

## Reporte de calificación

---

CUARTA EMISIÓN DE BONOS  
ORDINARIOS 2009 POR \$750.000  
MILLONES GRUPO AVAL ACCIONES Y  
VALORES S. A.

QUINTA EMISIÓN DE BONOS  
ORDINARIOS 2016 POR \$300.000  
MILLONES GRUPO AVAL ACCIONES Y  
VALORES S. A.

SEXTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS  
2017 POR \$400.000 MILLONES GRUPO  
AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

**Contactos:**

**Andrés Marthá Martínez**  
[andres.martha@spglobal.com](mailto:andres.martha@spglobal.com)  
**Juan Sebastián Pérez Alzate**  
[juan.perez1@spglobal.com](mailto:juan.perez1@spglobal.com)

## BONOS GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

## I. CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

## RESUMEN DE MONTOS Y PLAZOS

| Emisiones  | Series      | Fecha de emisión | Fecha de vencimiento | Monto insoluto * |
|--|-------------|------------------|----------------------|------------------|
| CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009<br>POR \$750.000 MILLONES GRUPO AVAL<br>ACCIONES Y VALORES S. A. | A - 10 años | 03-dic-09        | 03-dic-19            | 279.560          |
|  | A - 15 años | 03-dic-09        | 03-dic-24            | 124.520          |
| QUINTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2016<br>POR \$300.000 MILLONES GRUPO AVAL<br>ACCIONES Y VALORES S. A. | A - 10 años | 24-nov-16        | 24-nov-26            | 93.000           |
|  | A - 20 años | 24-nov-16        | 24-nov-36            | 207.000          |
| SEXTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2017<br>POR \$400.000 MILLONES, GRUPO AVAL<br>ACCIONES Y VALORES S. A. | A - 3 años  | 28-jun-17        | 28-jun-20            | 100.000          |
|  | A - 25 años | 28-jun-17        | 28-jun-42            | 300.000          |

\* millones de pesos colombianos (COP)

## CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009 POR \$750.000 MILLONES GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

|  |  |
|--|--|
| <b>Emisor:</b>                           | Grupo Aval Acciones y Valores S. A.                        |
| <b>Monto calificado:</b>                 | COP750.000 millones  |
| <b>Monto en circulación:</b>             | COP404.080 millones  |
| <b>Serie:</b>                            | A  |
| <b>Fecha de colocación:</b>              | 03/12/2009   |
| <b>Plazos:</b>                           | 10 y 15 años   |
| <b>Rendimiento</b>                       | 10 años: IPC+4,84% y 15 años: IPC+5,20%                    |
| <b>Periodicidad de intereses:</b>        | Trimestre vencido  |
| <b>Pago de capital:</b>                  | Al vencimiento   |
| <b>Administrador:</b>                    | Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A. |
| <b>Representante de los tenedores:</b>   | Alianza Fiduciaria S. A.                                   |
| <b>Agente estructurador y colocador:</b> | Corporación Financiera Colombiana S. A.                    |
| <b>Garantía:</b>                         | Capacidad de pago del emisor                               |

## QUINTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2016 POR \$300.000 MILLONES GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

|  |  |
|--|--|
| <b>Emisor:</b>                                 | Grupo Aval Acciones y Valores S. A.                        |
| <b>Monto calificado:</b>                       | COP300.000 millones  |
| <b>Monto en circulación:</b>                   | COP300.000 millones  |
| <b>Serie:</b>                                  | A  |
| <b>Fecha de colocación:</b>                    | 24 de noviembre de 2016                                    |
| <b>Plazos:</b>                                 | 10 y 20 años.  |
| <b>Rendimiento</b>                             | 10 años: IPC+3,86%. 20: años IPC + 4,15% E.A.              |
| <b>Periodicidad de intereses:</b>              | Trimestre vencido  |
| <b>Pago de capital:</b>                        | Al vencimiento   |
| <b>Administrador:</b>                          | Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A. |
| <b>Representante de los tenedores:</b>         | Alianza Fiduciaria S. A.                                   |
| <b>Agente estructurador y líder colocador:</b> | Corporación Financiera Colombiana S. A.                    |
| <b>Garantía:</b>                               | Capacidad de pago del emisor                               |

**SEXTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2017 POR \$400.000 MILLONES GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.**

|  |  |
|--|--|
| <b>Emisor:</b>                           | Grupo Aval Acciones y Valores S. A.                        |
| <b>Monto calificado:</b>                 | COP400.000 millones  |
| <b>Monto en circulación:</b>             | COP400.000 millones  |
| <b>Serie:</b>                            | A  |
| <b>Fecha de colocación:</b>              | 28 de junio de 2017  |
| <b>Plazos:</b>                           | 3 y 25 años.   |
| <b>Rendimiento</b>                       | 3 años: IPC+2,69%. 25 años: IPC+3,99%                      |
| <b>Periodicidad de intereses:</b>        | Trimestre vencido  |
| <b>Pago de capital:</b>                  | Al vencimiento   |
| <b>Administrador:</b>                    | Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A. |
| <b>Representante de los tenedores:</b>   | Fiduciaria Central S. A.                                   |
| <b>Agente estructurador y colocador:</b> | Corporación Financiera Colombiana S. A.                    |
| <b>Garantía:</b>                         | Capacidad de pago del emisor                               |

