

Reporte de calificación

.....

PROGRAMA DE EMISIÓN Y BONOS
ORDINARIOS DEL GRUPO AVAL
ACCIONES Y VALORES S. A.

Contactos:
Andrés Marthá Martínez
andres.martha@spglobal.com
Juan Sebastián Pérez Alzate
juan.perez1@spglobal.com

PROGRAMA DE EMISIÓN Y BONOS ORDINARIOS DEL 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 POR \$750.000 MILLONES GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.	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
Emisiones dentro del Programa de Emisión y Colocación con cupo global por \$400.000 millones				
PRIMERA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS POR \$400.000 MILLONES	C – 5 años	14-nov-19	14-nov-24	100.000
	A – 20 años	14-nov-19	14-nov-39	300.000

* millones de pesos colombianos (COP).

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

Emisor:	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
Monto calificado:	COP750.000 millones
Monto en circulación:	COP124.52 millones
Serie:	Serie A
Fecha de colocación:	03/12/2009
Plazos:	15 años
Rendimiento	5 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 de los tenedores:	Alianza Fiduciaria S. A.
Agente estructurador y colocador:	Corporación Financiera Colombiana S. A.
Garantía:	Capacidad de pago del emisor

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

Emisor:	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
Monto calificado:	COP300.000 millones
Monto en circulación:	COP300.000 millones
Serie:	A
Fecha de colocación:	24 de noviembre de 2016
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.

PROGRAMA DE EMISIÓN Y BONOS ORDINARIOS DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES 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.

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

PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

Emisor:	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
Monto calificado:	COP400.000 millones
Monto en circulación:	COP400.000 millones
Plazos:	Entre dos y 40 años.
Rendimiento	Serie A: IPC + 3,69%. Serie C: 6,42%.
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

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, la Sexta Emisión de Bonos Ordinarios 2017 por COP400.000 millones y al Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios hasta por COP400.000 millones del Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

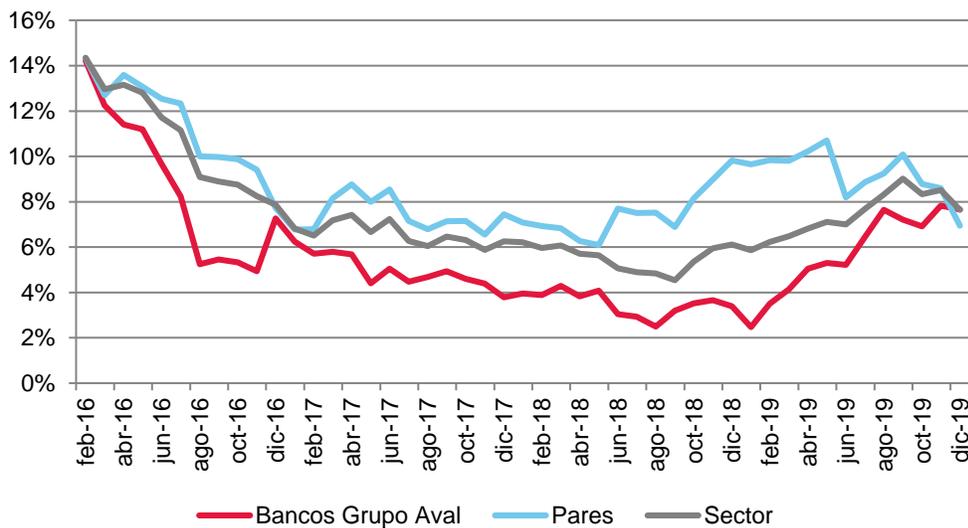
La calificación a los valores del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios Grupo Aval Acciones y Valores S.A. hasta por COP400.000 millones aplica a todas las emisiones del programa, siempre y cuando cumplan con las características estipuladas en el prospecto.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Calidad de la administración y enfoque estratégico: Los riesgos del entorno llevarán a un menor ritmo de crecimiento. Aun así, el Grupo Aval mantendrá su fuerte posición de negocio como uno de los conglomerados financieros líder en Colombia y Centroamérica.

