicas. No obstante, la compañía tendrá que fortalecer y adaptar algunos de sus procesos y sistemas actuales para la administración de las nuevas líneas de negocio. Esto requerirá algunas inversiones específicas en 2018 y 2019 que pueden ser cubiertas con la generación de recursos de la entidad.

TC ha logrado consolidarse como líder del mercado colombiano en la estructuración y administración de titularizaciones de cartera hipotecaria. Sin embargo, consideramos que su principal línea de negocio está altamente expuesta al desempeño de los sectores financiero, vivienda e hipotecario.

- Sector financiero: En 2017 el bajo pero estable nivel de liquidez del sistema financiero, los movimientos a la baja en tasa de interés por parte del Banco de la República (BR) y los bajos niveles de inflación fueron los mayores determinantes en el apetito por los TIPS. Todas las emisiones colocadas en 2017 tuvieron indicadores *bid to cover* superiores a 1.27, confirmando a TC como el primer originador de deuda privada del mercado.
- Sector vivienda e hipotecario: las actividades de construcción y comercialización de vivienda se desaceleraron en 2017, tendencia que viene presentándose desde 2016. Esta dinámica se reflejó en un bajo crecimiento de la cartera hipotecaria especialmente en los segmentos que no están favorecidos por las políticas de vivienda pública. Este factor no influyó en la dinámica de colocación de los TIPS durante 2017. Sin embargo, de mantenerse en el largo plazo, podría afectar de manera negativa la disponibilidad de cartera hipotecaria a titularizar y/o el valor de los inmuebles que la respaldan.

Según la información proporcionada por la entidad, Titularizadora Colombiana no tenía ninguna contingencia en contra abierta a diciembre de 2017.

## Oportunidades y amenazas

### Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

BRC Investor Services S.A. SCV identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- El cumplimiento del calendario de colocación de emisiones que establece TC para todos sus segmentos de forma que le permita a la compañía mantener una senda sostenible de crecimiento de sus ingresos y rentabilidad patrimonial (ROE, por sus siglas en inglés)
- La continuidad del apoyo de sus accionistas.
- El mantenimiento del indicador de cobertura de las garantías con los activos más líquidos de la entidad en niveles superiores a 2x en el largo plazo.
- La efectividad de las estrategias que ha implementado TC para mitigar los riesgos relacionados con los nuevos segmentos.

### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC Investor Services S.A. SCV identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- El deterioro de la calidad de la cartera que derive en la ejecución de las garantías otorgadas por TC sobre las titularizaciones actualmente cubiertas.
- Las ventas o pérdidas recurrentes en el valor del portafolio de inversiones de la empresa o incrementos en el monto de las garantías que den como resultado un indicador de cobertura de las garantías con los activos más líquidos menor 2x a largo plazo.
- Los incrementos permanentes en el nivel de endeudamiento de TC (directos o a través de avales) derivados de la financiación de las necesidades de capital de trabajo que requieren los nuevos segmentos.

## El emisor y su actividad

Titularizadora Colombiana S.A. se creó en 2001 dentro del marco jurídico de la Ley de Vivienda (Ley 546 de 1999) con el objetivo de promover el desarrollo hipotecario y profundizar al mercado de capitales. Posteriormente TC fue habilitada por el artículo 169 de la Ley 1753 de 2015 – Plan Nacional de Desarrollo – para titularizar activos no hipotecarios como mecanismo de fondeo en el mercado de capitales, lo que amplió su actividad, marco de actuación y permitió fortalecer su rol como emisor en el mercado de valores. Sus

principales accionistas son los bancos más importantes del país en el segmento hipotecario (ver Tabla 2) por lo cual estos, a su vez, constituyen sus originadores más importantes.

TC es una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia que, para cumplir con su objeto social, crea y administra universalidades las cuales emiten al mercado de valores títulos originados en créditos hipotecarios comprados a entidades del sector financiero. Los recursos provenientes de dichas emisiones les permiten a estas entidades contar con una fuente alternativa de liquidez. La única obligación monetaria que asume TC frente a los inversionistas de estos títulos es la garantía parcial que otorga hasta por 1% del saldo vigente de las series senior (A) de cada emisión como parte del mecanismo de cobertura parcial que tienen definido. De acuerdo con las normas legales vigentes, los activos y pasivos de cada universalidad son registrados en cuentas fiduciarias separadas de las otras universalidades y de la compañía.

La compañía recibe comisiones diferenciadas por su labor como estructurador, emisor y administrador de las titularizaciones y sus universalidades. Adicionalmente, la entidad percibe rendimientos financieros de su portafolio de inversiones, el cual tiene una política claramente definida y se alimenta principalmente de los remanentes que recibe TC cuando finaliza una emisión.

