

## 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.

**Comité Técnico:** 28 de agosto de 2018  
**Acta número:** 1421

**Contactos:**  
**Andrés Marthá Martínez**  
[andres.martha@spglobal.com](mailto:andres.martha@spglobal.com)  
**Leonardo Abril Blanco**  
[leonardo.abril@spglobal.com](mailto:leonardo.abril@spglobal.com)

# BONOS GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

| REVISIÓN PERIÓDICA  |                      |
|---|----------------------|
| EMISIONES   | DEUDA DE LARGO PLAZO |
| Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 por \$750.000 millones.                 | 'AAA'                |
| Quinta Emisión de Bonos Ordinarios 2016 por \$300.000 millones.                 | 'AAA'                |
| Sexta Emisión de Bonos Ordinarios 2017 por \$400.000 millones.                  | 'AAA'                |
| Cifras del emisor en millones de pesos colombianos (COP) al 31 de marzo de 2018 |                      |
| Activos: COP 21.288.310   |                      |
| Pasivo: COP 5.637.517   |                      |
| Patrimonio: COP 15.650.793  |                      |
| Utilidad neta: COP 590.928  |                      |

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

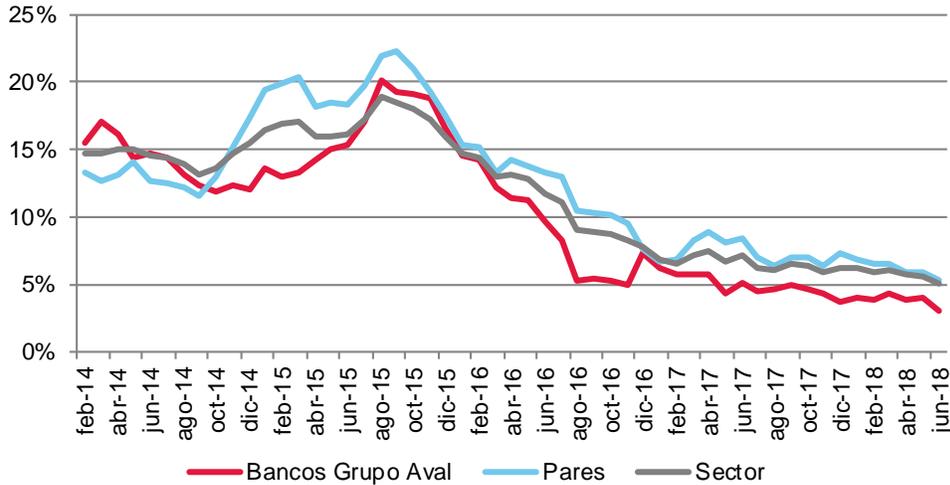
El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV en revisión periódica confirmó las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' a la Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 por COP750.000 millones, la Quinta Emisión de Bonos Ordinarios 2016 por COP300.000 millones de pesos y a la Sexta Emisión de Bonos Ordinarios 2017 por COP400.000 millones del Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

**Calidad de administración y enfoque estratégico: El Grupo Aval mantiene una robusta posición de negocio al ser uno de los conglomerados financieros líderes en los mercados de Colombia y Centroamérica.**

Consecuente con las condiciones del entorno económico, la cartera de créditos y *leasing* de los bancos del Grupo Aval en Colombia continuó la tendencia de desaceleración y para el primer semestre de 2018 su tasa de crecimiento se ubicó en el nivel más bajo de los últimos cuatro años, también fue inferior al de sus pares y la industria bancaria (ver Gráfico 1). En el caso del Grupo Aval, la tendencia de menor crecimiento ha sido generalizada entre los diferentes segmentos de crédito, situación que contrasta con la de los pares que durante 2017 mantuvieron una importante dinámica en los créditos de consumo. Este comportamiento refleja la postura conservadora que han tomado los bancos del Grupo Aval al privilegiar el control del riesgo de crédito como contraprestación a la participación de mercado.