El perfil crediticio del Grupo Aval se beneficia de la robusta posición de negocio de sus filiales en el sistema financiero colombiano, donde su participación de mercado – medido por el volumen de la cartera frente al total de establecimientos de crédito- fue de 25% promedio en los últimos cinco años. Durante 2019, observamos una recuperación en el crecimiento en la cartera de los bancos del grupo alcanzando un nivel similar al de sus pares, como muestra el Gráfico 1. Este comportamiento ha contribuido a contener la tendencia de disminución en la participación de mercado de los últimos cinco años, lo cual resulta positivo para nuestra evaluación de posición de negocio. Los segmentos de consumo e hipotecario continuaron siendo los de mayor dinamismo entre los bancos del grupo, con aumentos anuales en sus saldos de 10% y 14%, respectivamente. En el caso de la cartera comercial, su ritmo de expansión aumentó a 5,9% anual en diciembre de 2019 frente a la contracción de 1% de un año atrás, en línea con la recuperación de las condiciones económicas que favorecieron la demanda de crédito. El mejor dinamismo de la banca corporativa y empresarial explica, en buena medida, que la cartera total del Grupo Aval haya alcanzado la tasa de crecimiento más alta de los últimos tres años.

Gráfico 1
Crecimiento anual de la cartera bruta en Colombia



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

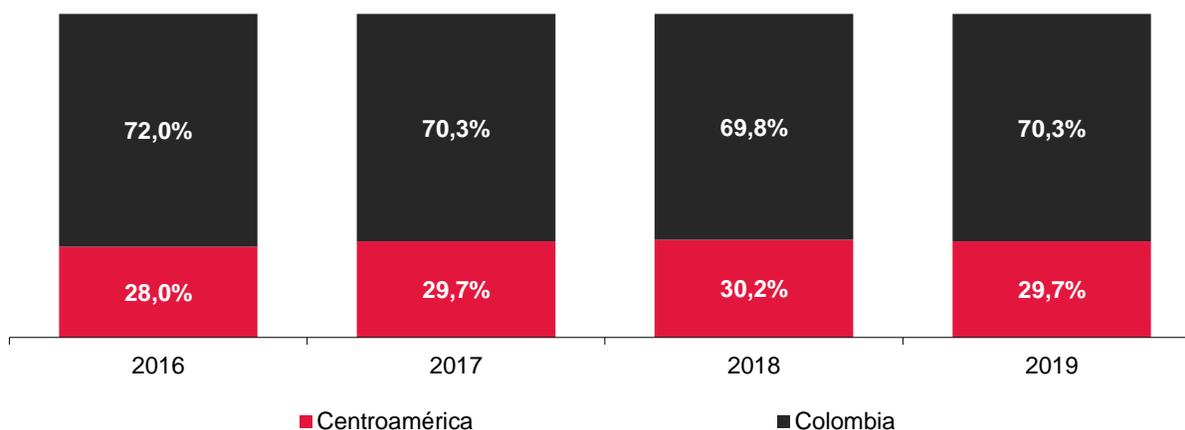
Para los próximos 12 meses, la disrupción en la actividad económica por cuenta de las medidas para contener el COVID-19, la volatilidad del precio del petróleo, entre otros factores políticos y económicos, impondrán retos para el crecimiento de la cartera de la industria bancaria. En nuestra opinión, la contracción de la demanda interna y el aumento en el riesgo de crédito llevarán a que el crecimiento de la cartera se ralentice frente a lo observado al cierre de 2019. Este efecto lo podrían compensar parcialmente las medidas que está tomando el gobierno para impulsar el flujo de crédito hacia los sectores económicos críticos para enfrentar la pandemia, pues los mecanismos implementados por las autoridades pueden reducir el riesgo crediticio y permitir que los bancos realicen el otorgamiento respetando su apetito de riesgo. Teniendo en cuenta el perfil conservador que ha caracterizado a los bancos del Grupo Aval, el crecimiento de su cartera probablemente se reducirá en relación con sus pares, por lo que esperamos retome la senda de menor participación de mercado. Nuestro análisis tiene en cuenta que lo anterior sería

compensado con la contención de riesgos de crédito y liquidez, situación que cobra relevancia en la coyuntura actual.