## II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

BRC Investor Services S.A. SCV confirmó su calificación de ‘AAA’ de la Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 por COP750.000 millones, la Quinta Emisión de Bonos Ordinarios 2016 por COP300.000 millones de pesos y a la Sexta Emisión de Bonos Ordinarios 2017 por COP400.000 millones del Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

## III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

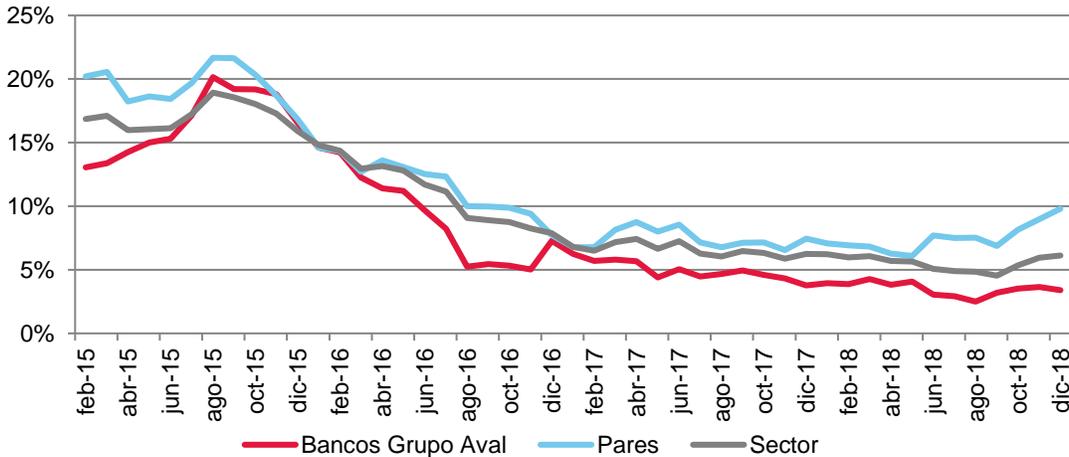
**Calidad de administración y enfoque estratégico: Robusta posición de negocio en los mercados financieros de Colombia y Centroamérica.**

En 2017 y 2018, el entorno económico en Colombia redujo el ritmo de expansión de la cartera del sistema bancario con una tasa de crecimiento promedio de 7,5% anual, mientras que entre 2015 y 2016 fue de 15,4%. Los bancos del Grupo Aval no han sido ajenos a este entorno con lo cual su crecimiento de los últimos dos años se ha ubicado en los niveles más bajos de la última década; el Gráfico 1 muestra que su ritmo de expansión ha sido inferior de la industria y sus pares.

Si bien este comportamiento ha derivado en una disminución en la participación del grupo en el mercado de crédito bancario, la cual pasó a 25% en diciembre de 2018 desde 26,2% en diciembre de 2016, nuestro análisis de posición de negocio incorpora que el menor crecimiento frente a sus pares se relaciona con las prácticas prudentes de originación de créditos en medio de un entorno económico retador. Asimismo, al analizar la pérdida de participación por segmentos, observamos que se ha concentrado en crédito comercial para clientes corporativos, donde la competencia a través tasas de colocación ha sido agresiva y frente a lo cual los bancos del grupo han privilegiado el sostenimiento del margen de intermediación más que la defensa de su participación de mercado.

Como mencionamos más adelante en el documento, esta postura ha dado como resultado que el agregado de los bancos del Grupo Aval muestre mejores indicadores de calidad de activos y de rentabilidad frente a sus pares. Asimismo, la participación de mercado en segmentos de alta prioridad estratégica, como crédito hipotecario, libranzas y tarjetas de crédito, ha sostenido una tendencia favorable en los últimos dos años. En nuestra opinión, estos elementos denotan una adecuada ejecución de la estrategia corporativa.

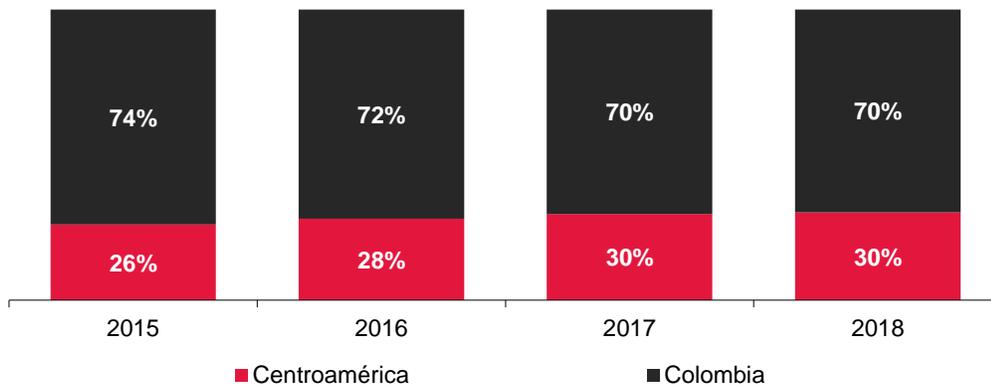
**Gráfico 1**  
Crecimiento anual de la cartera bruta en Colombia



