

## CREDIVALORES - CREDISERVICIOS S.A.S.

BRC Standard & Poor's	REVISIÓN PERIÓDICA
<b>ORIGINADOR</b>	<b>Ori AA- (Doble A menos) Perspectiva Positiva</b>
Millones de pesos colombianos (COP) al 31 de diciembre de 2014 Activos: COP439.937. Pasivo: COP282.047. Patrimonio: COP157.890. Utilidad Operacional: COP34.292. Utilidad Neta: COP20.412.	<b>Historia de la calificación:</b> Revisión Periódica abr./14: ori AA- Revisión Periódica abr./13: ori AA- Calificación Inicial Mayo/12: ori AA-

La información financiera incluida en este reporte se basa en estados financieros auditados de 2011, 2012, 2013 y 2014.

### 1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Standard & Poor's en **revisión periódica** mantuvo la calificación de **originador de ori AA-** y asignó **perspectiva positiva** a **Credivalores - Crediservicios S.A.S. (en adelante Credivalores)**.

Una perspectiva evalúa un cambio potencial de la calificación en el largo plazo e incorpora tendencias o riesgos con implicaciones menos ciertas. La perspectiva positiva indica que podemos subir la calificación o mantenerla en un periodo de uno a dos años.

**La estrategia de negocio de Credivalores se mantiene orientada a la originación de créditos de consumo para personas de ingresos medios y bajos, las cuales, en buena medida, no han sido atendidas por los establecimientos de crédito. Además, ofrece financiación para la adquisición de pólizas de seguros para personas naturales y jurídicas. Una de las diferencias competitivas de Credivalores consiste en sus canales de recaudo. En nuestra opinión, estos limitan el riesgo de impago de los deudores, factor evidente a través del buen desempeño de la calidad de la cartera.**

**A diciembre de 2014, la cartera de Credivalores (incluye cartera en el balance, en los patrimonios autónomos y la cartera vendida) alcanzó un crecimiento anual de 20%, porcentaje que está por debajo de lo proyectado por la sociedad en la anterior revisión de la calificación, pero que supera el 13,7% de la cartera de consumo del sector financiero y que está levemente por arriba del 19,5% reportado un año atrás. La sociedad proyecta mantener una tasa de crecimiento**

**cercana al 20% para 2015, lo que consideramos es un reto, por la creciente competencia de establecimientos de crédito con mayor fortaleza patrimonial y debido a la expectativa de menor crecimiento económico del país.** La sociedad continuará profundizando sus actuales líneas de negocio, en especial, TuCrédito (crédito de consumo, cuyo recaudo se realiza a través del descuento directo de las cuotas a la nómina de los empleados) y Crediuno (tarjeta de crédito para personas naturales, cuyo recaudo se realiza por medio de la vinculación de las cuotas a las facturas de servicios públicos del deudor), en las que ha logrado posicionarse en el mercado, gracias a su alto conocimiento comercial y operativo. Con este objetivo, la compañía continúa fortaleciendo su equipo comercial, que creció 10%, entre 2014 y 2013, así como el número de oficinas y el desarrollo de nuevos convenios.

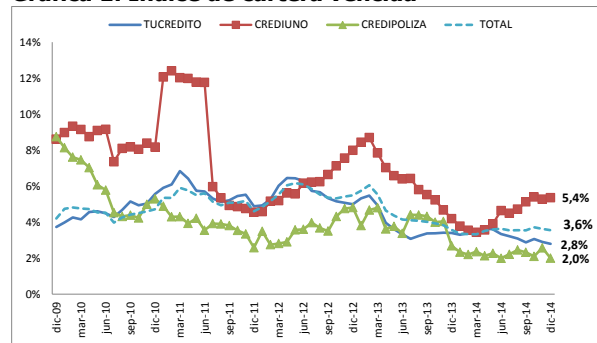
**Como lo mencionamos en la anterior revisión de la calificación, Credivalores sigue afrontando el reto de materializar sus metas de crecimiento sin que ello implique una flexibilización de sus estándares de originación de cartera, que puede afectar la calidad de la misma y reducir la rentabilidad por el mayor gasto en provisiones; lo anterior, pues, en nuestra opinión, el segmento objetivo de la sociedad es vulnerable ante un deterioro en las condiciones económicas del país.** No obstante, la estructura de recaudo, la atomización de la cartera por deudor, su diversificación geográfica y la alta representatividad de créditos a pensionados en TuCredito (40% de la cartera del producto) son aspectos que mitigan, al menos en parte, dicha exposición.