Nuestra evaluación de la posición del Grupo Aval incorpora positivamente los beneficios derivados de su diversificación geográfica a través de su operación en Centroamérica, cuya representatividad sobre el total de activos se ha mantenido estable en torno a 30% (ver Gráfico 2). Las inversiones del grupo en dicha región están representadas, mayoritariamente, por el BAC International Bank Inc. (calificación crediticia escala global en moneda extranjera de BB+/Estable/B por S&P Global Ratings), entidad que ha sostenido una posición de liderazgo con una participación de mercado en torno a 10% en los países donde opera.

En nuestra opinión, la adquisición de Multibank Financial Group (MFG) resultará positiva para la posición de negocio del Grupo Aval, en la medida que profundizará su diversificación geográfica con un mayor enfoque en Panamá (calificaciones en escala global y moneda extranjera de BBB+/Estable/A2 por S&P Global Ratings), uno de los países con las más altas calificaciones en escala global de América Latina. Asimismo, fortalecerá su liderazgo en la industria bancaria panameña al convertirse en el segundo grupo financiero de mayor tamaño. Una vez concluida la operación, la representatividad de Panamá para el Grupo Aval se ubicará en torno a 12% del activo total desde 7,3% al cierre de 2019. Esto disminuye la representatividad de economías centroamericanas con un entorno operativo de mayor riesgo, como es el caso de Costa Rica (B+/Negativa/B por S&P Global Ratings), El Salvador (B-/Estable/B por S&P Global Ratings) y Nicaragua (B-/Estable/B por S&P Global Ratings), países que representaron cerca de 30% de la cartera total del BAC International Bank Inc. a diciembre de 2019. Dados los riesgos de la actual coyuntura, daremos seguimiento a la estabilidad financiera de los países en Centroamérica y las repercusiones que esto pueda tener sobre el BAC International Bank Inc.

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 que exige la Comisión de Bolsa y Valores (SEC, por sus siglas en inglés) de los 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 filiales, actuando como un apoyo adicional para las estructuras de control interno propios de cada entidad. Esta vicepresidencia reporta directamente a la presidencia del grupo para ejercer sus funciones de control y monitoreo de forma independiente.

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 favorecido su diferenciación en la industria. El grupo ha continuado liderando el desarrollo de canales transaccionales digitales para sus filiales bancarias de forma unificada.

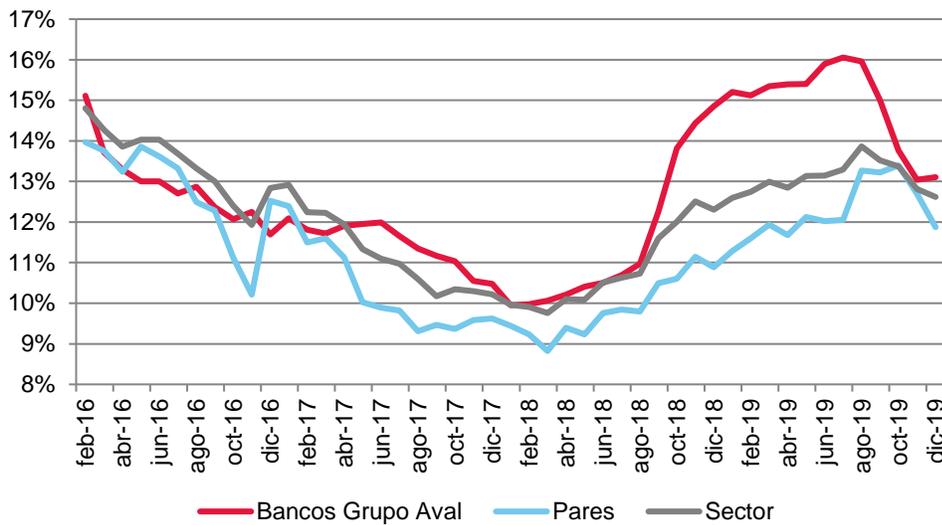
Las filiales del Grupo Aval han presentado un constante avance en su infraestructura tecnológica durante los últimos años que ha favorecido la competitividad de sus entidades en el mercado, dentro de lo que destacamos el desarrollo de canales transaccionales móviles y servicios electrónicos. El grupo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