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV

Además de la fuerte posición de negocio en el mercado colombiano, consideramos que el perfil crediticio del Grupo Aval se beneficia de su amplia diversificación geográfica por cuenta de su operación en Centroamérica, cuya representatividad sobre el total de los activos se ha mantenido estable en 30% (ver Gráfico 2). En nuestra opinión, la operación en Centroamérica ha resultado positiva para el Grupo Aval en la medida que le ha permitido amortiguar el entorno económico retador en Colombia de los últimos dos años. Adicionalmente, el BAC International Bank (calificación crediticia en moneda extranjera y escala global de BB+/Estable/A-3 por S&P Global Ratings), que es la entidad más representativa del Grupo Aval en Centroamérica, sostiene una posición de liderazgo en los países donde opera (Panamá, Costa Rica, Guatemala, Honduras, El Salvador y Nicaragua) con una participación de mercado en torno a 10%. Asimismo, esta entidad se ha caracterizado por sostener favorables indicadores de rentabilidad y capital, lo cual denota su adecuado perfil crediticio.

**Gráfico 2**  
Distribución geográfica de los activos del Grupo Aval



Fuente: Grupo Aval. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV

Como emisor de bonos y acciones en el mercado internacional, el Grupo Aval cumple con los estándares de revelación de información y estructura de gobierno corporativo exigidos por la Comisión de Bolsa y Valores (SEC, por sus siglas en inglés para *Securities and Exchange Commission*) de Estados Unidos. A través de la Vicepresidencia de Contraloría Corporativa, el grupo realiza un monitoreo continuo del cumplimiento de la regulación y de las políticas internas de sus diferentes filiales, actuando como un apoyo adicional a las estructuras de control interno propios de cada entidad. Esta vicepresidencia reporta directamente a la presidencia del grupo y cuenta con independencia suficiente para ejercer sus funciones de control y monitoreo.

**Sinergias disponibles para el grupo y capacidades de implementación: Las filiales del Grupo Aval se benefician de múltiples sinergias que favorecen su capacidad competitiva.**

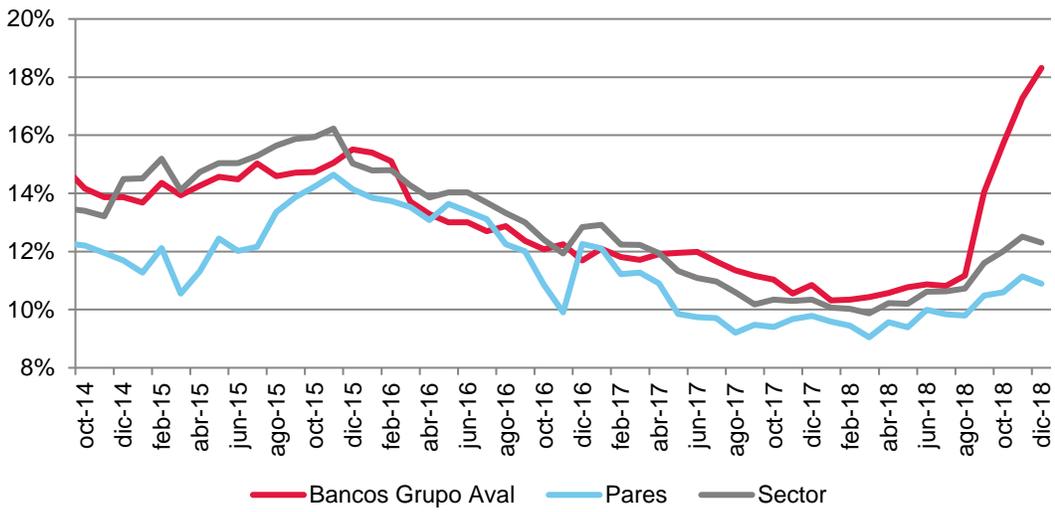
El Grupo Aval cuenta con diversas sinergias entre sus filiales que favorecen la competitividad y eficiencia. Entre los aspectos más destacados se encuentra la integración de la red de oficinas y cajeros de los bancos en Colombia, lo que permite tener amplios canales de distribución que favorecen la cobertura geográfica y la estructura de costos. Adicionalmente, el grupo cuenta con un programa corporativo para realizar inversiones en infraestructura y tecnología que favorece su poder de negociación con proveedores, lo que también es un factor positivo para la estructura de costos de las filiales. Los programas de mercadeo unificados para todas sus filiales han sido elementos positivos para mejorar su diferenciación en la industria. El grupo ha continuado liderando el desarrollo de canales transaccionales digitales para sus filiales bancarias de forma unificada.

Las filiales del Grupo Aval han presentado un constante avance en su infraestructura tecnológica durante los últimos años, lo cual ha favorecido la competitividad de sus entidades en el mercado, dentro de lo que destacamos el desarrollo de canales transaccionales móviles y servicios electrónicos. El grupo continuará avanzando en el desarrollo de infraestructura tecnológica y canales transaccionales alternativos, por lo que esperamos que la evolución satisfactoria de estos proyectos se refleje en un proceso de mejora continua en la eficiencia y competitividad de sus entidades.