A diciembre 2014, el portafolio de créditos de Credivalores se ha consolidado, principalmente, en los productos TuCrédito y Crediuno, que representan el 60%

y 32% del total de cartera, respectivamente. Entre diciembre de 2014 y diciembre de 2011, los créditos de Crediuno crecieron 70% promedio anual, con lo cual su representatividad pasó a 32% de 11% y, para 2016, esperamos que sea mayor a 40%. Lo anterior derivado de la mayor penetración de los convenios (red de servicios públicos por medio de la cual se hace el recaudo de la cartera) y de su expansión hacia regiones con penetración bancaria moderada. Por su parte, TuCrédito, al ser una línea de negocio más consolidada y con mayor competencia por parte de la banca, mantendría una evolución favorable, pero con tasas de crecimiento más modestas. En el caso de Credipóliza, la administración estima un decrecimiento del producto por aspectos estratégicos en 2015.

**Desde 2013, el indicador de cartera por vencimiento (ICV) de Credivalores presenta una tendencia favorable, y, a diciembre de 2014, se ubicó en 3,6% (Gráfica 1), porcentaje que se compara favorablemente con el 4,6% de la cartera de consumo del sector financiero (cabe señalar que para poder hacer comparables los indicadores con el sector financiero, usamos los saldos de cartera vencida con alturas de mora desde 30 días hasta 360 días, pues Credivalores no realiza castigos de cartera, mientras que el sector bancario sí). Para el cierre de 2015, de acuerdo con el análisis de las cosechas y considerando la mayor representatividad de Crediuno, producto de mayor riesgo en comparación con TuCrédito, es probable que el ICV se deteriore y se ubique entre 4% y 5%, nivel aún competitivo frente al sector financiero. En este sentido, la evolución de la calidad de la cartera y nuestra expectativa sobre su futura sostenibilidad son factores que tendremos en cuenta para evaluar una eventual mejora de la calificación en 2016.**

**Gráfica 1: Índice de cartera vencida\***



Fuente: Credivalores-Crediservicios S.A.S.

Cálculos: BRC Standard & Poor's.

\*Incorpora cartera con altura de mora desde 30 días hasta 360 días.

Las cosechas de TuCrédito del segundo semestre de 2013 y las de 2014, que representan 70% de la cartera del producto, presentan una evolución favorable respecto

de las originaciones de 2011 y 2012. Por su parte, las cosechas de Crediuno de 2013 y 2014, que representan un 60% de la cartera del producto, también presentan una evolución positiva, aunque con alguna variabilidad en la calidad de los desembolsos del cuarto trimestre de 2013. En este sentido, daremos seguimiento a la evolución de la cartera vencida, particularmente a la de Crediuno, ya que esta incrementó 45% anual a diciembre de 2014. Este desempeño estuvo relacionado en gran medida con un efecto de base, pero también con el crecimiento de 38% anual del segmento al mismo corte.

La atomización y la diversificación geográfica de la cartera de Credivalores reducen su exposición al riesgo de crédito. Dado que no esperamos cambios en la estrategia de negocio ni en los nichos de mercado, la colocación de créditos de bajo monto seguirá favoreciendo la sostenibilidad de los indicadores de calidad de cartera. No obstante, encontramos una concentración relevante de los canales de recaudo en los créditos de Crediuno, aspecto relevante, ya que los riesgos operativos de los convenios con las empresas de servicios públicos (ESP) podrían eventualmente afectar los indicadores de calidad de cartera debido a factores ajenos a la capacidad y a la voluntad de pago de los deudores. Credivalores ha atenuado dicho riesgo, al menos en cierta medida, a través del fortalecimiento de la gestión contractual de los convenios y con mecanismos alternos de recaudo.