Desempeño individual de las subsidiarias en operación: Los niveles favorables de rentabilidad frente a sus pares, junto con indicadores de solvencia adecuados en los principales bancos, son elementos positivos para enfrentar el entorno incierto.

Los bancos del Grupo Aval han sostenido una rentabilidad sobre el patrimonio que se compara positivamente frente a sus pares y la industria, lo cual consideramos una de las principales fortalezas de su perfil crediticio (ver Gráfico 3). Algunos de los factores que explican los altos niveles de rentabilidad son el mejor control de las pérdidas crediticias y el sostenimiento de niveles de eficiencia en gastos operativos que se comparan positivamente frente a sus pares. Asimismo, los resultados del grupo se benefician por el desempeño adecuado de la operación en Centroamérica conjugado con la devaluación del tipo de cambio. Un factor adicional en los ingresos del grupo es la mayor diversificación por actividades económicas respecto de otros grupos bancarios, a través de los resultados provenientes de los negocios en el sector real de Corficolombiana y de la administración de pasivos pensionales de Porvenir, entre otros.

En nuestra opinión, los resultados de los próximos 12 meses de los bancos del Grupo Aval enfrentarán una presión negativa por cuenta de un menor crecimiento de cartera y un incremento en el costo por riesgo de crédito. Adicionalmente, la disminución en las tasas de interés por parte del banco central derivará en un menor desempeño de los ingresos de intereses, teniendo en cuenta la alta representatividad del crédito comercial – cuyo rendimiento se encuentra indexado a tasas variables – en la cartera de los bancos del Grupo Aval. Si bien los efectos económicos de las medidas de aislamiento social aún son inciertos y no conocemos la profundidad de su impacto en el mercado de crédito, esperamos una disminución generalizada en los niveles de rentabilidad de la industria bancaria. En el caso del Grupo Aval, esperamos que su perfil conservador en riesgo de crédito, su diversificación geográfica y por actividades económicas contribuya para que sus niveles de rentabilidad se mantengan en niveles superiores o iguales a los de sus pares.

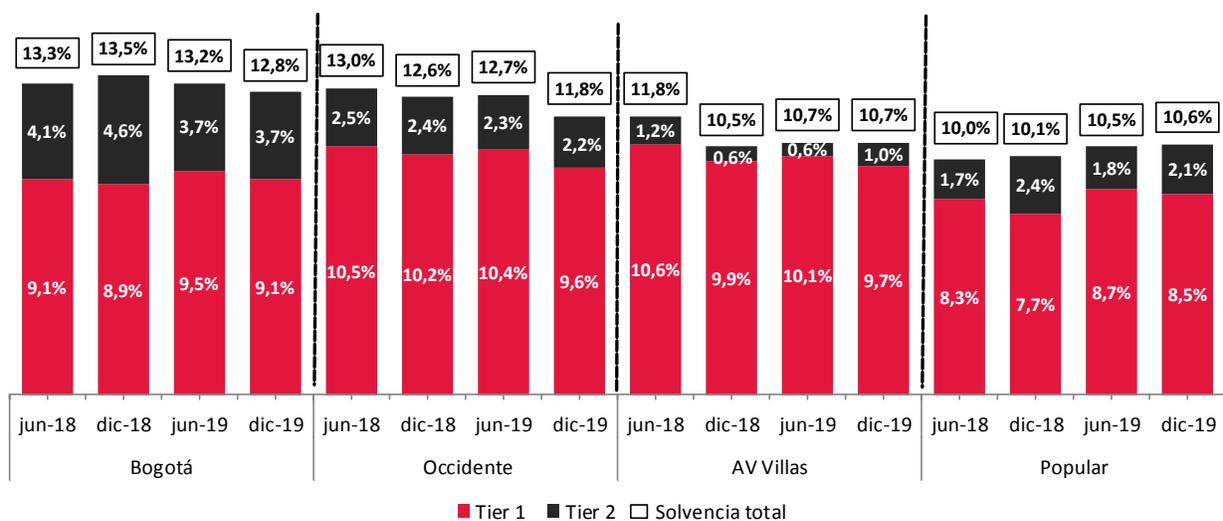
Gráfico 3
Rentabilidad sobre el patrimonio *