**Desempeño individual de las subsidiarias en operación: El comportamiento de los indicadores de rentabilidad y solvencia muestra la fuerte capacidad del grupo para enfrentar entornos adversos.**

A pesar del bajo crecimiento de cartera de los últimos dos años, los bancos del Grupo Aval han sostenido una rentabilidad sobre el patrimonio que se compara positivamente frente a sus pares y la industria (ver Gráfico 3). Este desempeño lo explica el mejor comportamiento de sus indicadores de calidad de los activos y la menor presión por gasto de provisiones que ello implica. Asimismo, consideramos que la estabilidad financiera de la operación en Centroamérica ha generado utilidades recurrentes para el Grupo Aval que han contribuido a mantener la brecha positiva de sus indicadores de rentabilidad frente a sus pares.

**Gráfico 3**  
**Rentabilidad sobre el patrimonio \***



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV. Indicador de rentabilidad anualizado con utilidades acumuladas de 12 meses con base en los estados financieros individuales de los bancos en Colombia.  
 \*Los datos fueron ajustados de forma que no incorporan: 1.) El ingreso extraordinario que percibió el Banco de Occidente en diciembre de 2014 por la venta de acciones de Corficolombiana al Grupo Aval. 2.) El ingreso extraordinario que registró el Banco de Bogotá en junio de 2016 por la desconsolidación de Corficolombiana.

En nuestra opinión, el comportamiento favorable de la rentabilidad demuestra la adecuada resiliencia de los resultados de las filiales del Grupo Aval bajo un escenario económico retador en Colombia. Asimismo, consideramos que la diversificación del Grupo Aval por sectores económicos también ha sido un factor relevante para explicar el comportamiento de su rentabilidad. Muestra de ello es el importante incremento de la rentabilidad en el cuarto trimestre de 2018, resultados que fueron impulsados por los negocios de infraestructura de Corficolombiana luego del inicio de obra de algunas de las concesiones viales de cuarta generación (4G).

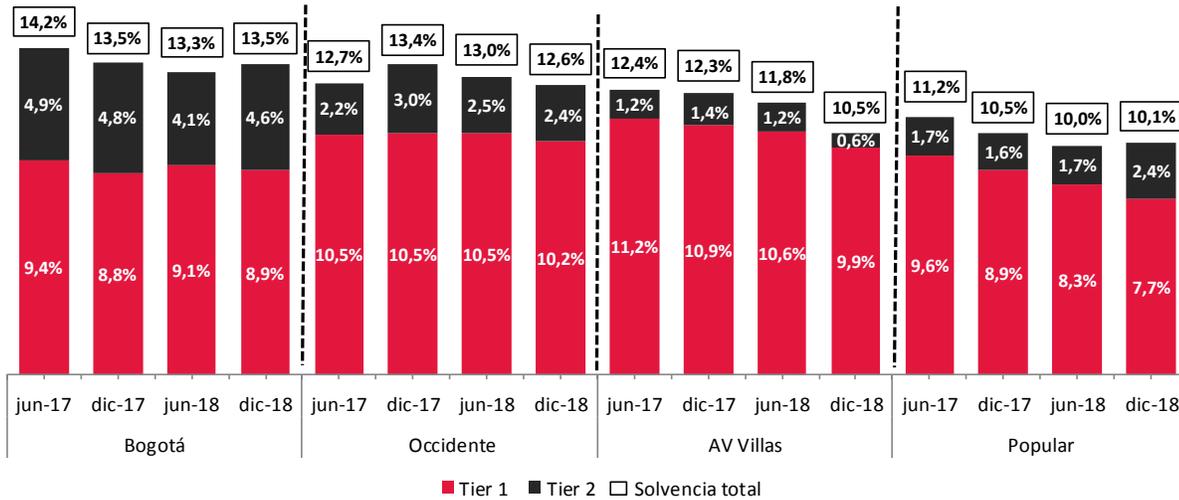
Para los siguientes 12 a 18 meses, esperamos que los ingresos netos de intereses de las filiales del Grupo Aval se beneficien del mayor crecimiento de la cartera y de un entorno de tasas de interés relativamente estable. Asimismo, esperamos que los indicadores de calidad de activos presenten una tendencia positiva en la medida que la capacidad de pago de los deudores se beneficia del mayor crecimiento económico y una inflación dentro del rango del banco central. Asimismo, esperamos que la operación en Centroamérica y los resultados de Corficolombiana continúen generando un efecto positivo en los indicadores de rentabilidad del grupo, lo cual contribuirá a que los indicadores de rentabilidad mantengan la brecha positiva frente a los pares.

En nuestra opinión, la principal amenaza para la materialización del escenario descrito en la rentabilidad está relacionada con las contingencias potenciales que enfrenta el Grupo Aval y Corficolombiana por las investigaciones legales relacionadas con los negocios de infraestructura (mayor información en la sección de “Contingencias”), cuyo impacto financiero es incierto en el momento de realizar este reporte. Por otra parte, un eventual retraso en la ejecución de las obras de las concesiones 4G podría generar una desviación en la rentabilidad agregada del Grupo Aval. A la fecha, este riesgo ha sido mitigado por la amplia experiencia de Corficolombiana y sus filiales en la ejecución de obras de alta complejidad.

