

## Reporte de calificación

.....

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

**Comité Técnico:** 14 de octubre de 2016  
**Acta número:** 1028

**Contactos:**  
**Andrés Marthá Martínez**  
[andres.martha@spglobal.com](mailto:andres.martha@spglobal.com)  
**Jorge Eduardo León Gómez**  
[jorge.leon@spglobal.com](mailto:jorge.leon@spglobal.com)

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

REVISIÓN PERIÓDICA			
DEUDA DE LARGO PLAZO		'AAA'	
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 30 de junio de 2016		Historia de la calificación:	
Activos:	COP21.798.500	Revisión periódica Oct./15:	'AAA'
Pasivo:	COP6.381.475	Revisión periódica Nov./14:	'AAA'
Patrimonio:	COP15.417.025	Calificación inicial Dic./09:	'AAA'
Utilidad neta:	COP1.258.835		

## CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

Emisor	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
Monto calificado:	COP750.000 millones
Monto en circulación:	COP518.750 millones
Serie:	Serie A
Fecha de colocación:	03/12/2009
Plazos:	7, 10 y 15 años
Rendimiento	7 años: IPC+4,49%, 10 años: IPC+4,84% y 15 años: IPC+5,20%
Periodicidad de intereses:	Trimestre vencido
Pago de capital:	Al vencimiento
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A.
Representante tenedores:	Alianza Fiduciaria S. A.
Agentes estructurador y colocador:	Corporación Financiera Colombiana S. A.
Garantía:	Capacidad de pago del emisor

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de 'AAA' a la Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 por \$750.000 millones de pesos (COP) del Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

**Calidad de administración y enfoque estratégico: El Grupo Aval conserva su consistencia estratégica focalizada en el crecimiento de sus filiales en el sector financiero, resultado de lo cual se mantiene como uno de los principales conglomerados financieros en Colombia y Centroamérica.**

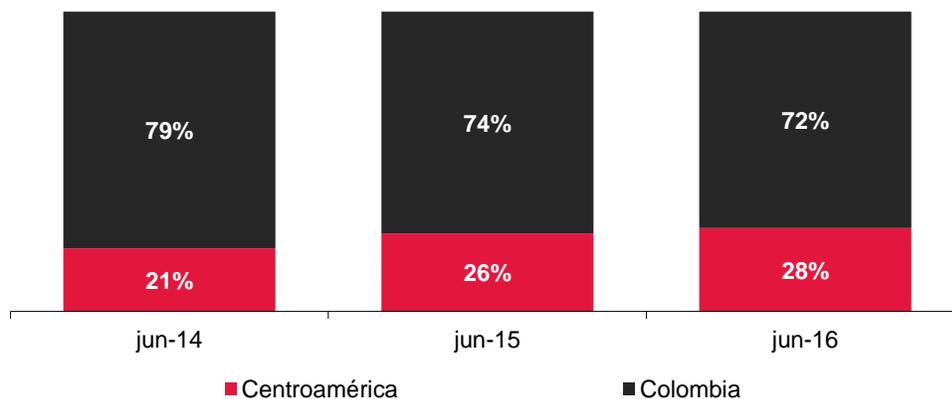
Nuestra calificación pondera de forma positiva la consistencia estratégica que ha sostenido el Grupo Aval a través de los años, esto ha permitido que sus principales filiales conserven una posición de liderazgo en los mercados financieros de Colombia y Centroamérica. Esperamos que en los próximos años el Grupo Aval mantenga un crecimiento estable de su operación y conserve su favorable posicionamiento, esto a través de la continuidad en sus lineamientos estratégicos enfocados en el fortalecimiento de las ventajas competitivas de sus filiales y por el continuo desarrollo de sinergias que favorecen su capacidad de crecimiento y eficiencia. La calificación asignada también incorpora nuestra opinión favorable respecto de

la capacidad de la gerencia para la ejecución de las estrategias corporativas y sus adecuadas prácticas de gestión de riesgos.