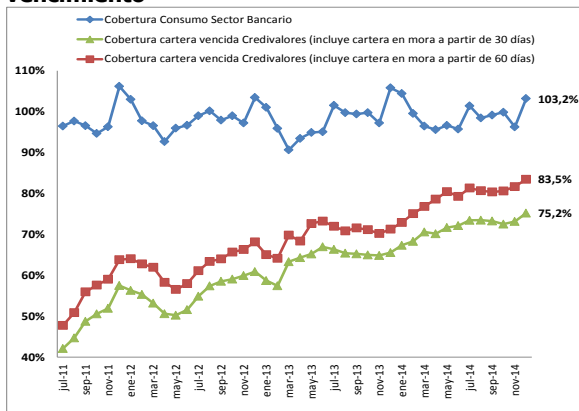
Por otra parte, los créditos a empleados de empresas del sector privado implican un riguroso análisis de riesgo crediticio de los deudores por su menor estabilidad laboral frente a los empleados de entidades públicas, así como de la capacidad de pago de las compañías con las que se celebran convenios de descuento por nómina. Estos aspectos toman relevancia, pues estos créditos incrementaron a 19% de 7% su representatividad en TuCrédito, entre diciembre de 2011 y diciembre de 2014. En este sentido, Credivalores ha establecido un proceso para la vinculación de nuevos convenios de descuento, tal proceso incorpora el análisis de dichos riesgos y de los principales aspectos operativos. Lo anterior, se refleja en la favorable evolución del ICV de esta cartera, que, a diciembre de 2014, se ubicó en 1,85%, valor que se compara favorablemente con el indicador en otros segmentos, como Fuerzas Militares y Policía, Docentes, entre otros. En términos de exposición, no evidenciamos riesgos relevantes, pues la mayor empresa del sector privado representa 3,4% del total de la cartera del producto, a diciembre de 2014.

**Entre diciembre de 2014 y diciembre de 2011, el indicador de cobertura de la cartera por altura de mora mantuvo su evolución favorable y se ubicó en 75,2% de 57,5%, valor con el cual reduce su rezago respecto del indicador de la cartera de consumo del sector bancario, que se mantuvo entre 95% y 105% en el mismo período (Gráfica**

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Standard & Poor's 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.*

2). Para el cierre de 2015, la sociedad proyecta seguir incrementando sus niveles de cobertura para alcanzar un indicador en torno a 90%. En nuestra opinión, la mayor cobertura de los créditos reduce la vulnerabilidad de Credivalores ante un eventual deterioro de la cartera del sector financiero y/o un evento de riesgo operativo con las empresas de servicios públicos. Es importante precisar que Credivalores calcula el monto de sus provisiones con base en un modelo interno. El mismo, de acuerdo con lo informado por la administración, sería revisado en 2015, lo cual podría llevar a un incremento en el valor de las provisiones en 2016.

**Gráfica 2: Indicador de cobertura de cartera por vencimiento\***



Fuente: Credivalores-Crediservicios S.A.S. y Superintendencia Financiera de Colombia.

Cálculos: BRC Standard & Poor's.

\*Incluye el total de cartera vencida

Credivalores dispone de una estructura organizacional (Gráfica 3) que favorece la segregación entre el área comercial, operativa y de riesgo, y, por ende, limita los conflictos de interés. Entre 2013 y 2014, la entidad reforzó su estructura con la creación de la Dirección de Inteligencia de Negocio, cuyo objetivo es mejorar la interacción de los procesos de la fábrica de créditos, el área de riesgo (distinto a crédito) y la generación de información gerencial. Además, en 2014, creó el área de Procesos y Productividad, bajo la Dirección Ejecutiva, con el propósito de incrementar la eficiencia de los procesos a través de una mayor formalización y documentación de los mismos, oportunidad de mejora que mencionamos en la anterior revisión de la calificación. Finalmente, la entidad constituyó un Comité de Auditoría que reporta directamente a la Junta Directiva, lo cual favorece su gobierno corporativo.