El Gráfico 4 muestra que la solvencia consolidada de los bancos Bogotá y Occidente ha presentado un comportamiento favorable con indicadores totales (Tier 1 + 2) superiores a 13% y una solvencia básica (Tier 1) superior o cercana a 9%. En nuestra opinión, estos indicadores reflejan una fuerte capacidad de los bancos de mayor tamaño del grupo para absorber pérdidas no esperadas.

En el caso de los bancos AV Villas y Popular, el margen de holgura frente a los mínimos regulatorios ha venido reduciéndose por cuenta del mayor crecimiento de los activos ponderados por nivel de riesgo; a su vez, esta situación refleja la estrategia del Grupo Aval de aumentar su participación de mercado en los segmentos de crédito de consumo e hipotecario. Si bien los niveles actuales de solvencia de estos bancos constituyen una debilidad para sus perfiles crediticios individuales, con la entrada en vigencia de la nueva normativa de convergencia a Basilea III (Decreto 1477 de 2018), esperamos que el margen de holgura se amplíe de forma significativa por cuenta de la menor ponderación de los activos por riesgo; efecto que se daría en febrero de 2020 cuando la norma entre en vigencia.

**Gráfico 4**  
Indicadores de solvencia bancos consolidados

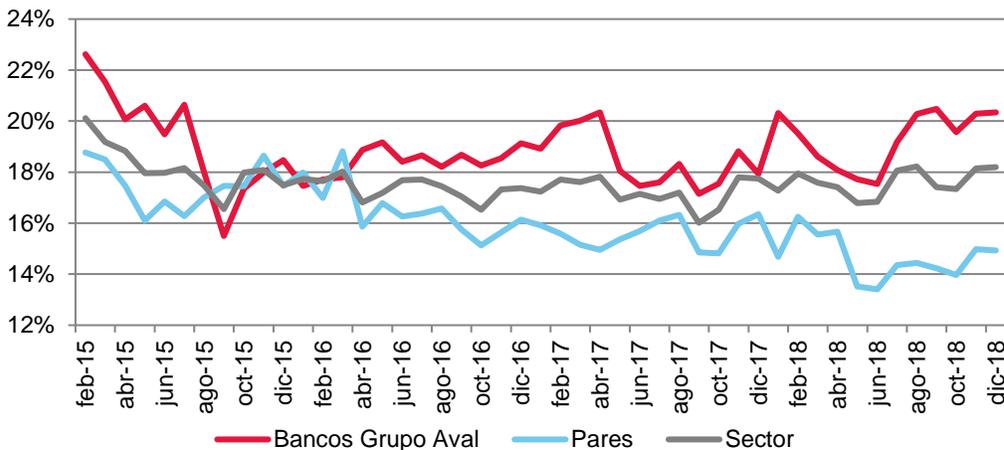


Fuente: Grupo Aval. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

Nuestra evaluación del perfil de riesgo de liquidez de los establecimientos de crédito del Grupo Aval la favorece la adecuada estabilidad de sus depósitos a través del tiempo y el sostenimiento de una posición de activos líquidos consecuente con la de la industria y con sus requerimientos pasivos.

En nuestra opinión, los bancos del grupo presentan una oportunidad de mejora derivada de la menor representatividad de inversionistas minoristas en su estructura de depósitos en comparación con sus pares. Esta característica podría llevar a que, ante un escenario de incremento en la aversión al riesgo entre los inversionistas, la principal fuente de fondeo de los bancos del grupo presente mayor volatilidad y costo respecto de otros bancos con mayor representatividad de inversionistas minoristas. A pesar de lo anterior, observamos que los establecimientos de crédito del grupo han desarrollado relaciones de largo plazo con sus principales inversionistas y mantienen un fuerte reconocimiento en el mercado nacional; esto les ha permitido mantener una adecuada estabilidad de sus depósitos aún bajo escenario de incremento en la aversión al riesgo. Asimismo, las entidades del grupo en su conjunto sostienen una posición de liquidez superior a la de sus pares y la industria (ver Gráfico 5), lo cual consideramos que les otorga una fuerte capacidad para atender sus requerimientos pasivos bajo escenarios de estrés.

**Gráfico 5**  
Activos líquidos / depósitos



Fuente: Grupo Aval. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

**Perfil financiero del *holding*: Indicadores de apalancamiento y cobertura del servicio de la deuda acordes con la máxima calificación.**

Los ingresos por dividendos (caja) que percibe el Grupo Aval individual (entendido como el resultado combinado entre Grupo Aval Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited) de sus filiales disminuyeron 1,9% entre 2017 y 2018, producto de las menores utilidades del Banco de Occidente y de una mayor capitalización de utilidades en Banco Popular. Sin embargo, teniendo en cuenta el comportamiento creciente en las utilidades del agregado de los bancos y las menores necesidades de capitalización, en 2019 los ingresos de dividendos presentarán una recuperación significativa con un incremento superior al 15% anual. Este resultado ubicaría en 10% la tasa de crecimiento anual compuesta entre 2011 y 2019, lo cual muestra adecuada recurrencia y estabilidad de la principal fuente de ingresos del grupo en el largo plazo.

