

# Reporte de calificación

---

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

**Comité Técnico:** 28 de octubre de 2015  
**Acta número:** 842

**Contactos:**  
**Andrés Marthá Martínez**  
[andres.martha@standardandpoors.com](mailto:andres.martha@standardandpoors.com)  
**Camilo Andrés Pérez Mojica**  
[camilo.perez@standardandpoors.com](mailto:camilo.perez@standardandpoors.com)

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

REVISIÓN PERIÓDICA	
DEUDA DE LARGO PLAZO	Calificación 'AAA'
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 30 de junio de 2015	Historia de la calificación:
Activos: COP30.884.885	Revisión periódica Nov./14: 'AAA'
Pasivo: COP5.401.372	Revisión periódica Nov./13: 'AAA'
Patrimonio: COP25.483.513	Calificación inicial Dic./09: 'AAA'
Utilidad operacional: COP1.237.000	
Utilidad neta: COP1.104.596	

## 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

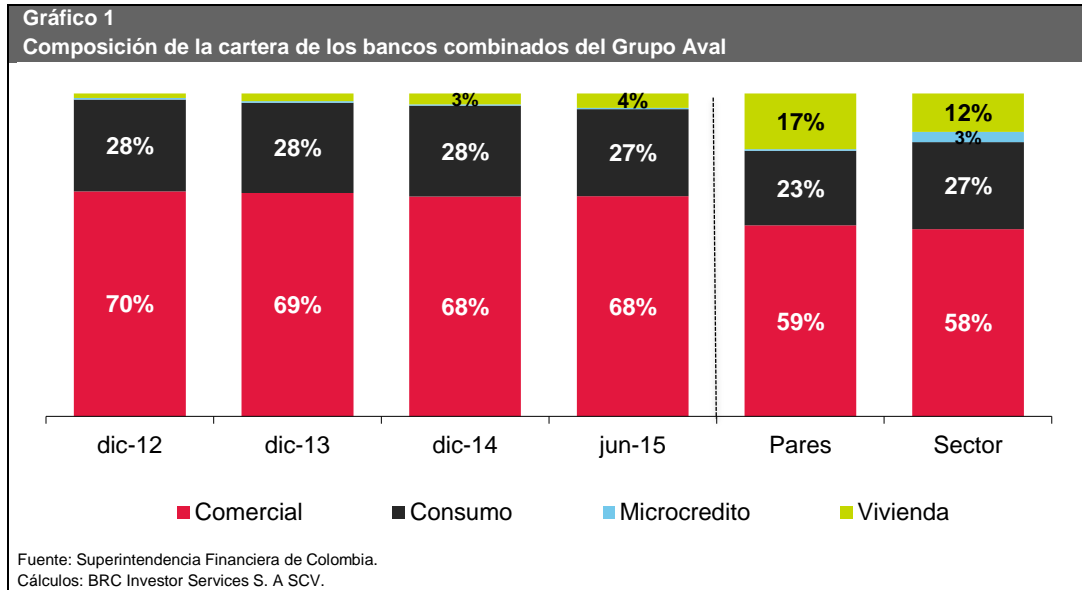
## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

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.

La consistencia estratégica del Grupo Aval focalizada en el crecimiento de sus filiales en el sector financiero, sumado a su trayectoria de más de 40 años en el mercado colombiano, le han permitido posicionarse como el líder de la industria local. Adicionalmente, la estrategia de expansión internacional iniciada en 2010 ha resultado positiva para el afianzamiento del grupo como líder del sector financiero centroamericano con una participación de 9,5% a junio de 2015. Esperamos que en los próximos años el Grupo Aval conserve su posición favorable de mercado, fortalezca sus ventajas competitivas y mantenga un crecimiento estable de su operación fundamentado en la habilidad de la gerencia, sus adecuadas prácticas de gestión del riesgo y el continuo desarrollo de sinergias entre las filiales.

La participación del Grupo Aval en el mercado de crédito y arrendamiento financiero (*leasing*) colombiano fue de 27,8% a junio de 2015, ligeramente inferior al promedio de 28,3% que registró entre 2010 y 2014.