Para los siguientes 12 a 18 meses, esperamos que las condiciones del entorno económico serán más favorables para el crecimiento de la cartera de la industria bancaria y del Grupo Aval. Por una parte, la recuperación gradual de la actividad económica y el bajo nivel de las tasas de interés deberían traducirse en una mayor demanda de crédito. Asimismo, la terminación del proceso electoral en Colombia contribuye a reducir la incertidumbre en el mercado, por lo cual se acelerará las decisiones de inversión por parte de las empresas, elementos que también deberían traducirse en un mayor dinamismo en las colocaciones de crédito. Bajo este contexto, esperamos que el crecimiento de la cartera de los bancos del Grupo Aval se recupere y se aproxime a un rango entre 5% y 8% para el cierre de 2018.

**Gráfico 1**  
Crecimiento anual de la cartera

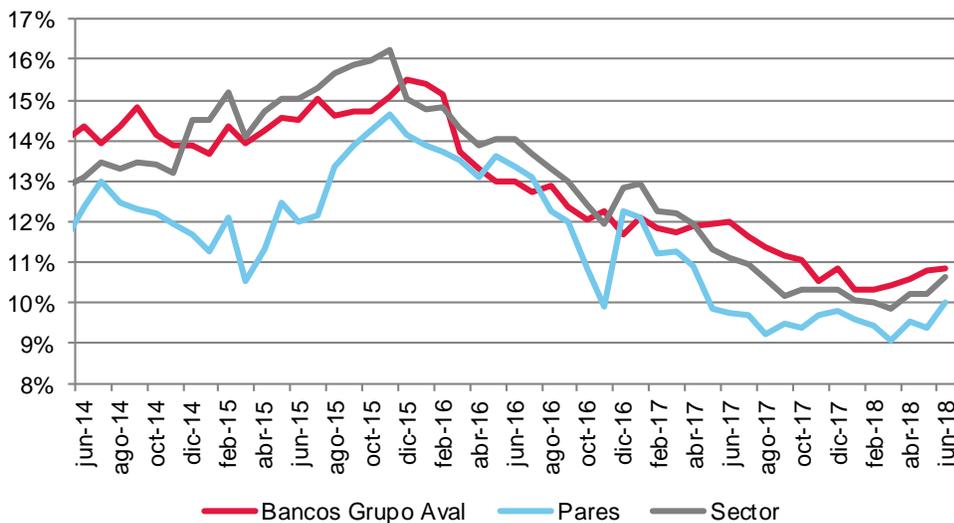


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV

**Desempeño individual de las subsidiarias en operación: Favorable desempeño de la rentabilidad a pesar del entorno económico retador.**

Siguiendo la tendencia de la industria, los bancos del Grupo Aval registraron una tendencia descendente en su rentabilidad patrimonial durante 2016 y 2017 (ver Gráfico 2). No obstante, observamos que a partir del segundo semestre de 2017 los bancos del grupo han sostenido mejores niveles de rentabilidad patrimonial en comparación con sus pares. Consideramos que esta situación es destacable teniendo en cuenta que los bancos del grupo han registrado un menor crecimiento de su cartera, a la vez que la disminución de las tasas de interés ha presionado el rendimiento de su portafolio de crédito comercial (62% de la cartera total a junio de 2018).

**Gráfico 2**  
Rentabilidad sobre el patrimonio \*



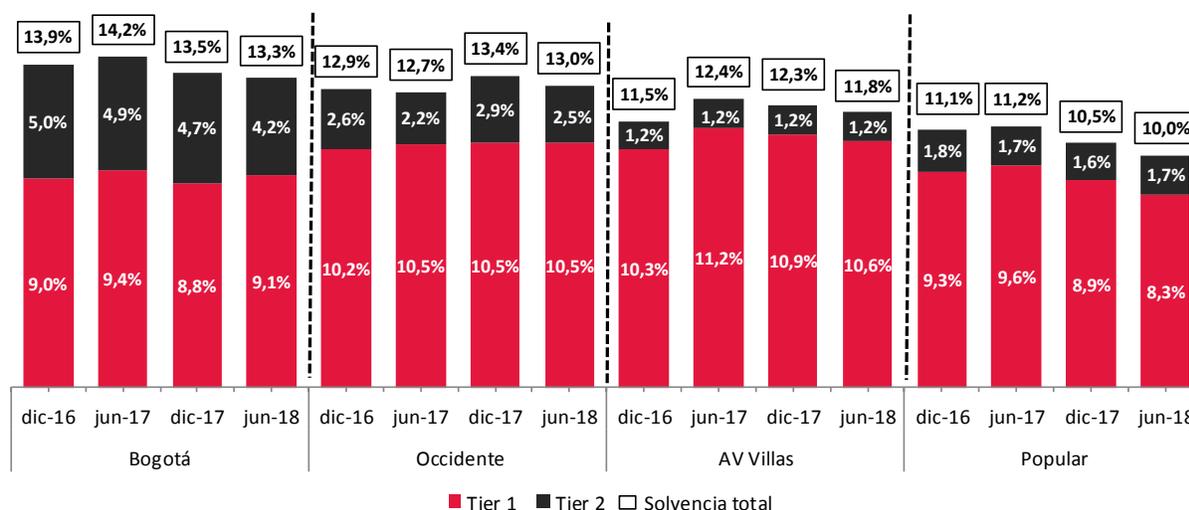
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV. Indicador de rentabilidad anualizado con utilidades acumuladas de 12 meses con base en los estados financieros individuales de los bancos en Colombia.  
\*Los datos fueron ajustados de forma que no incorporen: 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.