La concentración del flujo de dividendos que percibe el Grupo Aval individual provenientes del Banco de Bogotá se ha mantenido estable durante los últimos dos años en niveles superiores a 65%. A pesar de la relativa alta concentración, consideramos que la diversificación de los dividendos continúa siendo adecuada teniendo en cuenta que el Banco de Bogotá incorpora las inversiones del grupo en Centroamérica, así como participaciones representativas en Corficolombiana y Porvenir. Sin embargo, un mayor grado de concentración del flujo de dividendos implicaría una mayor dependencia del Grupo Aval en esa filial y podría activar nuestro criterio de subordinación estructural.

Los indicadores de apalancamiento y cobertura del servicio de la deuda del Grupo Aval han presentado un comportamiento favorable en los últimos años, situación consecuente con el comportamiento creciente de los ingresos por dividendos, la estabilidad en el costo de fondos y en los niveles de deuda. De esta forma, con base en el análisis del flujo de caja, el indicador EBITDA/Gasto de intereses aumentó a 5,3x en 2018 desde 4,2x en 2015, a la vez que la Deuda/EBITDA disminuyó a 3,6x desde 5,1x en el mismo periodo. Teniendo en cuenta el crecimiento de doble dígito en los dividendos para 2019, la relativa estabilidad en la inflación, y asumiendo ausencia de nuevas operaciones de endeudamiento, esperamos que los indicadores mantengan la senda positiva en los próximos 12 a 18 meses.

Las obligaciones financieras del Grupo Aval individual se mantuvieron relativamente estables con \$4,9 billones de pesos colombianos (COP) a diciembre de 2018, lo cual implica un incremento de 5,7% frente a 2017 explicado, principalmente, por los movimientos de la tasa de cambio frente al dólar estadounidense. La deuda más significativa del calificado la constituyen los bonos emitidos en el mercado internacional por US\$1.000 millones y con vencimiento en 2022. En el caso los títulos en pesos, los vencimientos se encuentran distribuidos entre 2019 y 2042, con vencimientos que oscilan entre COP93.000 millones y COP300.000 millones.

El Grupo Aval individual cuenta con activos líquidos que se han mantenido estables en torno a COP2 billones entre 2016 y 2018, de los cuales la mayoría se encuentran denominados en dólares estadounidenses emitidos por entidades pertenecientes al grupo. No obstante, para diciembre de 2019 probablemente disminuirán a cerca de COP900.000 millones por cuenta del otorgamiento de un crédito a una compañía del grupo. En nuestra opinión, la disminución de los activos líquidos implica una menor capacidad del Grupo Aval para apoyar a sus filiales en caso de la ocurrencia de un escenario de estrés, situación que contrasta frente a años anteriores cuando ponderábamos esta variable como una fortaleza.

Si bien la disminución de los activos líquidos implica una menor flexibilidad financiera para atender eventos inesperados, consideramos que el calificado mantiene niveles de liquidez suficientes para cubrir sus vencimientos de deuda en pesos colombianos. En el caso de los bonos en dólares, esperamos que los

activos líquidos aumenten progresivamente hacia 2022 por cuenta del vencimiento de operaciones de crédito otorgadas por el Grupo Aval individual a sus filiales, lo cual le permitirá cubrir una porción significativa de dicho vencimiento. Estos elementos implican que el grupo tiene una exposición controlada al riesgo de refinanciación de sus emisiones de bonos.

El doble apalancamiento del Grupo Aval individual se ha mantenido estable desde 2016 con un promedio de 112%, lo cual indica una estructura de capital conservadora bajo nuestros criterios. Para los próximos 12 a 18 meses, esperamos que el indicador presente una leve tendencia descendente y se aproxime a 110%, esto producto del crecimiento orgánico del capital y bajo el supuesto de que no se realizarán operaciones significativas de endeudamiento para adquisiciones o inyecciones de capital a las filiales.

**Administración de riesgos y mecanismos de control: Consideramos que el Grupo Aval y sus filiales cuentan con una fuerte estructura para la gestión de los riesgos propios de su operación en línea con las mejores prácticas del mercado.**

Cada una de las filiales del Grupo Aval cuenta con un sistema para la gestión integral de riesgos que busca identificar oportunamente los eventos que puedan ser una fuente potencial de riesgo y establecer así los mecanismos de gestión adecuados. A nivel corporativo, la Vicepresidencia de Riesgos del Grupo Aval contribuye activamente a la gestión del riesgo de crédito de sus filiales al liderar un proceso de aprobación centralizado para las operaciones de crédito de mayor tamaño, para lo cual se cuenta con herramientas de análisis que se administran de forma unificada en las diferentes filiales. Esta vicepresidencia también desarrolla labores de monitoreo continuo sobre el riesgo de liquidez y mercado de las filiales, generando reportes periódicos con alertas tempranas que son remitidos a las más altas instancias administrativas. Asimismo, participa de forma activa en el seguimiento al riesgo operacional y de lavado de activos de las entidades mediante comités especializados que cuentan con la participación de altos directivos de las filiales.