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. *Los datos fueron ajustados de forma que no incorporan el ingreso extraordinario que registró el Banco de Bogotá en junio de 2016 por la desconsolidación de Corficolombiana.

La solvencia consolidada de los principales bancos del Grupo Aval, Bogotá y Occidente, ha presentado un comportamiento relativamente estable con indicadores totales (Tier 1 + 2) en torno a 12% y una solvencia básica (Tier 1) superior a 9% (ver Gráfico 4). Lo anterior, junto con la adecuada generación interna de capital, les otorgan una fuerte capacidad para absorber pérdidas no esperadas. En el caso de los bancos AV Villas y Popular, los niveles actuales de solvencia constituyen una debilidad para sus perfiles crediticios individuales por el reducido margen de holgura frente a los mínimos regulatorios.

Gráfico 4
Indicadores de solvencia bancos consolidados



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

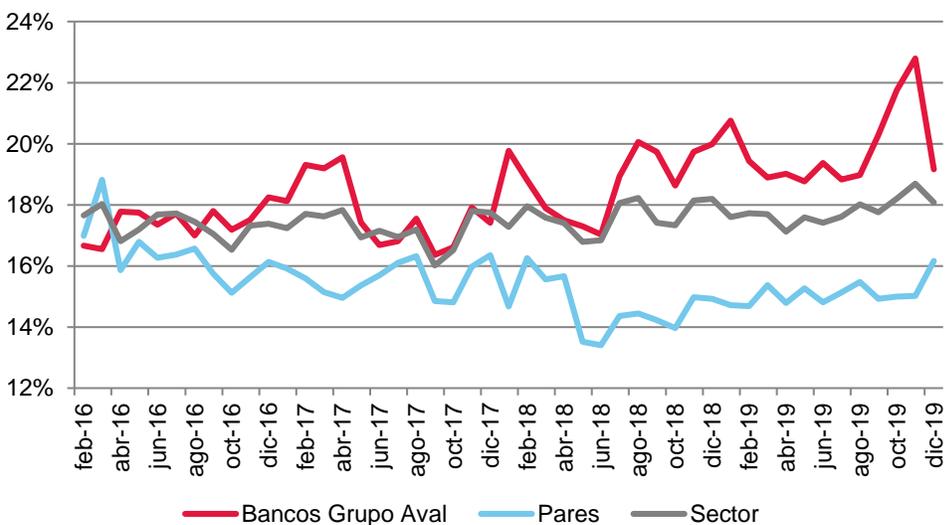
Una vez que se perfeccione la adquisición de Multibank Financial Group (MFG), esperamos que la solvencia consolidada del Banco de Bogotá se ubique entre 11% y 11,5% bajo el nuevo estándar de Basilea III, lo cual probablemente será inferior a sus pares. Teniendo en cuenta la fuerte generación

interna de capital y la disposición de los accionistas de mantener una capitalización de utilidades en torno a 50%, esperamos que la solvencia del banco tome una tendencia alcista y se aproxime a 12% en 2021. En los otros bancos del grupo, esperamos un incremento en los indicadores de solvencia luego de la implementación de Basilea III, por la menor ponderación de los activos por riesgo y por la calidad en el capital regulatorio de estos bancos.