La composición de la cartera de los bancos del grupo combinados se ha mantenido relativamente estable con la preponderancia del segmento comercial (Gráfico 1). Los segmentos asociados con la banca de personas (consumo e hipotecario) han incrementado levemente su representatividad a 31,5% en junio de 2015 desde 28,7% en diciembre de 2010, lo que responde a la estrategia de mayor penetración de esos mercados que han emprendido el Banco de Bogotá y el Banco de Occidente.

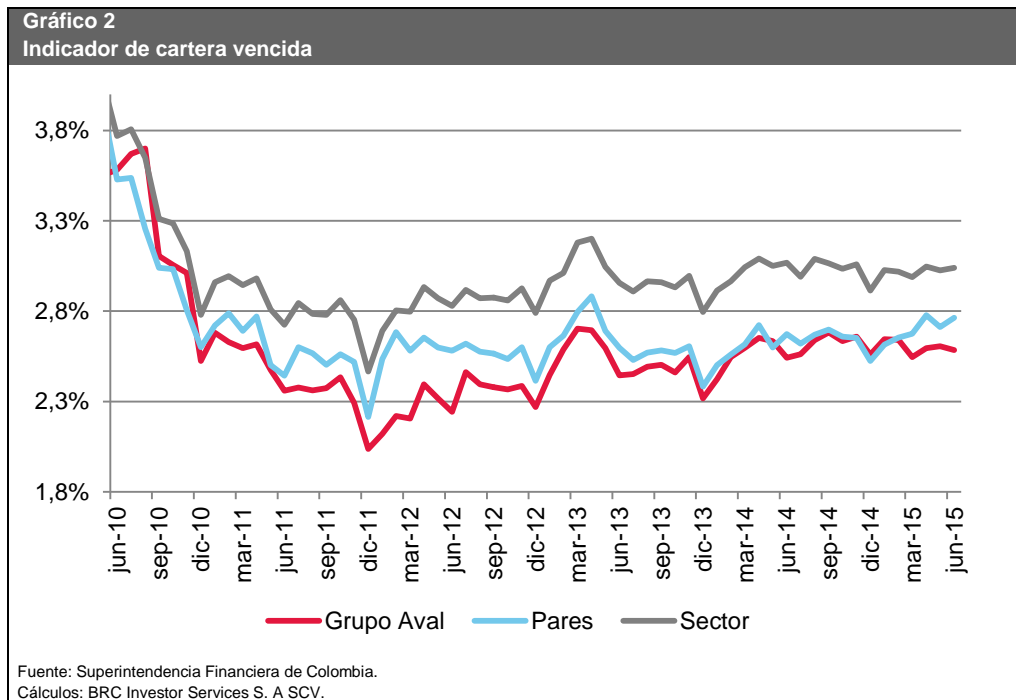


La devaluación del peso colombiano provocó que la participación de los activos del grupo en Centroamérica aumentara a 26% en junio de 2015 frente a 20,8% de un año atrás. La mayor correlación de la economía centroamericana con los Estados Unidos, así como los beneficios que obtiene de los bajos precios del petróleo, serán elementos positivos para el grupo a la hora de enfrentar el entorno económico menos favorable de su mercado local. Sin embargo, la dinámica cambiaria ha provocado que la participación de los activos del Grupo Aval en países con calificaciones crediticias inferiores a las de Colombia ('BBB/A-2/Estable' por Standard & Poor's Rating Services) aumentara a 20% desde 15%, lo que indica un aumento del riesgo sistémico en el que opera el conglomerado. Lo anterior es mitigado, parcialmente, por la fortaleza financiera del BAC Credomatic ('BBB-/A-3/Estable' por Standard & Poor's Rating Services), entidad que representa las inversiones del grupo en la región y que mantiene robustos indicadores de solvencia, rentabilidad y calidad de los activos.