**Temas regulatorios y de riesgo sistémico: La entrada en vigencia de la normatividad de conglomerados es un aspecto positivo para nuestra evaluación del perfil crediticio del Grupo Aval.**

Con la entrada en vigencia de la normatividad de conglomerados financieros (Ley 1870 de 2017), a partir de febrero de 2019, el Grupo Aval pasó a estar sometido a la supervisión y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia por ser el *holding* del Conglomerado Financiero Aval. En nuestra opinión, este nuevo estatus resulta positivo para su perfil crediticio pues consideramos que dicha vigilancia aumenta la exigencia sobre sus sistemas de gestión de riesgo y control interno. Por otra parte, esperamos que el Grupo Aval cumpla satisfactoriamente con los requerimientos de capitalización que exige la nueva normatividad y que entrarán a regir a partir de noviembre de 2019.

En lo referente a la definición de los límites de exposición y concentración de riesgos del conglomerado, consideramos que el Grupo Aval enfrente un reto teniendo en cuenta la complejidad que implica la implementación de un nuevo sistema de gestión de los riesgos de contagio, estratégico y de concentración. Lo anterior, teniendo en cuenta la alta diversidad de entidades pertenecientes al grupo que tradicionalmente han tenido una alta autonomía en la gestión de los riesgos propios de su actividad. El Grupo Aval se encuentra realizando las labores necesarias para alcanzar la estandarización en las mediciones y mecanismos de gestión, así como la implementación de perfiles de apetitos de riesgo consolidados. En esta medida, esperamos que el calificado cumpla con los requerimientos de la nueva normativa dentro de los tiempos definidos por el regulador.

**Contingencias:** A diciembre de 2018, el Grupo Aval, así como algunas filiales, funcionarios y exfuncionarios se encuentran inmersos en diversos procesos legales relacionados con investigaciones por parte de entes de control sobre supuestas irregularidades en relación con el Proyecto Ruta del Sol Sector

2. Estos procesos legales aún se encuentran en etapas de investigación y están sujetos a los respectivos recursos legales de apelación interpuestos por el Grupo Aval, sus filiales, funcionarios y exfuncionarios. De lo anterior, al momento de elaboración del informe de calificación, las implicaciones de estos procesos legales tienen un alto grado de incertidumbre para la, por lo cual su posible impacto financiero y demás repercusiones que puedan tener sobre nuestra evaluación del perfil crediticio del Grupo Aval aún es incierto. Daremos seguimiento a la evolución de estos procesos legales e incorporaremos su efecto en nuestras calificaciones, si hay lugar a ello, en la medida en que los procesos legales lleguen a decisiones de última instancia.

## **IV. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS**

### Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos que podrían llevarnos a confirmar la calificación actual:

- La estabilidad en el posicionamiento de mercado de las filiales.
- Los indicadores de calidad de activos y cobertura con un comportamiento comparable al de los pares calificados en AAA.
- La evolución de la rentabilidad de las filiales acorde con nuestras expectativas y la coyuntura del mercado.
- El comportamiento estable y creciente de los flujos de dividendos provenientes de las filiales, así como niveles de apalancamiento y cobertura de deuda coherentes con la máxima calificación.

### 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:

- La disminución sostenida en la rentabilidad de las filiales con un comportamiento que se aleje de lo observado en los mercados financieros donde operan.
- La concentración de los ingresos de dividendos que nos haga considerar un cambio en el perfil de riesgo.
- Un eventual desarrollo negativo de los procesos legales que se encuentran en curso y que tenga un impacto reputacional negativo o que afecte la capacidad de pago del grupo.

## **V. INFORMACIÓN ADICIONAL**

|                      |                                     |
|----------------------|-------------------------------------|
| Tipo de calificación | Deuda de largo plazo                |
| Número de acta       | 1533                                |
| Fecha del comité     | 23 de abril de 2019                 |
| Tipo de revisión     | Periódica                           |
| Emisor               | Grupo Aval Acciones y Valores S. A. |
| Miembros del comité  | María Soledad Mosquera              |
|                      | María Carolina Barón                |
|                      | Rodrigo Tejada                      |

*Historia de la calificación*

**Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 por \$750.000 Millones:**

Revisión periódica Ago./18: 'AAA'  
Revisión periódica Sep./17: 'AAA'  
Calificación inicial Dic./09: 'AAA'

**Quinta Emisión de Bonos Ordinarios 2016 por \$300.000 Millones:**

Revisión periódica Ago./18: 'AAA'  
Revisión periódica Sep./17: 'AAA'  
Calificación inicial Oct./09: 'AAA'

**Sexta Emisión de Bonos Ordinarios 2017 por \$400.000 Millones:**

Revisión periódica Ago./18: 'AAA'  
Revisión periódica Sep./17: 'AAA'  
Calificación inicial May./17: 'AAA'

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

*BRC Investor Services 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.*

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros combinados de Grupo Aval Acciones y Valores S. A. y Grupo Aval Limited auditados de los últimos cuatro años a diciembre de 2018. Esta última entidad es un vehículo especial que es 100% propiedad del Grupo Aval y que fue utilizado para las emisiones de bonos en dólares realizadas en 2012.