La participación del Grupo Aval en el mercado de crédito y leasing colombiano fue de 27% a junio de 2016, ligeramente inferior al 28% promedio que registró entre 2011 y 2015. La composición de la cartera en Colombia de los bancos del grupo combinados se ha mantenido estable con el segmento comercial como el más relevante al representar 67% del total. Los segmentos asociados con la banca de personas (consumo e hipotecario) han incrementado gradualmente su representatividad a 33% en junio de 2016 desde 29% en diciembre de 2011, desempeño asociado a la estrategia de mayor penetración de esos mercados por parte de los principales bancos del grupo. En los próximos 12 a 18 meses esperamos que el crecimiento de las carteras de consumo y vivienda sea ralentizado por la desaceleración económica y su impacto sobre la demanda de crédito, así como por el incremento en el riesgo de crédito asociado con la menor capacidad de pago de los deudores y las políticas de originación más restrictivas por parte de los bancos. En el caso de la cartera comercial la demanda de crédito asociada con los proyectos de infraestructura permitiría contrarrestar en cierta medida el efecto negativo sobre la demanda la desaceleración económica, situación que podría llevar a que los créditos comerciales aumenten nuevamente su participación sobre el total de la cartera del grupo.

En el mercado centroamericano (Costa Rica, Honduras, El Salvador, Guatemala, Nicaragua y Panamá) la participación en el mercado de crédito del Grupo Aval también ha sido estable con 9,6% a junio de 2016, con lo cual se mantiene como el grupo financiero líder de la región. El Gráfico 1 muestra que la participación de la operación en Centroamérica sobre los activos consolidados del Grupo Aval aumentó levemente durante el último año y alcanzó 28%, mientras que en 2014 fue cercana a 20%. Este incremento se debe a la fuerte devaluación del peso colombiano. El desempeño económico de los últimos años de estos países ha sido favorecido por los bajos precios del petróleo y por la recuperación paulatina del crecimiento de los Estados Unidos, situación que ha resultado favorable para el Grupo Aval ya que le ha permitido mitigar en alguna medida el entorno económico menos favorable de Colombia. A pesar de lo anterior, consideramos que la exposición en Centroamérica tiene el potencial de generar volatilidad en los resultados del Grupo Aval teniendo en cuenta que la mayoría de estos países sostienen calificaciones de riesgo soberano inferiores a las de Colombia.. Lo anterior es mitigado, parcialmente, por la fortaleza financiera del BAC Credomatic ('BBB-/Negativa/A-3' por S&P Global Ratings), entidad que representa las inversiones del grupo en la región y que mantiene robustos indicadores de solvencia, rentabilidad y calidad de los activos.

Gráfico 1  
Distribución geográfica de los activos del Grupo Aval



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

Como emisor de acciones en el mercado internacional, el Grupo Aval cumple con los estándares de revelación de información y estructura de gobierno corporativo exigidos por la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos, lo cual ponderamos de forma positiva en la calificación. 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: Consideramos que el Grupo Aval tiene un alto desarrollo de sinergias en los canales de distribución y en la implementación de avances tecnológicos. En los últimos años observamos avances relevantes en la integración comercial de los bancos y sus filiales de servicios financieros, que consideramos mantiene un potencial de mejora frente al de otros grupos bancarios.**

Uno de los pilares en la estrategia del Grupo Aval es el desarrollo continuo de sinergias que benefician la posición de negocio de sus filiales. Consideramos que el alto nivel de integración en los canales de distribución de las filiales bancarias, así como las estrategias de mercadeo conjuntas, son elementos positivos que contribuyen al desarrollo de ventajas competitivas en las filiales y de esta forma fortalecen su posición de negocio. También ponderamos de forma positiva las sinergias para el desarrollo de infraestructura tecnológica ya que han contribuido a mejorar la eficiencia y operatividad de las compañías. En revisiones pasadas hemos mencionado que el nivel de integración comercial entre los bancos y sus filiales de servicios financieros es inferior frente a otros grupos bancarios, al respecto hemos observado avances relevantes en el último año que se han empezado a reflejar en un mayor desarrollo de negocios conjuntos y han contribuido a disminuir la brecha. En nuestra opinión, la continuación de estas iniciativas tiene el potencial de mejorar la capacidad competitiva del grupo en el largo plazo.

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. Así como programas de mercadeo unificados para todas sus filiales que han sido elementos positivos para mejorar su diferenciación en la industria.

En los últimos años las filiales del grupo han presentado avances significativos en su infraestructura tecnológica que favorecen la competitividad de los bancos, dentro de lo que destacamos el desarrollo de canales transaccionales móviles y servicios electrónicos. En los próximos años el grupo continuará avanzando en el desarrollo de infraestructura tecnológica y canales transaccionales alternativos, esperamos que la evolución satisfactoria de estos proyectos resulte en un proceso de mejora continua en la eficiencia y competitividad de sus entidades.