El perfil de riesgo de liquidez de los bancos del Grupo Aval se beneficia de la adecuada estabilidad que han presentado sus depósitos a través del tiempo y el sostenimiento de una posición de activos líquidos consecuente con sus requerimientos pasivos. Por otra parte, consideramos que la implementación por parte del regulador del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN), que entró a regir en marzo de 2020, es positiva para la gestión del riesgo de liquidez de largo plazo pues llevará a que las entidades modifiquen su estructura de fondeo con un mayor enfoque hacia depósitos a plazo con vencimiento mayor a un año y emisiones de bonos, a la vez que disminuye la representatividad de inversionistas mayoristas en los depósitos a la vista, siendo este último factor una debilidad que hemos identificado en los bancos del Grupo Aval frente a sus pares. La convergencia del CFEN hacia el 100% que requiere el regulador disminuirá esta debilidad.

Los bancos del Grupo Aval han aumentado gradualmente su posición de liquidez durante los últimos dos años ampliando el diferencial frente a sus pares y la industria (ver Gráfico 5), factor que también mitiga los riesgos asociados con la mayor participación de inversionistas mayoristas en sus depósitos. Esta dinámica resulta positiva para enfrentar la actual coyuntura, pues los riesgos económicos derivados de la pandemia podrían reducir la disponibilidad de depósitos para el sistema bancario.

Gráfico 5
Activos líquidos / depósitos



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. 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 que percibe el Grupo Aval individual (entendido como el resultado combinado entre Grupo Aval Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited) presentaron una dinámica favorable con un incremento de 16,3% anual a diciembre de 2019, favorecido por el incremento que presentaron las utilidades de las filiales y la estabilidad en los indicadores de solvencia. Para 2020, los dividendos mantendrán una buena dinámica con un incremento de 8,5% anual, lo que es un crecimiento anual

PROGRAMA DE EMISIÓN Y BONOS ORDINARIOS DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

compuesto de 8,6% entre 2012 y 2020, lo cual denota la estabilidad a través del tiempo en la principal fuente de ingresos del calificado. Para 2021, los dividendos pueden estar presionados por menores utilidades de las filiales. No obstante, esperamos que los indicadores de cobertura del servicio de la deuda y la posición de liquidez se mantengan en niveles holgados, como observamos en anteriores escenarios de bajo crecimiento en los dividendos.

En lo que respecta a la diversificación de los dividendos, observamos que la representatividad del Banco de Bogotá ha disminuido levemente pasando a 66,2% en 2020 desde el 67,2% de 2018. Si bien el cambio es menor, destacamos la modificación de la tendencia, pues dicha representatividad había aumentado de forma constante desde el 54% de 2015. Teniendo en cuenta que la solvencia del Banco de Bogotá disminuirá luego de la adquisición de MFG, es probable que el flujo de dividendos de esta filial presente un menor crecimiento respecto de las otras compañías del grupo, en la medida que el Grupo Aval privilegie el fortalecimiento de los indicadores de solvencia posterior a la adquisición. Esto resultaría positivo para nuestra evaluación de diversificación en los ingresos del calificado y reduce la probabilidad de activar el criterio de subordinación estructural.

Los indicadores de apalancamiento y cobertura del servicio de la deuda del Grupo Aval han presentado una mejora consistente en los últimos años, gracias al crecimiento de los ingresos por dividendos, la estabilidad en el costo de fondos y en los niveles de deuda. A diciembre de 2019, tomando como base el flujo de caja, la cobertura del gasto de intereses (EBITDA/gasto de intereses) se ubicó en 5,6x (veces) frente al promedio de 4,2x registrado entre 2013 y 2018. Asimismo, el apalancamiento (deuda/EBITDA) bajó a 3,2x frente al 4,1x promedio entre 2013 y 2018. Con lo anterior, estos indicadores alcanzaron el nivel más conservador de los últimos siete años, acorde con nuestra expectativa y el nivel de calificación. Luego de la emisión de bonos en el mercado internacional por US\$1.000 millones efectuada en enero de 2020, esperamos que los indicadores de cobertura del servicio de la deuda tengan un leve deterioro en los próximos 12 a 24 meses. Los indicadores se recuperarán en 2022 una vez que el calificado amortice los bonos por US\$1.000 millones; no obstante, teniendo en cuenta los retos de la coyuntura actual, esperamos que entre 2023 a 2024 retornen a niveles similares a los del cierre de 2019.