A pesar de lo anterior, el adecuado control de pérdidas crediticias, la disminución del costo del pasivo y la mejora gradual de la eficiencia en costos han llevado a que los bancos del Grupo Aval logren una mayor resiliencia ante las condiciones retadoras del entorno económico, situación que se refleja en sus mejores índices de rentabilidad. Por otra parte, en el primer semestre de 2018 los resultados de Corficolombiana han mejorado notablemente por cuenta de mayores ingresos de su portafolio de renta variable y una disminución en los costos de fondeo, situación que llevó a que la rentabilidad sobre el patrimonio de la corporación aumentara a 10% en junio de 2018 desde un mínimo de 7% en diciembre de 2017.

Esperamos que el mejor crecimiento de la cartera de los bancos del grupo y la disminución en los gastos de provisiones contribuyan para que la rentabilidad patrimonial agregada de estas entidades se aproxime a un rango entre 12% y 14%, lo cual implica un cambio de tendencia frente a lo que observamos entre 2016 y 2017. Por otra parte, la adecuada ejecución de los proyectos de infraestructura de Corficolombiana permitirá que sus ingresos continúen la senda de crecimiento. Todo lo anterior llevaría a que la rentabilidad de las principales filiales del Grupo Aval continúe en la senda de mejora para los siguientes 12 a 18 meses, con lo cual es probable que aumenten la brecha positiva frente a sus pares.

La adecuada generación interna de capital y las prácticas conservadoras de distribución de dividendos se han traducido en un desempeño adecuado de los indicadores de fortaleza patrimonial de los bancos del Grupo Aval, lo cual se refleja en los indicadores de solvencia básica en niveles superiores a 9% (ver Gráfico 3). El Banco Popular presenta un comportamiento disímil con una solvencia total de 10% a junio de 2018, lo cual implica un margen reducido respecto del mínimo regulatorio de 9%. El bajo nivel se debe al mayor crecimiento su cartera, así como a una menor generación interna de capital. De acuerdo con lo informado por el Grupo Aval, todos sus bancos cumplirán con suficiencia los nuevos requerimientos de capital bajo el marco normativo de convergencia a Basilea III.

**Gráfico 3**  
Indicadores de solvencia bancos consolidados



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

**Perfil financiero del holding: El Grupo Aval individual mantiene indicadores de cobertura del servicio de la deuda y de apalancamiento consecuentes con la máxima calificación.**

El perfil financiero del Grupo Aval individual (entendido como el resultado combinado entre Grupo Aval Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited) continúa caracterizándose por presentar una alta capacidad para cubrir el servicio de la deuda, como se refleja en el indicador EBITDA/Gasto de intereses cercano a 5 veces (x), así como un doble apalancamiento inferior a 120%. Estas fortalezas se han mantenido a pesar de que el flujo de dividendos proveniente de las filiales ha presentado bajos niveles de crecimiento (1,3% anual promedio en 2016 y 2017), situación que ha sido compensada por un menor gasto de intereses relacionado con la disminución en las tasas de interés.