**Desempeño individual de las subsidiarias en operación: Uno de los fundamentos más importantes para nuestra calificación del Grupo Aval es la fuerte capacidad de pago de sus principales filiales bancarias, reflejados en sus indicadores de rentabilidad estables a través de los ciclos económicos, así como un adecuado nivel de calidad de los activos. El aumento de la solvencia del Banco de Bogotá consolidado en el último año es un factor positivo para nuestra evaluación de la fortaleza patrimonial del grupo.**

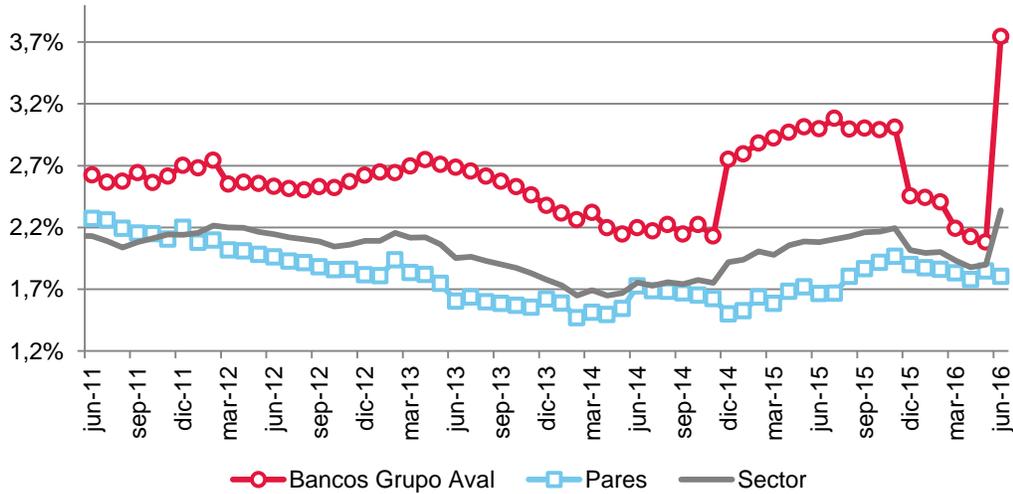
En su conjunto, los bancos del Grupo Aval tradicionalmente han sostenido indicadores de rentabilidad que se comparan favorablemente frente a sus pares y el agregado de la industria bancaria en Colombia. La desaceleración de la economía colombiana en 2015 y 2016 ha generado un menor crecimiento de la cartera de créditos y un leve deterioro en su calidad, situación que genera una presión negativa sobre la rentabilidad. A su vez, el margen de intermediación se ha contraído por el aumento en las tasas de interés y el consecuente incremento en el costo del pasivo de los bancos. Consideramos que la diversificación geográfica del Grupo Aval, unido a la devaluación del peso colombiano, ha sido un factor positivo en esta coyuntura ya que los ingresos de las filiales en el exterior han sido positivos para contrarrestar el entorno económico en Colombia. Además, el enfoque de los principales bancos del grupo en la cartera comercial ha permitido un mejor ajuste en los ingresos de intereses por la indexación de estos créditos a tasas variables. Estos elementos han contribuido para que el agregado los bancos del grupo conserven indicadores de rentabilidad favorables.

Esperamos que el bajo desempeño de la economía continúe presionando el crecimiento y la calidad de la cartera de los bancos en 2017. Sin embargo, la disminución que esperamos en la inflación traería consigo una reducción en las tasas de interés que favorecería el costo del pasivo y el margen de intermediación, lo cual permitirá balancear el aumento en el costo de crédito. Bajo este escenario esperamos que el agregado de los bancos del grupo mantenga indicadores de rentabilidad estables en el próximo año.

En pasadas revisiones mencionamos que la solvencia de los bancos del Grupo Aval se comparaba negativamente frente a sus pares, situación que constituía una debilidad para el perfil financiero del grupo pues implicaba una menor capacidad de absorción de pérdidas no esperadas en sus principales filiales. En el último año este factor de riesgo ha sido mitigado puesto que la solvencia total del Banco de Bogotá consolidado presentó un incremento notable y alcanzó un nivel superior a 13% en junio de 2016, situación que ahora lo ubica con un mejor nivel de solvencia respecto de sus pares. El aumento en la solvencia del banco se debe a las diversas medidas de fortalecimiento patrimonial que han tomado sus accionistas en los últimos años, así como a una modificación contable que se llevó a cabo en los estados financieros al corte de diciembre de 2015 y que favoreció el indicador en cerca de 200 puntos base. La desaceleración esperada para el crecimiento de la cartera, unido a nuestra expectativa de indicadores de rentabilidad relativamente estables y las prácticas de distribución de dividendos conservadoras que han aplicado los accionistas, llevarían que los indicadores de solvencia de los bancos del Grupo Aval se mantengan estables en 2017.

