

# BTG Pactual Colombia S.A.

## Informe de Calificación

### Calificaciones

<b>Escala Nacional</b>	
Largo Plazo	AA (col)
Corto Plazo	F1+(col)
<b>Riesgo Soberano</b>	
Largo Plazo en Moneda Extranjera	BBB
Largo Plazo en Moneda Local	BBB

### Perspectivas

Escala Nacional Largo Plazo	Estable
Riesgo Soberano de Largo Plazo en Moneda Extranjera	Negativa
Riesgo Soberano de Largo Plazo en Moneda Local	Negativa

### Indicadores Financieros

#### BTG Pactual Colombia S.A.

(COP millones)	30 sep 2016	31 dic 2015
Total Activos (USD millones)	167	49
Total Activos	468.045	149.637
Total Patrimonio	119.436	110.219
ROAA (%)	2,6	1,5
ROAE (%)	14,0	2,0
Utilidad antes de Impuesto/Patrimonio (%)	14	2,9
Activos Tangibles – Repo Pasivo/ Patrimonio (x)	3,9	1,3
Activos Líquidos/Fondeo de Corto Plazo (%)	124,9	0
Solvencia (%)	114	114

x: veces.

Fuente: BTG Pactual Colombia.

### Analistas

Jairo Espejo  
+571 4846770 Ext. 1980  
[jairo.espejo@fitchratings.com](mailto:jairo.espejo@fitchratings.com)

Andrés Márquez  
+571 4846770 Ext. 1210  
[andres.marquez@fitchratings.com](mailto:andres.marquez@fitchratings.com)

### Factores Clave de las Calificaciones

**Competidor Líder del Mercado de Valores Colombiano:** BTG Pactual Colombia S.A. es una compañía líder en los mercados en los que participa a través de productos innovadores. A septiembre de 2016, ocupaba el primer lugar por volumen de negociación de fondos de inversión colectiva en acciones y la segunda posición en el mercado de renta fija, operaciones simultáneas y derivados.

**Administración de Riesgos Destacada:** Los controles de riesgo de la entidad son robustos y tienen la sofisticación suficiente para los requerimientos del riesgo asumido por la comisionista. Debido a las sinergias en administración de riesgos con su matriz, los modelos se han mejorado y se han incluido nuevos escenarios de estrés acordes a la política global de BTG Pactual.

**Niveles de Patrimonio Suficientes:** En la primera mitad de 2015, la entidad recibió una capitalización de su casa matriz por COP30 mil millones, lo que le permitió aumentar los niveles de solvencia de un promedio de 40% a cerca de 100%. A septiembre de 2016, el indicador de solvencia resultó en 114% y la administración espera que se mantenga al cierre de 2016, en congruencia con el aumento de utilidades retenidas y, por tanto, del patrimonio técnico.

**Etapa de Crecimiento del Balance:** Los activos de la compañía sumaban COP468 mil millones a septiembre de 2016, siendo las operaciones simultáneas las más representativas. Luego de un evento reputacional en noviembre de 2015, la entidad se encuentra en un proceso de recomposición del balance y espera que esta situación continúe en el corto y mediano plazo.

**Diversificación de Ingresos:** La entidad cuenta con una fuente de ingresos diversificada y espera que los productos no transaccionales y que tienen ingresos recurrentes por comisiones de administración aumenten de 50% a 70%. Para Fitch Ratings, esto constituye una fortaleza frente al mercado y permite potenciar los ingresos mediante las sinergias de los diferentes negocios.

**Recuperación de Rentabilidad y Generación de Ingresos:** Históricamente, BTG Pactual Colombia se ha destacado en el sector por su generación de utilidades y rentabilidad. Luego de la afectación reputacional de finales de 2015, la entidad ha recuperado la senda de generación de utilidad y prevé que el año 2016 será incluso mejor que 2014. Los retornos sobre activo y sobre patrimonio fueron de 2.6% y 10.1%, respectivamente, a septiembre de 2016.

### Sensibilidad de las Calificaciones

Las calificaciones de BTG Pactual Colombia están limitadas por la naturaleza de su negocio, a pesar de que la entidad es líder del mercado en el que opera y tiene una generación fuerte de ganancias y una fortaleza patrimonial destacada. Las calificaciones podrían verse afectadas si la utilidad antes impuestos sobre patrimonio resultara por debajo de 5% y el apalancamiento medido como la relación del activo tangible (menos operaciones repo pasivas) sobre patrimonio fuese mayor a 20 veces (x).