Por otra parte, la compañía ha avanzado en la estructuración de un proyecto para generar sinergias operativas y de tecnología con Credifinanciera (compañía de financiamiento cuyo principal accionista tiene la misma estructura accionaria de Credivalores, calificaciones en escala A/BRC 3). **En nuestra opinión,**

la concreción de este proyecto, así como el continuo robustecimiento de la estructura organizacional son positivos, pues propenden por mejorar los estándares operativos, tecnológicos y de gestión de riesgo de Credivalores para equipararlos con los de los establecimientos de crédito. También evaluaremos estos aspectos en 2016 para considerar una eventual mejora de la calificación.

Credivalores ha estructurado un plan de tecnología para modernizar los principales aplicativos que respaldan la originación, ya que, como mencionamos en la anterior revisión de la calificación, existen oportunidades de mejora en materia de trazabilidad, reportes de eventos y generación de reportes gerenciales. Para lo anterior, se fortaleció el recurso humano con la contratación de un Director de Tecnología con amplia experiencia en el sector financiero.

A diciembre de 2014, las principales fuentes de fondeo de Credivalores fueron los créditos de capital de trabajo con establecimientos de crédito (9,9%), las líneas crediticias exclusivas para cada producto (46,5%, la cartera fondeada se traslada a patrimonios autónomos como garantía de las obligaciones), las ventas de cartera (38,7%) y las emisiones privadas de notas en el mercado internacional (5%). **En nuestra opinión, el esquema de fondeo de la sociedad es vulnerable ante una eventual contracción de la liquidez en el mercado o un cambio en la percepción de riesgo de los establecimientos de crédito hacia Credivalores. La entidad mitiga dicho riesgo en cierta medida con algunas líneas de crédito vinculantes (17,6% del total del fondeo, a diciembre de 2014) y con el mayor acceso al mercado de valores, fuentes de fondeo que seguirá profundizando en 2015. Además, en los últimos tres años, hemos observado una evolución positiva de los cupos otorgados por las entidades financieras, así como en su diversificación.**

En 2014, Credivalores continuó diversificando sus fuentes de fondeo a través de emisiones privadas de notas en el mercado internacional por US\$40 millones. En 2015 y 2016, de acuerdo con la administración, esperamos que la entidad realice nuevas emisiones, sujeto a las condiciones de mercado, para refinanciar su deuda, así como para seguir diversificando sus fuentes de financiamiento. De cumplirse tal expectativa, las notas alcanzarían una representatividad entre 20% y 30% en la estructura de fondeo. De lo anterior, su mayor reto es la consecución de recursos a plazos acordes con el de la cartera de créditos. Por otro lado, la compañía vende cartera a entidades financieras, incluido Credifinanciera, lo cual es una fuente adicional de recursos para la entidad.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Standard & Poor's 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.*

Credivalores dispone de un sistema de administración de riesgo de liquidez, el cual, en nuestra opinión, ha mostrado avances favorables; no obstante, aún presenta oportunidades de mejora frente a lo observado en las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera. En particular, el área de tesorería gestiona la liquidez de la compañía a través del análisis de brechas que contemplan escenarios de estrés. La sociedad planea sus necesidades de corto plazo a través de la gestión del flujo de caja del balance y los patrimonios autónomos.

**Entre diciembre de 2014 y diciembre de 2010, el margen operacional de Credivalores aumentó a 22% de 12%, entre otros, gracias al crecimiento de Crediuno, la línea de mayor margen. Esta ha impulsado los ingresos por intereses y comisiones de manejo. Derivado de lo anterior, la utilidad neta creció 49% anual a diciembre de 2014. Tal crecimiento pudo haber sido mayor, pero se vio limitado por el impacto de la devaluación del peso colombiano (COP) en la re expresión de las obligaciones en moneda extranjera, que representaron el 14,4% de los pasivos (incluidos los de los patrimonios autónomos), al mismo corte. En nuestra opinión, el crecimiento de la colocación de tarjetas de crédito seguirá mejorando los márgenes en 2015 y 2016; sin embargo, en la medida que se proyectan nuevas emisiones de notas, una adecuada gestión del riesgo cambiario mitigaría en buena medida el impacto de una eventual depreciación de la moneda.**

A diciembre de 2014, de acuerdo con lo informado por la administración, la devaluación del peso colombiano frente al dólar (US\$) tuvo un efecto negativo en el estado de resultados de Credivalores en un monto superior a los COP7.000 millones, valor que representa más del 30% de las utilidades de 2014. Para 2015, la compañía incrementó sus coberturas con el fin de reducir la exposición cambiaria de cara al pago de los vencimientos de los notas emitidas en 2014. Por su parte, los ingresos por comisiones subieron 45% anual, porcentaje que supera el 26% de los ingresos por intereses.

**Entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014, la relación de solvencia de Credivalores, medida a través de la relación entre el patrimonio y los activos administrados (dentro y fuera de balance), mejoró a 13,2% desde 10,4%, por la capitalización de COP42.840 millones (monto equivalente al 40% del patrimonio a diciembre de 2013), operación que fue suscrita en mayo de 2014. Dicha inyección de recursos, si bien suscitó cambios en la Junta Directiva para dar representatividad al nuevo accionista, no implicó un cambio en la situación de control de la entidad. Para 2015, de acuerdo con las proyecciones de la compañía, prevemos que la solvencia se**

**mantendría estable o presentaría una leve reducción por el crecimiento proyectado en la cartera.** En los últimos tres años, Credivalores ha capitalizado el 100% de sus utilidades, política que mantendría en 2015 y que le permitiría respaldar las metas de crecimiento de cartera. No obstante, el segmento de mercado de la sociedad, personas de medios y bajos ingresos, en nuestra opinión es vulnerable ante un escenario de menor crecimiento económico, como el actual, aunque como lo mencionamos anteriormente, dicha exposición tiene algunos mitigantes. Lo anterior podría afectar las utilidades de 2015 por el mayor gasto de provisiones, y con ello, reducir la capacidad de generación interna de capital.

De acuerdo con la información remitida por la entidad, a diciembre de 2014, Credivalores afrontaba procesos legales en contra por COP1.140 millones, que representan 0,7% del patrimonio; no consideramos que estos puedan afectar su estabilidad patrimonial, en caso de que fueran fallados en contra de Credivalores.

## 2. LA SOCIEDAD Y SU ACTIVIDAD

En 2003, se crearon Credivalores S .A. y Crediservicios S. A., empresas cuyo objetivo era el ofrecimiento de liquidez a los estratos 2, 3 y 4 por medio de créditos funcionales en poblaciones con bajo nivel de bancarización y acceso limitado a la banca tradicional. En 2009, se fusionaron estas dos (2) empresas y se constituyó Credivalores-Crediservicios S.A.S., empresa que mantiene el enfoque de negocio y nicho de mercado de sus predecesoras y que aprovechó las sinergias operativas y las economías a escala entre las dos entidades fusionadas.

Tras un proceso de capitalizaciones y la entrada de nuevos socios en 2009, 2011 y 2014 la estructura accionaria de Credivalores, a diciembre de 2014, era la expuesta en la Tabla 1. De acuerdo con la administración, la última capitalización incluye la opción de nuevas inyecciones de recursos por COP9.300 millones durante 2015.

**Tabla 1: Estructura Accionaria**

Accionista	%
Crediholding	47,27%
Lacrot Inversiones 2014 (Gramercy)	25,27%
Acon Consumer Finance	27,46%

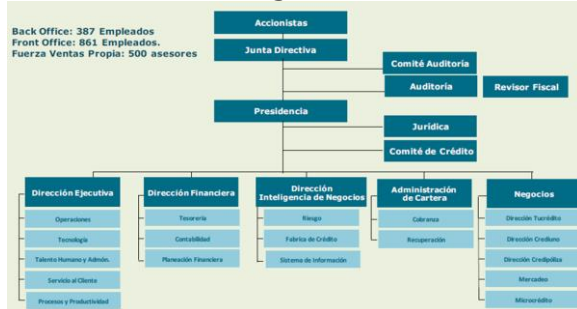
Fuente: Credivalores-Crediservicios S.A.S.

Credivalores implementó un código de gobierno corporativo que regula la interacción entre las diferentes líneas de mando, como lo son los accionistas, la Junta Directiva y la administración. Los miembros de la Junta Directiva tienen una amplia experiencia en el negocio de originación, aunque la inclusión de miembros independientes en este organismo sigue representando una oportunidad de mejora. El comité de riesgos sí

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Standard & Poor's 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.*

cuenta con miembros independientes. Por su parte, la estructura organizacional evidencia una clara separación entre órganos de control y entes funcionales en el desarrollo de la operación (Gráfica 3).