El Gráfico 2 muestra que los bancos del Grupo Aval tradicionalmente han sostenido niveles de rentabilidad que se comparan positivamente frente a sus pares y el sector. Entre los factores que explican esta fortaleza se encuentran el mejor desempeño de su eficiencia en gastos, el sostenimiento de favorables indicadores de calidad de cartera y un bajo costo del pasivo por la alta participación de los depósitos a la vista en la estructura de fondeo de los bancos. El indicador de cartera vencida del agregado de los bancos del Grupo Aval se mantuvo estable con 2,6% a junio de 2016, por debajo del 2,8% los pares y el 3% del sector. Por otra parte, la cobertura de cartera por vencimiento se mantuvo estable con 134% promedio entre junio de 2015 y junio de 2016, lo cual es inferior a los pares y el sector que registraron 161% y 147%, respectivamente. En los últimos tres años los indicadores de rentabilidad de los bancos del grupo han sido beneficiados por ingresos extraordinarios, de los cuales resaltamos: 1.) la venta de acciones de Corficolombiana por parte del Banco de Occidente al Grupo Aval registrada en diciembre de 2014 y 2.) el ingreso que registró el Banco de Bogotá en junio de 2016 derivado de la desconsolidación de Corficolombiana. Estos eventos explican los picos observados en los periodos respectivos. De acuerdo con la información del emisor, sin tener en cuenta dichos efectos el indicador de rentabilidad sobre el activo del Banco de Bogotá y Banco de Occidente fueron de 2,8% y 1,8%, respectivamente a junio de 2016, frente a 3,1% y 1,4% en el año anterior.

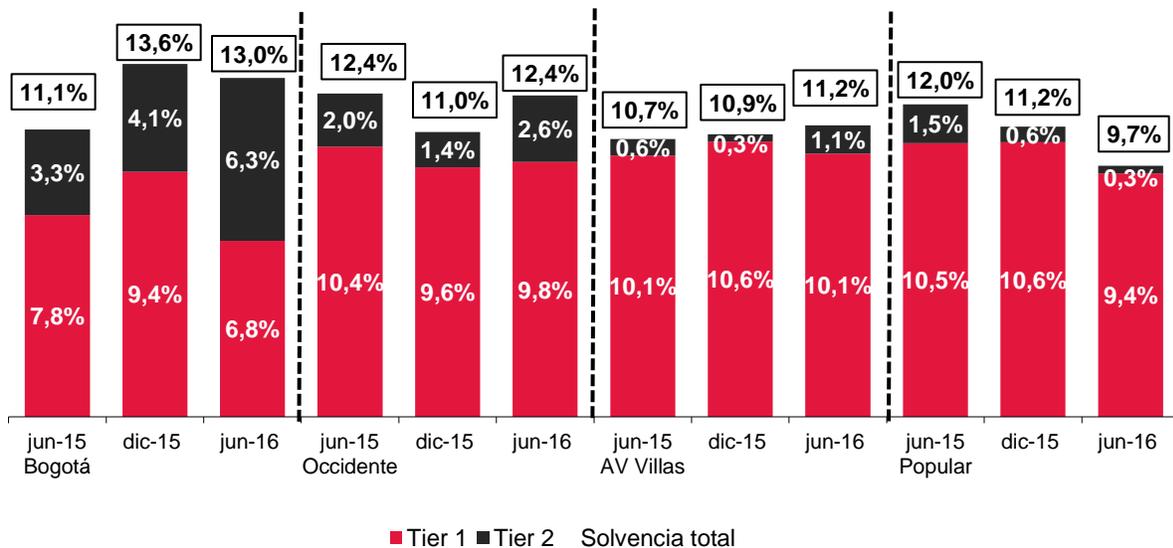
Gráfico 2  
Rentabilidad sobre el activo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV. Indicador anualizado con utilidades acumuladas de 12 meses con base en los estados financieros individuales de los bancos en Colombia.