Las obligaciones financieras del Grupo Aval individual se mantuvieron estables con COP4,5 billones a diciembre de 2019. Luego de la emisión de bonos efectuada en enero de 2020, esperamos que el pasivo financiero aumente a cerca de COP8 billones (asumiendo una tasa de cambio US\$/COP de 3.350), el cual disminuiría nuevamente en 2022 por la amortización de bonos mencionada anteriormente. Por lo anterior, consideramos que la nueva emisión de bonos en el mercado internacional resulta positiva para nuestra evaluación del perfil de riesgo de liquidez del Grupo Aval individual, pues le permitió alargar la duración media de sus pasivos teniendo en cuenta que los bonos emitidos en enero de 2020 tienen un plazo al vencimiento de diez años. En el caso los títulos en pesos, los vencimientos se encuentran uniformemente distribuidos entre 2020 y 2042, con vencimientos que oscilan entre COP93.000 millones y COP300.000 millones.

La posición en activos líquidos del Grupo Aval individual presentó una tendencia descendente pasando a COP1,6 billones en diciembre de 2019 desde COP2,2 billones en diciembre de 2016. En anteriores revisiones mencionamos que esto implicaba una menor flexibilidad financiera para atender eventos inesperados y cubrir los vencimientos de deuda en dólares. Este riesgo se disipó con la emisión de bonos efectuada en enero de 2020, pues permitirá un nuevo incremento en los activos líquidos que amortigua los riesgos de refinanciación para la amortización de bonos de 2022.

El doble apalancamiento (inversiones de capital + *goodwill* / patrimonio) del Grupo Aval individual ha sido estable con un promedio de 112% entre 2016 y 2019. Luego de la adquisición de MFG, esperamos que el indicador presente un incremento cercano a cinco puntos porcentuales, teniendo en cuenta que el

PROGRAMA DE EMISIÓN Y BONOS ORDINARIOS DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

mecanismo contemplado para fondear la adquisición incluye el aporte de recursos por parte del Grupo Aval al BAC International Bank. A pesar de dicho incremento, el indicador se mantendría por debajo de 120%, con lo cual mantendría una estructura de capital conservadora. Tras la adquisición, el indicador debería presentar una disminución gradual para aproximarse a sus niveles históricos. En caso de que el indicador aumentara por encima de 120% de forma sostenida, lo cual no forma parte de nuestra expectativa, podríamos disminuir la calificación.

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. En el ámbito 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 realiza 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.

Con la implementación de los requerimientos de la Ley de Conglomerados (Ley 1870 de 2017), el Grupo Aval pasó a ser sometido a la supervisión y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia al ser considerado como el *holding* del Conglomerado Financiero Aval. En nuestra opinión, este nuevo estatus es positivo para su perfil crediticio pues consideramos que dicha vigilancia aumenta la exigencia sobre sus sistemas de gestión de riesgo y control interno. Destacamos que el Grupo Aval cumple con holgura los requerimientos de capitalización que exige la nueva normatividad que rige desde noviembre de 2019, con un patrimonio técnico que excede en 1,7x el mínimo requerido a diciembre de 2019. Asimismo, el calificado ha avanzado positivamente en las adecuaciones requeridas para la implementación del Marco de Gestión de Riesgos del Conglomerado.

Contingencias: A diciembre de 2019, el Grupo Aval y algunos de sus funcionarios 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 y funcionarios. De esta forma, consideramos que las implicaciones de estos procesos legales tienen un alto grado de incertidumbre para la fecha de elaboración de nuestro reporte de calificación, por lo cual no contamos con elementos suficientes para medir su posible impacto financiero y demás repercusiones que puedan tener sobre nuestra evaluación del perfil crediticio del Grupo Aval. Daremos seguimiento a la evolución de estos procesos legales e incorporaremos su efecto en nuestras calificaciones, si hay lugar a ello, en la medida que contemos con mayor certeza sobre el desarrollo de las investigaciones.