**Gráfica 3: Estructura organizacional**



Fuente: Credivalores-Crediservicios S.A.S.

Las funciones y las atribuciones de cada área de la organización cuentan con un registro documental respaldado por la acreditación en la Norma ISO 9001:2008.

### 3. LÍNEA DE NEGOCIOS

Actualmente, la empresa ofrece 3 productos a sus clientes, los cuales son los siguientes:

- TuCrédito: Créditos de libre inversión a empleados de empresas afiliadas a través de la figura de libranzas.
- Crediuno: Crédito rotativo por medio de la tarjeta de crédito Crediuno, que puede ser utilizada en varios establecimientos comerciales y permite realizar compras de consumo. Los deudores realizan el pago de las cuotas mediante el pago de factura de servicios públicos.
- Credipóliza: Financiación de primas de pólizas de seguros de carácter revocable, en cuotas mensuales, a personas jurídicas o naturales.

### 4. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a bajar la calificación:

- Deterioro del indicador de calidad de cartera mayor a nuestras expectativas.
- El cambio en nuestra expectativa sobre la evolución de cobertura de la cartera.
- Si el impacto de la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés) afecta significativamente a la sociedad, lo cual a la fecha no esperamos que ocurra.

Qué podría llevarnos a subir la calificación:

- La evolución del indicador de calidad de cartera y nuestra perspectiva sobre su sostenibilidad.
- La concreción del proceso de sinergias con Credifinanciera, siempre y cuando redunde en la mejora de los estándares operativos, tecnológicos y de gestión de riesgo de Credivalores y que la coloque al nivel de las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera.

*“La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del cliente y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la calificadora. Es necesario mencionar que se ha revisado la información pública disponible para contrastar con la información entregada por el calificado.”*

*Se aclara que la calificadora de riesgos 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.”*

### 5. CONTINGENCIAS

De acuerdo con la información remitida por Credivalores, a diciembre de 2014, había procesos legales en contra de la empresa por COP1.140 millones, que representan el 0,7% del patrimonio, por lo cual no consideramos que estos puedan afectar su estabilidad patrimonial, en caso de obtener un fallo en contra.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Standard & Poor's 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.*

**6. ESTADOS FINANCIEROS**

**CREDIVALORES CREDISERVICIOS S. A. S.**

**BALANCE GENERAL**

(Cifras en Millones de \$)