La concentración del flujo de dividendos que percibe el Grupo Aval individual proveniente del Banco de Bogotá ha aumentado gradualmente en los últimos años y se ubicó en 63,5% al cierre de 2017, lo cual indica una dependencia creciente en dicha filial. A pesar de lo anterior, consideramos que la diversificación de los dividendos continúa siendo adecuada, lo anterior debido a que el Banco de Bogotá incorpora las inversiones del grupo en Centroamérica. Sin embargo, la tendencia creciente implica una mayor dependencia del Grupo Aval en esa filial y podría activar nuestro criterio de subordinación estructural.

## **II. 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 con un comportamiento comparable al de los pares.
- 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:

- El deterioro sostenido en el indicador de solvencia de las filiales con una disminución en el margen de holgura frente a los mínimos regulatorios.
- La disminución sostenida en la rentabilidad de las filiales con un comportamiento que se aleje de lo observado en los mercados financieros donde operan.
- El aumento más allá de nuestras expectativas en la exposición del grupo a economías cuyas calificaciones crediticias en escala global sean inferiores a las de la deuda soberana de Colombia.
- La concentración de los ingresos de dividendos que nos haga considerar un cambio en el perfil de riesgo.

### III. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES DE BONOS

#### RESUMEN DE MONTOS Y PLAZOS

| Emisiones  | Series      | Fecha de emisión | Fecha de vencimiento | Monto insoluto * |
|--|-------------|------------------|----------------------|------------------|
| CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009 POR \$750.000 MILLONES GRUPO AVAL 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 POR \$300.000 MILLONES GRUPO AVAL 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 POR \$400.000 MILLONES, GRUPO AVAL 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 COP

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

| REVISIÓN PERIÓDICA           |                               |       |
|------------------------------|-------------------------------|-------|
| DEUDA DE LARGO PLAZO         | 'AAA'                         |       |
| Historia de la calificación: | Revisión periódica Sep./17:   | 'AAA' |
|                              | Revisión periódica Oct./16:   | 'AAA' |
|                              | Calificación inicial Dic./09: | 'AAA' |

|  |  |
|--|--|
| <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>                            | Serie 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.

| REVISIÓN PERIÓDICA           |                                  |       |
|------------------------------|----------------------------------|-------|
| DEUDA DE LARGO PLAZO         | 'AAA'                            |       |
| Historia de la calificación: | Revisión periódica Sep./17:      | 'AAA' |
|                              | Revisión extraordinaria Nov./16: | 'AAA' |
|                              | Calificación inicial Oct./16:    | 'AAA' |

|                              |                                     |
|------------------------------|-------------------------------------|
| <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             |

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

|   |  |
|---|--|
| Plazos:                                 | 10 y 20 años.  |
| Rendimiento                             | 10 años: IPC+3,86%. 20: años IPC + 4,15% E.A.              |
| Periodicidad de intereses:              | Trimestre vencido  |
| Pago de capital:                        | Al vencimiento   |
| Administrador:                          | Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A. |
| Representante de los tenedores:         | Alianza Fiduciaria S. A.                                   |
| Agente estructurador y líder colocador: | Corporación Financiera Colombiana S. A.                    |
| Garantía:                               | Capacidad de pago del emisor                               |

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

| REVISIÓN PERIÓDICA           |                               |       |
|------------------------------|-------------------------------|-------|
| DEUDA DE LARGO PLAZO         | 'AAA'                         |       |
| Historia de la calificación: | Revisión periódica Sep./17:   | 'AAA' |
|                              | Calificación inicial May./17: | 'AAA' |

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

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

BRC Investor Services 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 el emisor.

En caso de tener alguna inquietud con relación a 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](#).

La información financiera incluida en este reporte se basa en estados financieros auditados de los últimos cuatro años.

## IV. ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros a continuación corresponden con el resultado combinado de Grupo Aval Acciones y Valores S. A. y Grupo Aval Limited. 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. Las cifras entre 2009 y 2013 se encuentran en contabilidad COLGAAP. Las cifras de 2014 se encuentran bajo las Normas Internacionales de Información Financieras (NIIF), 2015 y 2016 incorporan los ajustes por la aplicación de las NIIF 27 y 28.