El Gráfico 3 muestra el desempeño de los indicadores de solvencia de los bancos consolidados del Grupo Aval. Destacamos el comportamiento positivo en la solvencia del Banco de Bogotá durante 2016 pues contrarrestó la tendencia descendente que presentó el indicador entre 2012 y 2015; con información del calificado, el indicador de solvencia total del Banco de Bogotá asciende a 14,3% bajo estados financieros proforma luego de que la Asamblea de Accionistas aprobara la capitalización de los ingresos extraordinarios derivados de la desconsolidación de Corficolombiana. En el caso de los bancos AV Villas y Popular observamos un menor margen frente al mínimo regulatorio (9%), aunque la solvencia básica presenta un nivel favorable. Esto implica que dichos bancos tienen la oportunidad de realizar capitalizaciones a través de instrumentos de capital secundario, como los bonos subordinados, y conservar una adecuada calidad de su capital regulatorio.

Gráfico 3  
Indicadores de solvencia bancos consolidados

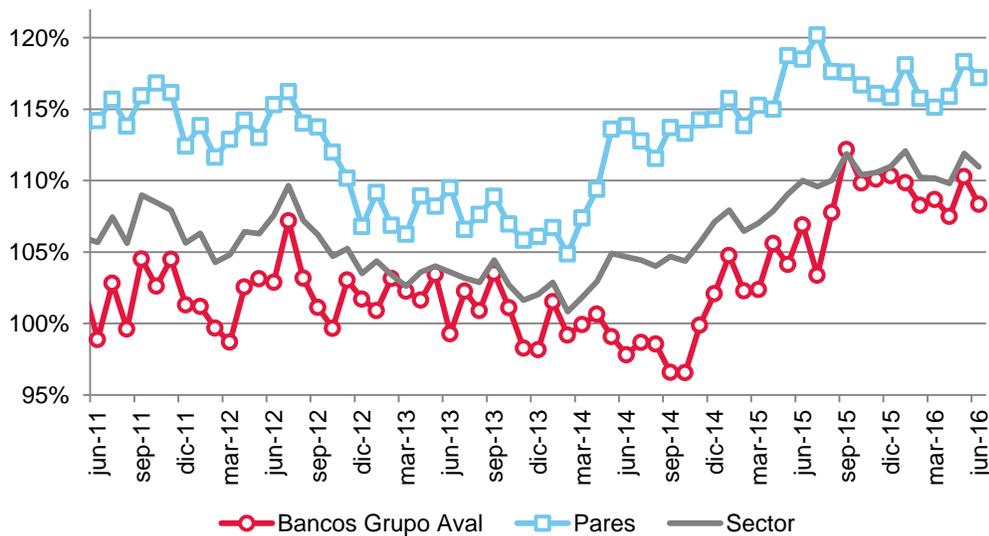


Fuente: Grupo Aval. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

Los depósitos a la vista se han mantenido como la principal fuente de fondeo de los bancos del Grupo Aval al representar el 50% del pasivo a junio de 2016, seguidos por los certificados de depósito a término con 26%. Consideramos estos depósitos tienen como oportunidad de mejora aumentar la representatividad de inversionistas minoristas, pues el enfoque tradicional de los principales bancos del grupo hacía clientes corporativos e institucionales han llevado a que sus depósitos tengan una concentración relativamente alta en este tipo de depositantes respecto de otros bancos con mayor participación de inversionistas minoristas.

Desde el segundo semestre de 2015 las captaciones del sistema bancario han sido afectadas por situaciones coyunturales que han reducido la disponibilidad de recursos, particularmente la implementación de la Cuenta Única Nacional y el aumento de los depósitos del Tesoro Nacional en el banco central. Estos elementos llevaron a que los depósitos de los bancos del grupo registraran un bajo nivel de crecimiento que se reflejó en el deterioro de la relación cartera/depósitos (Gráfico 4), si bien en el caso del Grupo Aval este indicador guarda un mejor nivel respecto de sus pares, también ha seguido la tendencia de deterioro y alcanzó los niveles más altos observados de los últimos cinco años. A pesar de esto, la razón del Indicador de Riesgo de Liquidez a 30 días de los bancos del grupo se ha mantenido entre 2 veces (x) y 4x, lo cual indica una adecuada capacidad de cubrir los requerimientos pasivos de corto plazo bajo escenarios de estrés.