## Entorno Operativo

### *Desafíos Macroeconómicos en la Economía Colombiana*

La calificación soberana de Colombia fue afirmada en 'BBB' con Perspectiva Negativa en julio de 2016, como reflejo de las preocupaciones de Fitch sobre el déficit en cuenta corriente y la importancia de una reforma estructural de la economía colombiana. El crecimiento de la economía fue de 1,99% en el segundo trimestre de 2016, por debajo de 3,09% observado en el mismo período de 2015. Por su parte, la inflación completó en septiembre 20 meses por encima del rango meta del Banco de la República, estando en 7,27%; Fitch pronostica que este comportamiento se mantendrá a finales de 2016.

El sector de comisionistas de bolsa en Colombia es concentrado debido a que existen 20 entidades y cinco tienen 80% de las utilidades del sector. Aquellas con respaldo bancario son los principales competidores por su fortaleza patrimonial y las sinergias en tecnología, administración de riesgos y referenciación de clientes con sus casas matrices. Para Fitch, el mercado de valores colombiano está en etapa de desarrollo, considerando la baja penetración financiera del país y el desarrollo limitado del mercado accionario. La expectativa de crecimiento del sector es alta.

Las comisionistas de bolsa son vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y cumplen con los mismos requerimientos que los establecimientos bancarios. En los últimos años, Fitch destaca la obligatoriedad de realizar las operaciones de simultáneas de todos los sistemas transaccionales por la Cámara de Riesgos de Contraparte, lo cual, aunque elimina el riesgo de contraparte, presiona la rentabilidad de las entidades por la comisión pagada por este servicio nuevo.

## Perfil de la Compañía

### *Comisionista Líder del Mercado Colombiano*

BTG Pactual Colombia es una comisionista de bolsa líder del mercado de capitales colombiano, fundada en 1953 bajo el nombre de Bolsa y Renta. En 2013, el banco de inversión BTG Pactual decidió comprar las operaciones en el país, manteniendo a la mayoría del personal e impulsando la operación con sinergias operativas, mejores prácticas de administración de riesgos y negocios nuevos.

A septiembre de 2016, BTG Pactual Colombia contaba con 250 colaboradores y dos vehículos de operación: la sociedad comisionista y la fiduciaria. Su oferta de productos amplia está dirigida a clientes con un perfil alto; la entidad no atiende a clientes minoristas. Fitch destaca las iniciativas de su modelo de mercado de arquitectura abierta, lo cual es nuevo en Colombia y diferencia la oferta de valor de la entidad que consistente en administración, gestión, distribución y custodia.

### *Franquicia Fuerte*

La entidad es líder en todos los mercados en los que participa. A septiembre de 2016, ocupaba el segundo lugar por volumen de negociaciones en el mercado colombiano de renta fija, operaciones simultáneas y derivados. De igual forma, la negociación de acciones es dinámica y la realiza principalmente por cuenta de terceros (clientes) y fondos de inversión colectiva (FICs). Por su parte, de comisionistas de bolsa colombianas, es la tercera entidad por nivel de patrimonio, lo cual es fundamental para atender negocios de tamaño mayor. Fitch destaca que BTG Pactual Colombia ha mantenido su posición de mercado, incluso después de su retiro voluntario del Programa de Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda en diciembre de 2015.

En el último año, la franquicia de la entidad se ha beneficiado de las sinergias generadas con la fiduciaria, principalmente por el aumento de la oferta de valor a sus clientes. Fitch considera importante esta decisión, dado que era la única entidad que no tenía fiduciaria de los cinco

## Metodología Relacionada

[Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras no Bancarias \(Octubre 21, 2016\).](#)

principales competidores. En particular, este nuevo vehículo incrementa los negocios de fiducia de inversión a través de patrimonios autónomos. A septiembre de 2016, contaba con recursos por COP190 mil millones y espera terminar 2016 en COP250 mil millones, cifra que le permitiría superar a otros competidores importantes del sector.

#### *Modelo de Negocio*

La entidad genera ingresos a partir de cuatro fuentes: comisiones de clientes, administración de fondos, honorarios por banca de inversión e ingresos por posición propia. Fitch destaca que, en medio de un evento reputacional al finalizar 2015, la entidad logró mantener una generación de ingresos suficientes para obtener utilidad. Adicional a lo anterior, los negocios de banca de inversión se han dinamizado desde 2013, debido al historial reconocido de BTG Pactual en la región.