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 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:

- 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	1722
Fecha del comité	20 de abril de 2020
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 las calificaciones

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

Revisión periódica Abr./19: 'AAA'
 Revisión periódica Ago./18: 'AAA'
 Calificación inicial Dic./09: 'AAA'

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

Revisión periódica Abr./19: 'AAA'
 Revisión periódica Ago./18: 'AAA'
 Calificación inicial Oct./09: 'AAA'

PROGRAMA DE EMISIÓN Y BONOS ORDINARIOS DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.

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

Revisión periódica Abr./19: 'AAA'
Revisión periódica Ago./18: 'AAA'
Calificación inicial May./17: 'AAA'

Programa de emisión y colocación de bonos ordinarios por \$400.000 Millones:

Calificación inicial Oct./19: 'AAA'

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor o entidad 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 auditados de los últimos cuatro años a diciembre de 2019. La información financiera se basa en los estados financieros combinados 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 es utilizado para las emisiones de bonos en el mercado extranjero.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en www.brc.com.co

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite www.brc.com.co o bien, haga clic [aquí](#).

VI. ESTADOS FINANCIEROS:

Balance	2016	2017	2018	2019	Variaciones	
					2019/2018	2018/2017
Efectivo	570	669	1.087	982	-9,7%	62,4%
Préstamos a subsidiarias	2.184	2.064	1.886	1.959	3,9%	-8,6%
Inversiones de capital	17.849	18.937	20.320	22.516	10,8%	7,3%
Cuentas por cobrar	278	276	270	323	19,6%	-2,2%
Goodwill	-	-	-	-		
Otros activos	4	3	3	15	380,8%	-0,4%
Total activos	20.884	21.949	23.566	25.796	9,5%	7,4%
Cuentas por pagar	429	451	417	478	14,5%	-7,6%
Préstamos	718	526	525	424	-19,2%	-0,2%
Deuda de largo plazo (bonos)	3.749	4.131	4.399	4.550	3,4%	6,5%
Otros pasivos	3	3	3	10	187,3%	6,6%
Total pasivos	4.899	5.111	5.345	5.461	2,2%	4,6%
Capital social	22	22	22	22	0,0%	0,0%
Prima en colocación de acciones	8.505	8.505	8.613	8.613	0,0%	1,3%
Superávit por método de participación / Valorizaciones	802	965	848	1.286	51,7%	-12,1%
Utilidad neta	1.054	2.001	2.888	3.031	5,0%	44,3%
Utilidades retenidas	5.603	5.345	5.850	7.382	26,2%	9,5%
Total patrimonio	15.985	16.838	18.222	20.335	11,6%	8,2%
Pasivo + patrimonio	20.884	21.949	23.566	25.796	9,5%	7,4%
Estado de Resultados	2016	2017	2018	2019	2019/2018	2018/2017
Método de participación	2.471	2.049	2.868	3.031	5,7%	39,9%
Ingresos de dividendos	0	0	0	0		
Ingresos de intereses	220	133	140	166	18,9%	5,1%
Otros ingresos operativos						
Ingreso operativo	2.691	2.182	3.007	3.197	6,3%	37,8%
Gastos operativos	99	91	76	109	43,6%	-16,8%
Reintegro de gastos	74	230	283	283	0,0%	22,7%
Gastos operativos netos	25	-139	-207	-174	-15,9%	48,5%
EBITDA	2.666	2.322	3.215	3.371	4,9%	38,5%
Depreciaciones y amortizaciones	1	1	1	2	178,6%	2,4%
Ingreso operativo neto	2.666	2.321	3.214	3.369	4,8%	38,5%
Ingreso no operativo neto	8	4	0	0	-81,1%	-90,8%
Gasto de intereses	358	273	259	276	6,8%	-5,2%
Utilidad antes de impuestos	2.315	2.052	2.955	3.093	4,6%	44,0%
Gasto de impuestos	3	50	68	61	-9,2%	34,0%
Utilidad neta	2.312	2.001	2.888	3.031	5,0%	44,3%

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

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.