A junio de 2015, el activo total del Grupo Aval consolidado alcanzó COP194,8 billones luego de registrar un incremento anual de 18,7%, variación superior al 15,3% que registró el sector bancario local. No obstante, al excluir el efecto de la devaluación del peso colombiano, el crecimiento de los activos del grupo habría sido cercano al 10%. En el caso de las filiales bancarias en Colombia, la cartera de créditos y *leasing* registró una variación anual de 15,3%, similar al promedio de 14,9% observado entre 2012 y 2014. Para 2016, esperamos que la desaceleración económica y el incremento en los costos de financiamiento disminuyan la demanda de crédito, particularmente en los segmentos de consumo e hipotecario por el efecto en el gasto de los hogares, con lo cual la cartera del Grupo Aval en Colombia podría disminuir su ritmo de crecimiento anual hacia 10%, que sería el más bajo desde 2009. De otro lado, esperamos que la cartera comercial incremente de nuevo su participación impulsada por la demanda de crédito asociada con los proyectos de infraestructura del gobierno, conocidos como 4G, aunque los requerimientos de crédito más importantes se darían en 2018 y 2019.

Las estimaciones preliminares de algunos establecimientos de crédito indican que los proyectos de 4G requerirán financiación por un valor entre 8% y 13% del total de la cartera del sistema a junio de 2015, con desembolsos que se diferirán entre 2017 y 2021. La magnitud de estos proyectos y su alto nivel de complejidad generan importantes retos para todos los actores involucrados en su desarrollo; en el caso de los bancos cobra especial relevancia la evaluación adecuada de los riesgos tanto desde la perspectiva crediticia como de las fuentes de fondeo. Al respecto, consideramos que la amplia experiencia de Corficolombiana ('AAA', 'BRC 1+') en el desarrollo de obras de infraestructura le permite a Grupo Aval capitalizar el conocimiento sobre de los riesgos asociados y los mecanismos de mitigación. Nuestra expectativa es que el grupo participe en estos proyectos en un porcentaje similar a su cuota de mercado.

**Consideramos que el desempeño individual de las filiales bancarias del Grupo Aval muestra una capacidad sumamente fuerte para cumplir con sus obligaciones financieras, Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco AV Villas y Banco Popular, calificadas en 'AAA', 'BRC 1+'. Las filiales bancarias del Grupo Aval mantienen niveles de calidad de cartera que se comparan favorablemente frente a sus pares y el sector bancario, esto se refleja en el indicador de calidad por vencimiento (ICV) que se ha mantenido relativamente estable en torno al 2,6% en promedio que registró entre junio de 2013 y junio de 2015 (Gráfico 2). En 2016 y 2017 es probable que la calidad de los activos del grupo presente un menor desempeño por el entorno económico; sin embargo, esperamos que el Grupo Aval consolidado continúe presentando mejores indicadores que el agregado de la industria, esto teniendo en cuenta el enfoque de su cartera hacia el sector corporativo que tradicionalmente ha mostrado una menor sensibilidad ante el deterioro de las condiciones económicas respecto del segmento de consumo.**



La desaceleración que ha experimentado la economía colombiana en 2014 y 2015 ha repercutido sobre la calidad de la cartera comercial del Grupo Aval con un ICV que alcanzó 1,91% en junio de 2015 frente a 1,53% del mismo mes de 2013, pero este incremento ha sido menor que lo observado en los pares para quienes el indicador pasó a 2,14% desde 1,61%. El aumento en el ICV del grupo está asociado con pequeñas y medianas empresas de sectores particulares de la economía cuyas condiciones se han deteriorado, como es el caso de los relacionados con la industria de hidrocarburos. Los bancos del grupo han identificado estos casos y están implementando programas especiales para la gestión del riesgo. La exposición de la cartera total del grupo al sector de minería y petróleo es relativamente baja, alrededor de

2% a diciembre de 2014, de forma que no esperamos que la situación adversa que enfrenta dicho sector tenga una repercusión significativa sobre la calidad de los activos del grupo. Sin embargo, en los próximos dos años existen riesgos particulares que podrían afectar los niveles de morosidad, tal como es el caso de compañías cuyas estructuras de costos estén relacionadas con el tipo de cambio y/o presenten altos niveles de endeudamiento de moneda extranjera.