#### *Estructura Organizacional*

La estructura organizacional es de complejidad baja y se basa en el principio de sociedad, en el cual todos los directores y principales ejecutivos son socios. La entidad cuenta con apoyo adicional de su matriz en la forma de personal, mejora de procesos y tecnología.

### **Administración y Estrategia**

#### *Calidad de la Administración*

BTG Pactual Colombia cuenta con personal con los más altos estándares éticos y profesionales. La mayoría de sus ejecutivos proviene de la entidad anterior, Bolsa y Renta, por lo que cuenta con un conocimiento alto de las operaciones y los clientes de la franquicia. Además, la matriz apoya las operaciones con profesionales con experiencia internacional vasta en el mercado de capitales, lo que enriquece las discusiones en los diferentes comités y la Junta Directiva.

#### *Gobierno Corporativo*

En opinión de Fitch, BTG Pactual Colombia sigue buenas prácticas de su matriz en materia de gobierno corporativo y garantiza las opiniones independientes en la toma de decisiones. La comisionista de bolsa cuenta con un código de buen gobierno corporativo y uno de ética. En estos define su misión, visión, valores y el papel de los órganos de dirección y administración, tales como la Asamblea de Accionistas y la Junta Directiva, así como los procedimientos para la selección y gestión del desempeño del personal y los criterios de remuneración.

La Junta Directiva es el máximo órgano administrativo de la comisionista de bolsa y se compone de cinco miembros principales, cada uno con su respectivo miembro suplente. Son elegidos por la Asamblea General de Accionistas para períodos de 2 años, con opción de renovar su período o ser removidos en cualquier momento. A la fecha de este análisis, tres de sus miembros eran independientes y, para la toma de decisiones, se requiere de un quórum de al menos tres miembros para deliberar.

#### *Objetivos Estratégicos*

Los objetivos estratégicos de la entidad se basan en el fortalecimiento de su posición líder en el sector colombiano de comisionistas, impulsar los servicios de la fiduciaria y ser líderes en el modelo de arquitectura abierta de fondos. Adicional a lo anterior, el retorno al Programa de Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda es un objetivo esencial.

#### *Ejecución*

Históricamente, la entidad ha sido capaz de cumplir las metas y los presupuestos propuestos. Sin embargo, en el año 2015, debido al evento reputacional mencionado, las metas no fueron alcanzadas. Al respecto, la calificadora considera que las cifras reportadas durante 2016 son muestra suficiente para demostrar que la coyuntura ha sido superada y la senda de crecimiento

orgánica se retomó. A septiembre de 2016, las metas de ingresos operativos y generación de utilidades se han cumplido en 100%.

## **Apetito de Riesgo**

### *Nivel de Riesgo Alto dada la Naturaleza del Negocio*

El apetito de riesgo de la entidad es alto pero acorde con su modelo de negocios y está compensado por la política de coberturas realizadas en cada una de las operaciones, los controles establecidos por la administración y la entrada de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte para la eliminación del riesgo de contraparte en las operaciones simultáneas. La Junta Directiva es la encargada de definir el riesgo deseado y los controles relacionados.

### *Controles de Riesgo*

Los controles de riesgo de la entidad son robustos y tienen la sofisticación suficiente para los requerimientos del riesgo asumido por la comisionista de bolsa. Debido a las sinergias en administración de riesgos con su matriz, los modelos se han mejorado y se han incluido nuevos escenarios de estrés acordes a la política global de BTG Pactual.

La entidad cuenta con varios comités, entre los que destacan el Comité de Riesgos, el Comité de Inversiones y el Comité de Nuevos Productos. Al interior del Comité de Riesgos se analizan los riesgos de crédito, liquidez y mercado. La periodicidad de los comités es mensual y tienen la participación del Presidente de la compañía y las áreas relacionadas.

Fitch destaca el control intradía de la exposición de cada una de las operaciones realizadas por la entidad, el cual se hace para cada uno de los productos. Lo anterior permite identificar la exposición individual de cada una de las mesas de dinero. Las herramientas más utilizadas son el cálculo de sensibilidades del precio de los activos, el cálculo de los niveles de liquidez por posición propia, modelos de valor en riesgo normativos e internos, y pruebas de estrés y *backtesting*. De igual forma, las herramientas tecnológicas de administración de riesgos de la entidad calculan los niveles solvencia en línea y controlan que las operaciones se realicen con la autorización previa de los clientes.