ACTIVO	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	Variación anual			
						dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
<b>ACTIVO CORRIENTE:</b>									
Disponible	4.160	16.999	6.529	1.684	8.571	309%	-62%	-74%	409%
Inversiones	42.997	45.754	55.983	45.947	30.106	6%	22%	-18%	-34%
Deudores:									
Anticipo y avances	578	2	5	13	33	-100%	102%	168%	156%
Ingresos por cobrar	8.684	8.011	12.861	21.149	29.421	-8%	61%	64%	39%
Vinculados económicos	11.987	9.144	8.659	7.897	2.331	-24%	-5%	-9%	-70%
Clientes	177.505	198.611	155.115	115.597	142.383	12%	-22%	-25%	23%
Anticipo de impuestos y contribuciones	0	18	192	6	5	0%	991%	-97%	-16%
Varios	13.340	35.677	38.032	51.085	82.007	167%	7%	34%	61%
Provisión deudores	-17.144	-28.059	-39.609	-40.800	-55.771	64%	41%	3%	37%
Total deudores	194.950	223.403	175.254	154.947	200.409	15%	-22%	-12%	29%
Diferidos	3.846	4.493	4.776	4.787	9.498	17%	6%	0%	98%
Total activo corriente	245.953	290.650	242.542	207.364	248.584	18%	-17%	-15%	20%
Intangibles	77.889	86.367	100.204	160.542	184.165	11%	16%	60%	15%
Propiedades y equipo - Neto	274	208	170	149	202	-24%	-18%	-12%	36%
Valorizaciones	308	308	273	277	280	0%	-11%	1%	1%
Diferidos	5.224	1.987	2.050	5.369	6.706	-62%	3%	162%	25%
<b>Total activo</b>	<b>329.649</b>	<b>379.521</b>	<b>345.240</b>	<b>373.702</b>	<b>439.937</b>	<b>15%</b>	<b>-9%</b>	<b>8%</b>	<b>18%</b>
<b>PASIVOS Y PATRIMONIO</b>									
<b>PASIVO CORRIENTE:</b>									
Obligaciones financieras:									
Bancos y Corporaciones financieras	26.717	24.472	3.798	2.750	89.906	-8%	-84%	165%	3169%
Compañías de Financiamiento	1.557	1.237	1.413	1.802	4.767	-21%	14%	-21%	165%
Particulares	28.560	16.026	1.768	4.011	8.459	-44%	-89%	161%	111%
Total obligaciones financieras	56.834	41.734	6.979	8.563	103.132	-27%	-83%	126%	1104%
Cuentas por pagar:									
Costos y gastos por pagar	23.269	6.434	5.852	8.189	8.351	-72%	-9%	2%	2%
Dividendos por pagar	9.589	328	307	0	0	-97%	-7%	-100%	0%
Vinculados económicos	360	234	770	1.083	38	-35%	229%	22%	-96%
Varios	211	4.167	27.911	32.861	24.350	1875%	570%	34%	-26%
Total cuentas por pagar	33.429	11.163	34.840	42.133	32.739	-67%	212%	27%	-22%
Impuestos, gravámenes y tasas	1.442	4.282	4.005	4.446	2.635	197%	-6%	-19%	-41%
Obligaciones laborales	608	761	1.001	1.149	1.345	25%	32%	-15%	17%
Otros pasivos	8.688	37.335	15.949	24.993	28.503	330%	-57%	98%	14%
Total pasivo corriente	101.001	95.275	62.775	81.285	168.354	-6%	-34%	53%	107%
Pasivo No Corriente									
Obligaciones financieras:									
Bancos y Corporaciones financieras	138.809	174.866	152.631	164.475	103.655	26%	-13%	-21%	-37%
Particulares	0	25.466	35.777	20.175	10.038	0%	40%	-11%	-50%
Vinculados económicos	32.068	296	296	296	0	-99%	0%	0%	-100%
Total obligaciones financieras	170.877	200.628	188.703	184.946	113.693	17%	-6%	-19%	-39%
<b>Total pasivos</b>	<b>271.878</b>	<b>295.903</b>	<b>251.478</b>	<b>266.231</b>	<b>282.047</b>	<b>9%</b>	<b>-15%</b>	<b>-1%</b>	<b>6%</b>
<b>PATRIMONIO:</b>									
Capital social	2.159	2.592	73.228	73.228	96.317	20%	2725%	0%	32%
Superavit de Capital	51.590	70.638	2	2	20.214	37%	-100%	0%	1240218%
Reservas	804	1.385	1.385	1.385	3.773	72%	0%	0%	173%
Revalorización del patrimonio	254	0	0	0	0	-100%	0%	0%	0%
Resultado del ejercicio	2.655	6.621	10.178	13.706	20.412	149%	54%	-56%	49%
Resultados ejercicios anteriores	0	2.075	8.696	18.874	16.894	0%	319%	117%	-10%
Superavit por valorizaciones	308	308	273	277	280	0%	-11%	0%	1%
<b>Total patrimonio</b>	<b>57.771</b>	<b>83.618</b>	<b>93.761</b>	<b>107.471</b>	<b>157.890</b>	<b>45%</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>	<b>47%</b>

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Standard & Poor's 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.*