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](#).

## VI. ESTADOS FINANCIEROS:

| Balance  | Variaciones   |               |               |               |             |             |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
|  | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2017/2016   | 2018/2017   |
| Efectivo   | 736           | 570           | 669           | 1.087         | 17,5%       | 62,4%       |
| Préstamos a subsidiarias                               | 3.945         | 2.184         | 2.064         | 1.886         | -5,5%       | -8,6%       |
| Inversiones de capital                                 | 16.548        | 17.849        | 18.937        | 20.320        | 6,1%        | 7,3%        |
| Cuentas por cobrar                                     | 266           | 278           | 276           | 270           | -0,7%       | -2,2%       |
| Goodwill   | -             | -             | -             | -             |             |             |
| Otros activos  | 4             | 4             | 3             | 3             | -9,7%       | -0,4%       |
| <b>Total activos</b>                                   | <b>21.498</b> | <b>20.884</b> | <b>21.949</b> | <b>23.566</b> | <b>5,1%</b> | <b>7,4%</b> |
| Cuentas por pagar                                      | 427           | 429           | 451           | 417           | 5,3%        | -7,6%       |
| Préstamos  | 390           | 718           | 526           | 525           | -26,8%      | -0,2%       |
| Deuda de largo plazo (bonos)                           | 5.642         | 3.749         | 4.131         | 4.399         | 10,2%       | 6,5%        |
| Otros pasivos  | 2             | 3             | 3             | 3             | 11,3%       | 6,6%        |
| <b>Total pasivos</b>                                   | <b>6.462</b>  | <b>4.899</b>  | <b>5.111</b>  | <b>5.345</b>  | <b>4,3%</b> | <b>4,6%</b> |
| Capital social   | 22            | 22            | 22            | 22            | 0,0%        | 0,0%        |
| Prima en colocación de acciones                        | 8.505         | 8.505         | 8.505         | 8.613         | 0,0%        | 1,3%        |
| Superávit por método de participación / Valorizaciones | 853           | 802           | 965           | 848           | 20,4%       | -12,1%      |
| Utilidad neta  | 1.122         | 1.054         | 2.001         | 2.888         | 89,9%       | 44,3%       |
| Utilidades retenidas                                   | 4.534         | 5.603         | 5.345         | 5.850         | -4,6%       | 9,5%        |
| <b>Total patrimonio</b>                                | <b>15.037</b> | <b>15.985</b> | <b>16.838</b> | <b>18.222</b> | <b>5,3%</b> | <b>8,2%</b> |
| <b>Pasivo + patrimonio</b>                             | <b>21.498</b> | <b>20.884</b> | <b>21.949</b> | <b>23.566</b> | <b>5,1%</b> | <b>7,4%</b> |

| Estado de Resultados               | Variaciones  |              |              |              |                |              |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
|                                    | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2017/2016      | 2018/2017    |
| Método de participación            | 2.399        | 2.471        | 2.049        | 2.868        | -17,1%         | 39,9%        |
| Ingresos de dividendos             | 0            | 0            | 0            | 0            |                |              |
| Ingresos de intereses              | 125          | 220          | 133          | 140          | -39,6%         | 5,1%         |
| Otros ingresos operativos          | 0            |              |              |              |                |              |
| <b>Ingreso operativo</b>           | <b>2.524</b> | <b>2.691</b> | <b>2.182</b> | <b>3.007</b> | <b>-18,9%</b>  | <b>37,8%</b> |
| Gastos operativos                  | 80           | 99           | 91           | 76           | -8,2%          | -16,8%       |
| Reintegro de gastos                | 57           | 74           | 230          | 283          | 209,4%         | 22,7%        |
| <b>Gastos operativos netos</b>     | <b>23</b>    | <b>25</b>    | <b>-139</b>  | <b>-207</b>  | <b>-665,5%</b> | <b>48,5%</b> |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>2.501</b> | <b>2.666</b> | <b>2.322</b> | <b>3.215</b> | <b>-12,9%</b>  | <b>38,5%</b> |
| Depreciaciones y amortizaciones    | 1            | 1            | 1            | 1            | 9,4%           | 2,4%         |
| <b>Ingreso operativo neto</b>      | <b>2.501</b> | <b>2.666</b> | <b>2.321</b> | <b>3.214</b> | <b>-12,9%</b>  | <b>38,5%</b> |
| Ingreso no operativo neto          | -13          | 8            | 4            | 0            | -57,2%         | -90,8%       |
| Gasto de intereses                 | 283          | 358          | 273          | 259          | -23,8%         | -5,2%        |
| <b>Utilidad antes de impuestos</b> | <b>2.205</b> | <b>2.315</b> | <b>2.052</b> | <b>2.955</b> | <b>-11,4%</b>  | <b>44,0%</b> |
| Gasto de impuestos                 | 3            | 3            | 50           | 68           | 1601,3%        | 34,0%        |
| <b>Utilidad neta</b>               | <b>2.201</b> | <b>2.312</b> | <b>2.001</b> | <b>2.888</b> | <b>-13,5%</b>  | <b>44,3%</b> |

COP miles de millones

## VII. 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.*

---