La medición y control del riesgo de liquidez se probó durante la afectación reputacional a finales de 2015. La calificadora destaca la utilidad de dicho mecanismo. La entidad cuenta con las siguientes medidas en la activación del plan de contingencia: utilizar las fuentes de fondeo disponibles (cupos intradía y tesorería de bancos), acudir al Banco de la República, vender inversiones y solicitar capital adicional a su matriz. La entidad enfrentó la situación de liquidez con recursos propios mediante la venta de inversiones y no necesitó acudir a sus líneas de crédito con los bancos.

### *Crecimiento*

El crecimiento de la utilidad neta de la compañía se vio afectado por la coyuntura de finales de 2015. Sin embargo, la entidad recuperó la senda de crecimiento de manera rápida y, a septiembre de 2016, ya superaba los niveles de beneficios de todo el año 2014 (previo a la crisis). A finales de 2015, la entidad presentó una disminución en sus actividades al liquidar las inversiones en un período de tiempo corto y tener la mayoría del activo del balance en liquidez. Las estimaciones de crecimiento de activos bajo administración son conservadoras, dado el crecimiento económico menor en Colombia; la administración espera cerrar 2016 con activos bajo administración de clientes superiores a los del cierre de 2015. Fitch considera que la entidad tiene la capacidad financiera, comercial y operativa para alcanzar los objetivos establecidos.

### *Riesgo de Mercado*

La Junta Directiva autoriza los lineamientos del riesgo de mercado mediante los límites de exposición máxima y valor en riesgo máximo para los portafolios de posición propia. A septiembre

de 2016, los límites estaban definidos por tipo de producto y los más representativos eran los de operaciones repos y simultáneas, y derivados. A diciembre de 2016, los límites de exposición por tipo de producto, consumo de caja y uso de garantías eran definidos por el comité de riesgos y aprobados por la junta directiva para cada una de las líneas de negocio, así como para el consolidado de la firma; estos se monitorean en tiempo real.

## Perfil Financiero

### Calidad del Activo

#### *Etapas de Crecimiento del Balance*

El activo de la compañía está compuesto en 73% por inversiones (posición propia), 13% por caja y 14% por otros activos, generando un uso de balance alto a septiembre de 2016, aunque menor que el presentado antes de la coyuntura reputacional de finales de 2015. Los activos de la compañía sumaban COP468 mil millones a septiembre de 2016, siendo las operaciones de simultáneas las más representativas. Fitch considera que la entidad se encuentra en un proceso de crecimiento del activo y espera que esto se presente en el corto y mediano plazo.

Luego del evento reputacional de su casa matriz ocurrido en noviembre de 2015, la reputación de la subsidiaria en Colombia fue afectada, ya que una parte de los clientes de la comisionista decidió retirar sus recursos de la firma en un período de tiempo corto. Al respecto, la administración optó liquidar todas sus posiciones para minimizar el riesgo de liquidez de la compañía. Dado que BTG Pactual Colombia decidió no hacer uso de sus cupos de crédito con los bancos, el balance de la entidad pasó de COP1,3 billones a COP150 mil millones en pocos meses. El efectivo aumentó de COP36 mil millones a COP70 mil millones y las operaciones de simultáneas descendieron COP537 mil millones.

Los fondos administrados totalizaban COP1,6 billones al cierre de septiembre de 2016, con un crecimiento 27% en comparación con el del cierre de 2015, momento en el cual la compañía atravesaba la coyuntura reputacional mencionada. Los fondos de mayor crecimiento son los de renta fija y los de mercados internacionales. Fitch considera que el proceso de recuperación ha sido más rápido de lo esperado y espera que continúe durante el resto de 2016. Lo anterior deriva de la fortaleza de la franquicia y el lanzamiento de nuevos productos: fondos de deuda privada, fondos inmobiliarios y fideicomisos de inversión en patrimonios autónomos (estos últimos administrados por la fiduciaria). A septiembre de 2016, los fondos administrados habían recuperado el nivel previo al evento reputacional.

### Ganancias y Rentabilidad

#### *Recuperación de la Utilidad y Rentabilidad*

Históricamente, la entidad se ha destacado por la generación de utilidades y rentabilidad en el sector. Luego de la coyuntura reputacional de finales de 2015, la entidad ha recuperado la senda de generación de utilidad y prevé que el año 2016 será incluso mejor que 2014 y 2015. Los retornos sobre activo y sobre patrimonio eran de 2,6% y 10,1%, respectivamente a septiembre de 2016, todavía por debajo de la media de sus competidores (6,3% y 13,1%). Fitch espera que las mejoras en rentabilidad sean aún mayores a finales de 2016.