COP miles de millones

| Balance  | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | mar-17        | mar-18        |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Efectivo   | 1.851         | 736           | 570           | 669           | 682           | 649           |
| Préstamos a subsidiarias                               | 1.816         | 3.945         | 2.184         | 2.064         | 1.893         | 1.842         |
| Inversiones de capital                                 | 24.903        | 16.548        | 17.849        | 18.937        | 17.355        | 17.737        |
| Cuentas por cobrar                                     | 267           | 266           | 278           | 276           | 1.110         | 1.058         |
| Goodwill   | 1.262         | -             | -             | -             | -             | -             |
| Otros activos  | 4             | 4             | 4             | 3             | 3             | 3             |
| <b>Total activos</b>                                   | <b>30.103</b> | <b>21.498</b> | <b>20.884</b> | <b>21.949</b> | <b>21.044</b> | <b>21.288</b> |
| Cuentas por pagar                                      | 423           | 427           | 429           | 451           | 1.407         | 1.194         |
| Préstamos  | 100           | 390           | 718           | 526           | 788           | 526           |
| Deuda de largo plazo (bonos)                           | 4.412         | 5.642         | 3.749         | 4.131         | 3.597         | 3.891         |
| Otros pasivos  | 3             | 2             | 3             | 3             | 3             | 27            |
| <b>Total pasivos</b>                                   | <b>4.938</b>  | <b>6.462</b>  | <b>4.899</b>  | <b>5.111</b>  | <b>5.795</b>  | <b>5.638</b>  |
| Capital social   | 22            | 22            | 22            | 22            | 22            | 22            |
| Prima en colocación de acciones                        | 8.505         | 8.505         | 8.505         | 8.505         | 8.505         | 8.505         |
| Superávit por método de participación / Valorizaciones | 11.881        | 853           | 802           | 965           | 758           | 805           |
| Utilidad neta  | 879           | 1.122         | 1.054         | 2.001         | 619           | 591           |
| Utilidades retenidas                                   | 3.878         | 4.534         | 5.603         | 5.345         | 5.345         | 5.727         |
| <b>Total patrimonio</b>                                | <b>25.165</b> | <b>15.037</b> | <b>15.985</b> | <b>16.838</b> | <b>15.249</b> | <b>15.651</b> |
| <b>Pasivo + patrimonio</b>                             | <b>30.103</b> | <b>21.498</b> | <b>20.884</b> | <b>21.949</b> | <b>21.044</b> | <b>21.288</b> |

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

| Estado de Resultados               | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | mar-17     | mar-18      |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|
| Método de participación            | 1.962        | 2.399        | 2.471        | 2.049        | 656        | 583         |
| Ingresos de dividendos             | 37           | 0            | 0            | 0            | -          | -           |
| Ingresos de intereses              | 115          | 125          | 220          | 133          | 32         | 34          |
| Otros ingresos operativos          | 266          | 0            |              |              |            |             |
| <b>Ingreso operativo</b>           | <b>2.379</b> | <b>2.524</b> | <b>2.691</b> | <b>2.182</b> | <b>688</b> | <b>617</b>  |
| Gastos operativos                  | 268          | 80           | 99           | 91           | 19         | 21          |
| Reintegro de gastos                | 56           | 57           | 74           | 230          | 21         | 71          |
| <b>Gastos operativos netos</b>     | <b>212</b>   | <b>23</b>    | <b>25</b>    | <b>-139</b>  | <b>- 2</b> | <b>- 49</b> |
| <b>EBITDA</b>                      | <b>2.167</b> | <b>2.501</b> | <b>2.666</b> | <b>2.322</b> | <b>690</b> | <b>667</b>  |
| Depreciaciones y amortizaciones    | 0            | 1            | 1            | 1            | 0          | 0           |
| <b>Ingreso operativo neto</b>      | <b>2.167</b> | <b>2.501</b> | <b>2.666</b> | <b>2.321</b> | <b>690</b> | <b>667</b>  |
| Ingreso no operativo neto          | 0            | -13          | 8            | 4            | 1          | 3           |
| Gasto de intereses                 | 217          | 283          | 358          | 273          | 69         | 65          |
| <b>Utilidad antes de impuestos</b> | <b>1.950</b> | <b>2.205</b> | <b>2.315</b> | <b>2.052</b> | <b>621</b> | <b>605</b>  |
| Gasto de impuestos                 | 16           | 3            | 3            | 50           | 2          | 14          |
| <b>Utilidad neta</b>               | <b>1.935</b> | <b>2.201</b> | <b>2.312</b> | <b>2.001</b> | <b>619</b> | <b>591</b>  |

## V. 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.*