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

*La información financiera incluida en este reporte está basada en los estados financieros auditados de los últimos dos años y no auditados a diciembre de 2017.*

*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, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad calificada / el emisor calificado.*

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

*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](#).*

## Estados financieros

## TITULARIZADORA COLOMBIANA S.A.

Cifras en Millones de COP

Balance General Millones de COP	IFRS			Anal. Vertical			Análisis horizontal		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>ACTIVOS</b>									
Disponible	13.923	13.212	10.949	9,4%	5,7%	4,1%	781,2%	-5,1%	-17,1%
Inversiones temporales	91.606	62.392	47.167	61,7%	26,7%	17,7%	-14,7%	-31,9%	-24,4%
Deudores clientes	15.610	21.984	23.928	10,5%	9,4%	9,0%	46,7%	40,8%	8,8%
Otros activos corrientes	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%		
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>121.139</b>	<b>97.588</b>	<b>82.044</b>	<b>81,7%</b>	<b>41,8%</b>	<b>30,8%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-19,4%</b>	<b>-15,9%</b>
PPE neto	23.616	133.284	183.335	15,9%	57,1%	68,8%	2003,9%	464,4%	37,6%
Diferidos e Intangibles Neto	3.606	2.521	961	2,4%	1,1%	0,4%	143,4%	-30,1%	-61,9%
Valorizaciones, neto	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%		
Otros activos no corrientes	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%		
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>27.222</b>	<b>135.805</b>	<b>184.296</b>	<b>18,3%</b>	<b>58,2%</b>	<b>69,2%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>398,9%</b>	<b>35,7%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>148.361</b>	<b>233.393</b>	<b>266.340</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>57,3%</b>	<b>14,1%</b>
<b>PASIVO</b>									
Obligaciones financieras C.P	0	0	86.141	0,0%	0,0%	32,3%	-100,0%		
Proveedores y Cuentas por pagar	721	89.477	41.170	0,5%	38,3%	15,5%	516,2%	12310,1%	-54,0%
Impuestos gravámenes y tasas	104	133	511	0,1%	0,1%	0,2%	-74,6%	27,9%	284,2%
Obligaciones laborales	489	564	517	0,3%	0,2%	0,2%	15,0%	15,3%	-8,3%
Pasivos estimados y prov.	5.876	5.681	1.095	4,0%	2,4%	0,4%	-6,9%	-3,3%	-80,7%
Diferidos	5.086	6.391	6.532	3,4%	2,7%	2,5%	152,3%	25,7%	2,2%
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>12.276</b>	<b>102.246</b>	<b>135.966</b>	<b>8,3%</b>	<b>43,8%</b>	<b>51,0%</b>	<b>29,2%</b>	<b>732,9%</b>	<b>33,0%</b>
Obligaciones financieras L.P	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%		
Otros pasivos	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%		
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-100,0%</b>		
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>12.276</b>	<b>102.246</b>	<b>135.966</b>	<b>8,3%</b>	<b>43,8%</b>	<b>51,0%</b>	<b>28,2%</b>	<b>732,9%</b>	<b>33,0%</b>
Capital Social	59.855	59.855	59.855	40,3%	25,6%	22,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Prima en colocación de acciones	9.071	9.071	9.071	6,1%	3,9%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Utilidades retenidas no apropiadas	9.749	10.041	11.627	6,6%	4,3%	4,4%	-28,4%	3,0%	15,8%
Reservas	57.410	52.180	49.821	38,7%	22,4%	18,7%	67,0%	-9,1%	-4,5%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>136.085</b>	<b>131.147</b>	<b>130.374</b>	<b>91,7%</b>	<b>56,2%</b>	<b>49,0%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Pasivo + Patrimonio</b>	<b>148.361</b>	<b>233.393</b>	<b>266.340</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>57,3%</b>	<b>14,1%</b>

Flujo de efectivo Millones de COP	IFRS		
	2015	2016	2017
<b>Utilidad Neta</b>	<b>9.749</b>	<b>10.052</b>	<b>11.627</b>
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	-6.693		
<b>Efectivo generado en la operación</b>	<b>3.056</b>	<b>10.052</b>	<b>11.627</b>
Cambios en activos y pasivos operacionales	2.287		
<b>Efectivo neto provisto por actividades operacionales</b>	<b>5.343</b>	<b>10.052</b>	<b>11.627</b>
Movimiento PPE	-82		
Movimiento inversiones negociables	0		
Otros	0		
<b>Efectivo neto después de actividades de inversión</b>	<b>5.260</b>	<b>10.052</b>	<b>11.627</b>
Dividendos	-9.803		
Variación obligaciones financieras	0		
Otros	16.885		
<b>Flujo de caja no operacional</b>	<b>7.082</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## Indicadores financieros

<b>RENTABILIDAD</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ingresos	24.294	30.779	32.049
EBITDA	10.787	12.358	9.251
Crecimiento Ingresos	-15,1%	26,7%	4,1%
Crecimiento EBITDA	-12,1%	14,6%	-25,1%
Margen Operacional	41,8%	38,2%	26,6%
Margen Neto	40,1%	32,7%	36,3%
Margen EBITDA	44,4%	40,2%	28,9%
Ventas/ Activos	16,4%	13,2%	12,0%
ROA	6,6%	4,3%	4,4%
ROE	7,2%	7,7%	8,9%
<b>Liquidez</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Efectivo + inversiones temporales	105.529	75.604	58.116
Razon Corriente	9,87	0,95	0,60
<b>Endeudamiento</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Deuda bruta	0	0	86.141
Deuda /Patrimonio	0,0%	0,0%	66,1%
Deuda fin. / Pasivo Total	0,00%	0,00%	63,35%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	9,02%	77,96%	104,29%
Garantías	17.303	19.814	25.421
<b>Coberturas</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
EBITDA / Deuda Fra.			
Deuda bruta / EBITDA			
(Efectivo + Inversiones Temporales)/ Garantías	6,10	3,82	2,29

## Miembros de 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)