La generación de ingresos es diversificada y tiene dos componentes: uno recurrente y otro dependiente del mercado. La generación de ingresos recurrentes deriva principalmente de las comisiones generadas por la administración de patrimonio de clientes, la administración de activos y la banca de inversión. Al respecto, Fitch considera que los servicios de banca de inversión están en la etapa de crecimiento exponencial debido a los nuevos negocios de la red global de BTG Pactual. Por su parte, las comisiones de administración de activos muestran la solidez de la franquicia y, por lo tanto, la sostenibilidad de este tipo de ingresos.

La generación de ingresos dependientes del mercado son consecuencia del negocio de posición propia y los productos transaccionales, los cuales están vinculados a las oportunidades de inversión en el mercado en cada momento del año. Al respecto, la calificadora considera que lo anterior es propio de la naturaleza del mercado y no espera que dicha volatilidad cambie en el corto y mediano plazo.

La entidad espera que los ingresos recurrentes de las áreas de administración de patrimonio de clientes, administración de activos y banca de inversión lleguen a 70% de los ingresos. Dada la recuperación de la generación del ingreso y la estabilidad del gasto total, las utilidades repuntaron en los últimos 12 meses a septiembre de 2016 y ubicaron a la entidad en el tercer lugar entre las comisionistas de bolsa de Colombia por utilidades del mercado, detrás de Credicorp Capital y Valores Bancolombia.

## Capitalización y Apalancamiento

### *Patrimonio Suficiente para Sustentar la Operación*

En la primera mitad de 2015, la entidad recibió una capitalización de su casa matriz por COP30 mil millones, lo que le permitió aumentar los niveles de solvencia de un promedio de 40% a cerca de 100%. Además, estos recursos ayudaron a mantener las operaciones de los clientes, dada la nueva exigencia del indicador de liquidez para las comisionistas de bolsa.

A septiembre de 2016, el indicador de solvencia era de 114% y la administración espera que se mantenga al cierre de 2016, acorde con el aumento de utilidades retenidas y, por tanto, del patrimonio técnico. Fitch considera que el nivel de solvencia es holgado y superior al de sus principales competidores del mercado, lo que le permite continuar con el proceso de apalancamiento del balance y alcanzar de forma cómoda un nivel de activos cercanos de COP1 billón.

## Fondeo y Liquidez

### *Recuperación de Cupos de Bancos y Contraparte*

El fondeo de la entidad se basa en operaciones simultáneas pasivas. En diciembre de 2014, estas alcanzaron un nivel cercano a COP0,9 billones, mientras que en diciembre de 2015 se habían liquidado las posiciones y el balance estaba totalmente sin deuda ni operaciones simultáneas. A septiembre de 2016, esta situación se había revertido y los niveles de operaciones pasivas de simultáneas resultaban en 33% de lo presentado a finales de 2014. De igual forma, el indicador de liquidez es holgado y, a la fecha mencionada, era de 1.072%. La calificadora espera que este nivel se mantenga en el corto y mediano plazo.

El uso de capital, medido como la relación de activos sobre patrimonio, era cercano a 4x a septiembre de 2016 y la entidad tiene el objetivo de crecer dicha relación a los niveles que tenía antes de noviembre de 2015. Dado que el balance disminuyó de forma considerable luego del evento reputacional, BTG Pactual Colombia tiene un margen amplio de crecimiento.

La comisionista de bolsa se encuentra en la etapa final de la recomposición del fondeo con los bancos, luego del evento reputacional de finales de 2015. Estos cupos son relevantes para la operación diaria y, a septiembre de 2016, la entidad contaba con cupos de crédito intradía y de tesorería suficientes para el desarrollo normal de los negocios. Fitch espera que, para finales de 2016, se recuperen cupos de créditos que fueron cerrados. Por su parte, los cupos de contraparte en sistemas transaccionales también se han venido recuperando y, a septiembre de 2016, el nivel de cupos era similar al de antes de noviembre de 2015. La calificadora considera que los cupos que aún están cerrados en los sistemas transaccionales son pequeños y se irán recuperando paulatinamente en los próximos meses.