ESTADO DE RESULTADOS	Variación anual								
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
<b>INGRESOS NETOS OPERACIONALES</b>	<b>82.685</b>	<b>98.007</b>	<b>109.438</b>	<b>117.793</b>	<b>154.250</b>	18,5%	11,7%	7,6%	31,0%
<b>GASTOS OPERACIONALES:</b>									
Financieros	27.440	24.996	19.477	21.955	29.149	-8,9%	-22,1%	12,7%	32,8%
Administración	9.288	12.110	8.083	8.194	8.926	30,4%	-33,3%	1,4%	8,9%
Ventas	36.068	46.503	64.766	63.027	81.883	28,9%	39,3%	-2,7%	29,9%
Total gastos operacionales	72.796	83.609	92.326	93.175	119.958	14,9%	10,4%	0,9%	28,7%
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>9.889</b>	<b>14.398</b>	<b>17.112</b>	<b>24.618</b>	<b>34.292</b>	45,6%	18,8%	43,9%	39,3%
INGRESOS NO OPERACIONALES	3.165	1.117	3.251	3.526	1.436	-64,7%	190,9%	8,5%	-59,3%
GASTOS NO OPERACIONALES	4.211	4.074	4.009	6.070	7.136	-3,3%	-1,6%	51,4%	17,6%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA	8.843	11.442	16.354	22.074	28.593	29,4%	42,9%	35,0%	29,5%
PROVISION IMPUESTO SOBRE LA RENTA	3.038	4.821	6.176	8.368	8.180	58,7%	28,1%	35,5%	-2,2%
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>5.805</b>	<b>6.621</b>	<b>10.178</b>	<b>13.706</b>	<b>20.412</b>	14,1%	53,7%	34,7%	48,9%

INDICADORES FINANCIEROS	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14
Margen Operacional	12,0%	14,7%	15,6%	20,9%	22,2%
Margen Neto	7,0%	6,8%	9,3%	11,6%	13,2%
ROA	1,8%	1,7%	2,9%	3,7%	4,6%
ROE	10,0%	7,9%	10,9%	12,8%	12,9%

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Standard & Poor's 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.*

## **CALIFICACIÓN DE ORIGINADOR**

Las escalas entre ori AA y ori B pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.

### **▣ Grado de inversión**

<b>ESCALA</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<b>ori AAA</b>	La calificación ori AAA es la más alta otorgada por BRC Standard & Poor's lo que indica que la compañía tiene una habilidad sumamente fuerte para la originación y administración de los activos objeto de calificación. La estructura organizacional, operativa y financiera, la gestión de riesgos y la calidad de los controles que ejercen los órganos encargados procuran y permiten un proceso de originación y administración con la aplicación de los mejores estándares.
<b>ori AA</b>	La calificación ori AA indica que la compañía tiene una habilidad muy fuerte para la originación y administración de los activos objeto de calificación. La estructura organizacional, operativa y financiera, la gestión de riesgos y la calidad de los controles que ejercen los órganos encargados procuran y permiten un proceso de originación y administración con la aplicación de muy buenos estándares. No obstante, las compañías con esta calificación presentan debilidades de mayor magnitud en comparación con aquellas calificadas en la máxima categoría.
<b>ori A</b>	La calificación ori A indica que la compañía tiene una habilidad fuerte para la originación y administración de los activos objeto de calificación. La estructura organizacional, operativa y financiera, la gestión de riesgos y la calidad de los controles que ejercen los órganos encargados procuran y permiten un proceso de originación y administración con la aplicación de buenos estándares. No obstante, las compañías con esta calificación presentan debilidades de mayor magnitud en comparación con aquellas calificadas en categorías superiores.
<b>ori BBB</b>	La calificación ori BBB indica que la compañía tiene una habilidad adecuada para la originación y administración de los activos objeto de calificación. La estructura organizacional, operativa y financiera, la gestión de riesgos y la calidad de los controles que ejercen los órganos encargados procuran y permiten un proceso de originación y administración con la aplicación de estándares aceptables. Sin embargo, las compañías con esta calificación presentan debilidades de mayor magnitud en comparación con aquellas calificadas en categorías superiores.

### **▣ Grado de no inversión o alto riesgo**

<b>ESCALA</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<b>ori BB</b>	La calificación ori BB indica que la compañía tiene una habilidad baja para la originación y administración de los activos objeto de calificación. La estructura organizacional, operativa y financiera, y la gestión de riesgos podrían ser inadecuadas para el proceso de originación y administración.
<b>ori B</b>	La calificación ori B indica que la compañía tiene una habilidad muy baja o insuficiente para la originación y administración de los activos objeto de calificación.
<b>E</b>	La calificación E indica que BRC Standard & Poor's no cuenta con la información suficiente para calificar.

## **7. 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 Standard & Poor's 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.*