**Gráfico 4**  
**Cartera bruta / depósitos**



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

**Perfil financiero del holding: El perfil financiero del Grupo Aval individual es favorecido por el flujo de dividendos estable y creciente proveniente de sus filiales, así como por niveles de apalancamiento consecuentes con la máxima calificación crediticia.**

Los dividendos de las filiales constituyen el principal ingreso del Grupo Aval individual (entendido como el resultado combinado entre Grupo Aval Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited) al representar el 88% - promedio entre 2013 y 2015 - de los ingresos operativos percibidos en caja. Estos flujos de dividendos han presentado una tasa de crecimiento anual compuesta de 16,5% entre 2011 y 2015, lo cual muestra un comportamiento estable y creciente a través del tiempo. La dependencia de los dividendos en el Banco de Bogotá ha aumentado gradualmente en los últimos años y desde 2014 superó el 50%,

## CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009 GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

tendencia que esperamos continúe y se aproxime a 60% entre 2017 y 2018. A pesar de lo anterior, consideramos que la diversificación de los dividendos continua siendo adecuada teniendo en cuenta que el Banco de Bogotá consolida las inversiones en Centroamérica del grupo. Sin embargo, la tendencia creciente implica una mayor dependencia del Grupo Aval en esa filial y podría activar nuestro criterio de subordinación estructural en caso de que la concentración aumente por encima de nuestra expectativa.

Además del comportamiento estable y creciente en el flujo de dividendos, el perfil crediticio del Grupo Aval individual es favorecido por una estructura de capital consecuente con la máxima calificación crediticia, particularmente por el sostenimiento de un indicador de doble apalancamiento inferior a 120% así como una relación de Deuda bruta/EBITDA cercana a 2x. La cobertura del gasto de intereses también conserva un nivel conservador como refleja el indicador EBITDA/Gasto de intereses de 8,5x promedio entre 2013 y 2015. Dada nuestra perspectiva de estabilidad para el flujo de dividendos y de ausencia de operaciones de endeudamiento significativas, esperamos que estas métricas se mantengan en niveles conservadores en los próximos dos años. Por otra parte, no anticipamos requerimientos de capital en el futuro cercano para respaldar alguna de las filiales, de forma que no prevemos la materialización de pasivos contingentes que pudieran afectar el perfil crediticio individual del Grupo Aval.

Los ingresos por dividendos (caja) alcanzaron COP1,1 billones al cierre de 2015 lo que implica un crecimiento anual de 13,9%. En 2016 esperamos una desaceleración en el crecimiento de los dividendos particularmente por la menor generación interna de capital del Banco Popular y una mayor capitalización de dividendos en Corficolombiana. El Banco de Bogotá permanece como la principal fuente de dividendos al representar el 54% del total a diciembre de 2015 frente al 52% de un año atrás, al cierre de 2016 dicho porcentaje probablemente se incrementara hacia 58%. La segunda filial más relevante en el flujo de dividendos es el Banco de Occidente que ha mantenido su participación estable en torno a 19%, le sigue el Banco Popular cuya participación disminuyó a 16% en 2015 desde 19% en 2013.

El indicador EBITDA/Gasto de intereses se ha mantenido estable con a 8,4x a junio de 2016, similar al 8,4x promedio que registró entre 2013 y 2015. De acuerdo con nuestros criterios, dichos niveles muestran una amplia suficiencia para cubrir el gasto de intereses y es consecuente con la máxima calificación crediticia. Bajo un escenario de estrés en el cual los ingresos por dividendos retrocedieran un 10% anual de forma consecutiva entre 2017 y 2020, lo cual consideramos de baja probabilidad de ocurrencia, esperaríamos que la cobertura del EBITDA al gasto de intereses se mantenga por encima de 5,5x.