## Análisis de Pares

### *Comisionista de Bolsa Líder del Mercado de Valores Colombiano*

BTG Pactual Colombia es una comisionista de bolsa que ha sido líder del mercado de valores Colombiano durante los últimos 60 años. La franquicia es fuerte y se beneficia de las sinergias comerciales, tecnológicas y de administración de riesgo con su matriz, BTG Pactual. A la fecha las entidades más importantes por nivel de patrimonio y participación en negociación pertenecen a un grupo financiero fuerte, esto hace una diferenciación clara dentro del mercado y para Fitch es una ventaja competitiva de la entidad a destacar.

Los principales competidores de la entidad son Credicorp Capital y Valores Bancolombia, entidades con respaldo bancario y sinergias fuertes de referenciación de clientes, buenas prácticas de gobierno corporativo y tecnología. El mercado es concentrado por lo que la estabilidad del negocio es alta para las entidades más importantes.

Fitch considera que BTG Pactual tiene la desventaja de no ser parte del Programa de Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda, aunque la entidad esperara volver al mismo en enero de 2017, por lo que espera que al momento de entrar a dicho mecanismo pueda reforzar su ventaja competitiva en el mercado. Adicional a lo anterior Fitch destaca la relación baja de repos pasivos sobre patrimonio de la entidad, indicador que se ubica en 80% a septiembre de 2016. Salvo algunas excepciones el mercado presenta niveles superiores al 100% en este indicador.

## Balance General

(COP millones)	2013	2014	2015	Sep 2016
Total Activo	465.647	1.044.311	149.637	468.054
Efectivo	21.353	13.915	45.675	62.772
Bancos y Otras Entidades Financieras	-	-	45.670	62.767
Operaciones Mercado Monetario	384.465	964.675	-	105.459
Operaciones Simultáneas	-	-	-	105.459
Inversiones y Operaciones con Derivados	32.028	36.668	1.264	238.518
Cuentas por Cobrar	1.094	687	68.642	32.504
Activos Materiales	1.350	-	15.182	12.732
Otros Activos	1.946	1.819	18.873	16.069
Total Pasivo	394.781	963.962	39.418	348.618
Instrumentos Financieros a Costo Amortizado	364.384	921.727	-	325.682
Créditos de Bancos y Otras Obligaciones	1.211	1.765	1.204	1.082
Cuentas por Pagar	1.124	1.196	7.568	2.598
Obligaciones Laborales	1.209	402	1.366	17.030
Provisiones	-	-	29.280	2.226
Patrimonio	70.866	80.349	110.219	119.436

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

## Estado de Resultados

(COP millones)	2013	2014	2015	Sep 2016
Ingresos Totales	65.006	83.617	80.638	83.189
Banca de Inversión	3.205	4.852	8.112	5.771
Posición Propia	14.408	21.871	19.550	9.247
Administración de Activos	7.819	10.314	14.924	11.190
Administración de Patrimonio	36.300	37.457	34.788	32.919
Intereses	3.274	9.123	3.264	24.062
Gastos Totales	62.853	74.541	77.411	66.462
Bonos	18.579	22.210	16.660	11.253
Salarios y Beneficios	22.451	25.187	27.759	26.277
Otros Salarios y Beneficios	-	233	181	2.042
Gastos Administrativos	19.414	23.738	28.864	22.642
Gastos Impuestos	2.409	3.173	3.947	4.248
Utilidad antes de Impuestos	2.153	9.076	3.227	16.727
Impuesto Renta y CREE	4.794	446	(1.036)	(4.655)
Otros Ingresos y Gastos	9.589	891	(2.072)	(9.310)
Utilidad Neta	6.948	9.521	2.191	12.072

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

## Indicadores

(%)	2013	2014	2015	Sep 2016
ROAA	1,5	1,3	0,4	5,2
ROAE	9,8	12,6	2,3	14,0
Utilidad antes de Impuestos/Patrimonio	3,0	12,0	3,4	19,4
Activos Tangibles – Repo Pasivo/Patrimonio (veces)	6,4	12,3	1,3	3,0
Activos Líquidos/Fondeo de Corto plazo	120,2	110,1	0,0	124,9
Apalancamiento (veces)	6,6	13,0	1,4	3,9
Valor en Riesgo/Patrimonio	-	0,87	0,6	0,2
Solvencia	33,87	38,87	114,57	114

Fuente: Cálculos de Fitch.

**Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".