Los bonos emitidos en dólares de Estados Unidos constituyen la deuda más importante del Grupo Aval individual con un saldo de COP4,7 billones que representó el 80% del total de sus obligaciones financieras a junio de 2016. Los vencimientos de estos bonos se darán en 2017 por USD600 millones y en 2022 por USD1.000 millones. El Grupo Aval cuenta con activos líquidos por USD833 millones que le permiten cubrir la totalidad del vencimiento de 2017 y 23% del vencimiento de 2022. Por otra parte, el grupo ha otorgado créditos subordinados en dólares a sus filiales por un valor cercano a USD680 millones los cuales eventualmente podrían ser utilizados para cubrir el vencimiento de bonos de 2022, pero esto dependerá de la capacidad del grupo para hacer líquidos estos activos previo a esa fecha. En el caso de los bonos en pesos colombianos los vencimientos más próximos se darán en diciembre de 2016 por COP114.670 millones y en 2019 por COP279.560 millones, los cuales pueden ser cubiertos holgadamente con el flujo de caja operativo (COP1,03 billones promedio entre 2013 y 2015) y los activos líquidos en pesos colombianos por un valor cercano a COP266.000 millones a junio de 2016. El Grupo Aval también mantiene deudas financieras con sus subordinadas cuyo saldo alcanzó COP685.085 millones a junio de 2016, el valor de estos préstamos varía recurrentemente de acuerdo con los requerimientos de tesorería del grupo. En el cuarto trimestre de 2016 el grupo espera realizar una nueva emisión de bonos ordinarios por COP300.000 millones que serán utilizados para sustituir los créditos con sus filiales y alargar el horizonte del perfil de vencimientos.

El indicador de doble apalancamiento (inversiones de capital+ *goodwill* / patrimonio) fue de 110,9% a junio de 2016, superior al 106% promedio que registró entre 2011 y 2015. En los próximos dos años esperamos que este indicador se mantenga estable en torno a 111%, lo cual asume que no se realizarán nuevas adquisiciones o capitalizaciones a las filiales financiadas con operaciones de deuda.

**Administración de riesgos y mecanismos de control: Consideramos que el Grupo Aval y sus filiales cuentan con una fuera 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. Así mismo, 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: Consideramos que los avances del Supervisor colombiano en los estándares regulatorios de solvencia son positivos para mejorar la calidad del capital de los bancos, pero también generan nuevos retos para la banca en sus prácticas tradicionales de capitalización.**

En 2015 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público expidió el Decreto 2392 de 2015 en el cual establece nuevos criterios para que un instrumento de deuda pueda computar en el patrimonio técnico regulatorio, entre los cambios más relevantes se exigirá que dichos instrumentos incorporen mecanismos de absorción de pérdidas que se activarán en función del desempeño del indicador de solvencia básica. Esta nueva normativa implica que los bonos subordinados que tradicionalmente han emitido los bancos colombianos ya no computarán en el patrimonio técnico para las emisiones que se realicen con posterioridad a diciembre de 2017. Consideramos que esta nueva normativa es un elemento positivo para el perfil crediticio de los bancos en la medida que aumentará la calidad del capital en lo que respecta a los instrumentos híbridos. Sin embargo, la materialización efectiva de lo anterior dependerá de la capacidad de los bancos para estructurar estos instrumentos y obtener una adecuada demanda por parte de los inversionistas, frente a lo cual consideramos que pueden existir restricciones dada la menor probabilidad de pago de capital de instrumentos y las posturas conservadoras en riesgo de crédito que tradicionalmente han aplicado los principales administradores de activos en Colombia.

En términos normativos también destacamos los proyectos de nueva regulación de conglomerados financieros, ya que permitirá que el Supervisor ejerza funciones de vigilancia sobre las compañías controladoras de entidades financieras y aumente la exigencia en términos de la gestión integral de riesgos, revelación de información y estándares de capital.

**Contingencias:** Según la información remitida por Grupo Aval, la entidad ni sus funcionarios tienen procesos en contra que pongan en riesgo su estabilidad patrimonial. Por otra parte, Grupo Aval tampoco ha sido sujeto de sanciones o de castigos impuestos por la Superintendencia Financiera o algún otro ente de regulación.

## II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

### Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

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

- Estabilidad en el posicionamiento de mercado de las filiales.
- Indicadores de calidad de activos con un comportamiento comparable al de los pares.
- Evolución de la rentabilidad de las filiales acorde con nuestras expectativas y la coyuntura del mercado.
- 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:

- Deterioro sostenido en el indicador de solvencia de las filiales con una disminución en el margen de holgura frente a los mínimos regulatorios.
- Disminución sostenida en la rentabilidad de las filiales con un comportamiento que se aleje de lo observado en la industria financiera.
- 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.
- Concentración de los ingresos de dividendos que nos haga considerar un cambio en el perfil de riesgo.

*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 2013, 2014, 2015 y a junio de 2016.

### III. 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.

<b>Balance</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-15</b>	<b>jun-16</b>
<i>COP miles de millones</i>									
Efectivo	286	1.413	1.59	1.771	1.283	1.851	736	1.965	792
Préstamos a subsidiarias	-	-	-	1.839	1.412	1.816	3.945	1.961	3.645
Inversiones de capital	5.423	6.607	16.677	18.398	23.490	24.903	15.808	14.648	16.428
Cuentas por cobrar	103	111	172	187	231	267	266	251	265
Goodwill	444	431	424	412	740	1.262	740	740	740
Otros activos	-	1	35	30	14	4	4	4	3
<b>Total activos</b>	<b>6.256</b>	<b>8.562</b>	<b>18.897</b>	<b>22.636</b>	<b>27.170</b>	<b>30.103</b>	<b>21.498</b>	<b>19.569</b>	<b>21.874</b>
Cuentas por pagar	188	215	326	401	425	423	427	416	425
Préstamos	122	1.451	1.444	1.151	-	100	390	130	685
Deuda de largo plazo (bonos)	1.150	1.045	945	3.553	3.807	4.412	5.642	4.848	5.269
Otros pasivos	3	3	4	-	-	3	2	8	3
<b>Total pasivos</b>	<b>1.464</b>	<b>2.713</b>	<b>2.719</b>	<b>5.106</b>	<b>4.232</b>	<b>4.938</b>	<b>6.462</b>	<b>5.401</b>	<b>6.381</b>
Capital social	14	14	19	19	20	22	22	22	22
Prima en colocación de acciones	2.896	3.514	6.309	6.225	8.013	8.505	8.505	8.505	8.505
Valorizaciones	-	-	6.982	7.739	10.733	11.881	853	452	708
Utilidad neta	401	464	668	803	766	879	1.122	1.079	1.259
Utilidades retenidas	1.482	1.857	2.201	2.745	3.406	3.878	4.534	4.110	4.999
<b>Total patrimonio</b>	<b>4.793</b>	<b>5.849</b>	<b>16.178</b>	<b>17.530</b>	<b>22.938</b>	<b>25.165</b>	<b>15.037</b>	<b>14.168</b>	<b>15.493</b>
<b>Pasivo + patrimonio</b>	<b>6.256</b>	<b>8.562</b>	<b>18.897</b>	<b>22.636</b>	<b>27.170</b>	<b>30.103</b>	<b>21.498</b>	<b>19.569</b>	<b>21.874</b>
<b>Estado de Resultados</b>									
<i>COP miles de millones</i>									
Método de participación	919	1.044	1.425	1.757	1.793	1.962	2.399	1.161	1.329
Ingresos de dividendos	0	-	24	-	17	37	0	0	0
Ingresos de intereses	8	16	61	81	109	115	125	56	121
Otros ingresos operativos	-	-	-	-	-	266	-	-	-
<b>Ingreso operativo</b>	<b>926</b>	<b>1.060</b>	<b>1.510</b>	<b>1.838</b>	<b>1.919</b>	<b>2.379</b>	<b>2.524</b>	<b>1.217</b>	<b>1.450</b>
Gastos operativos	22	44	79	63	69	268	80	40	44
Reintegro de gastos	12	17	22	42	47	56	57	30	91
<b>Gastos operativos netos</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>56</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>212</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>(47)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>917</b>	<b>1.032</b>	<b>1.454</b>	<b>1.817</b>	<b>1.897</b>	<b>2.167</b>	<b>2.501</b>	<b>1.207</b>	<b>1.497</b>
Depreciaciones y amortizaciones	11	13	14	38	36	0	1	1	0
<b>Ingreso operativo neto</b>	<b>906</b>	<b>1.019</b>	<b>1.440</b>	<b>1.779</b>	<b>1.861</b>	<b>2.167</b>	<b>2.501</b>	<b>1.207</b>	<b>1.496</b>
Ingreso no operativo neto	(17)	2	0	1	(0)	-	(13)	4	(57)
Gasto de intereses	101	92	182	243	276	217	283	127	179
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>788</b>	<b>930</b>	<b>1.258</b>	<b>1.537</b>	<b>1.585</b>	<b>1.950</b>	<b>2.205</b>	<b>1.084</b>	<b>1.260</b>
Gasto de impuestos	2	3	8	12	7	16	3	5	2
<b>Utilidad neta</b>	<b>787</b>	<b>927</b>	<b>1.250</b>	<b>1.525</b>	<b>1.577</b>	<b>1.935</b>	<b>2.201</b>	<b>1.079</b>	<b>1.259</b>

## IV. 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.*

---