En el caso de los segmentos de consumo e hipotecario, los bancos del Grupo Aval presentan niveles de calidad favorables con un ICV de 4,4% y 1,5% (promedio junio 2013 – junio 2015), respectivamente, mientras que en los pares fueron de 4,7% y 2,1%. En nuestra opinión, en los próximos dos años el desempeño en la calidad de estos segmentos estará relacionado con la evolución de la tasa de desempleo, de forma que un deterioro del mercado laboral se reflejaría en mayores índices de morosidad. No obstante, teniendo en cuenta que la desaceleración económica se ha focalizado en industrias que no son intensivas en mano de obra, no esperamos que el mercado laboral colombiano enfrente un deterioro significativo en los próximos dos años. Aun así, es probable que el ICV del grupo consolidado en este segmento presente un menor desempeño en 2016 o 2017, debido a la estrategia de mayor penetración que han implementado los principales bancos del grupo, particularmente el Banco de Bogotá cuyos indicadores de calidad en consumo se comparan desfavorablemente con sus pares.

**La estrategia de expansión inorgánica que ha implementado el Grupo Aval desde 2010, unido al crecimiento en la cartera de sus bancos en Colombia, ha resultado en una disminución de su fortaleza patrimonial. El indicador de solvencia combinado de las filiales bancarias ha sostenido una tendencia descendente y se ubicó en 11,3% a junio de 2015, mientras que en 2012 era cercano a 15%, con lo cual se ha ubicado por debajo de sus pares colombianos en proceso de expansión internacional (Grupo Aval no está obligado a reportar el indicador de solvencia, de forma que este es un indicador informativo). La menor liquidez en el sistema financiero y el incremento en los costos de fondeo podrían reducir los incentivos para realizar nuevas adquisiciones, lo que unido a nuestra expectativa de desaceleración en el crecimiento de la cartera en Colombia, resultaría en un comportamiento estable de la relación de solvencia para 2016 y 2017. Sin embargo, existe el riesgo de que la devaluación del peso colombiano se profundice y ello genere una presión adicional sobre la solvencia consolidada del Banco de Bogotá.**

En 2013 y 2014 el Grupo Aval implementó diversas medidas de fortalecimiento patrimonial, de las cuales destacamos la emisión de acciones ordinarias por COP2,4 billones en diciembre de 2013 y la emisión de acciones preferenciales efectuada en la bolsa de Nueva York por COP2,5 billones en septiembre de 2014. En nuestra revisión de 2014 esperábamos que estas medidas de fortalecimiento resultaran en un incremento de la solvencia del grupo hacia un nivel superior al 12%. Sin embargo, la pronunciada devaluación del peso colombiano provocó un fuerte incremento de los activos denominados en moneda extranjera y ello incidió de forma negativa en la solvencia del Banco de Bogotá, lo cual constituyó la principal razón por la cual no se cumplieron nuestras expectativas.

La rentabilidad sobre el patrimonio del Grupo Aval consolidado disminuyó a 14,4% en junio de 2015 desde 18,8% en junio de 2014, con lo cual se ubicó por debajo del 16,8% que registró el sector bancario. Entre los factores más importantes que explican la disminución se encuentran el incremento en las tasas de negociación de la deuda pública y su efecto negativo sobre el rendimiento del portafolio de inversiones, un menor margen de intermediación y la reforma tributaria que aumentó la tasa implícita del impuesto de renta a 39% desde 34%. Por otra parte, los gastos de provisiones netos de recuperaciones registraron un incremento de 32,5% producto del menor desempeño en la calidad de la cartera comercial y la expansión de la cartera de consumo, ya que esto último aumenta la exigencia de provisiones generales. **En 2016 esperamos que la rentabilidad del grupo consolidado se mantenga estable o disminuya. Nuestra expectativa se fundamenta en la desaceleración esperada para la cartera y el probable menor**

**desempeño en la calidad. Por otra parte, en 2015 hemos observado señales de una menor liquidez en el sistema financiero por el bajo crecimiento de las captaciones y el incremento de la relación cartera/depósitos. De continuar esta tendencia, es probable que el costo de fondeo de los bancos se incremente en 2016 y con ello disminuya el margen de intermediación. Esperamos que el Grupo Aval enfrente adecuadamente esta coyuntura, pues su estructura de fondeo, concentrada en un 50% en depósitos a la vista, le podría permitir una mayor flexibilidad en el ajuste de su gasto de intereses respecto de otros competidores más concentrados en depósitos a plazo.**

La Tabla 1 muestra que la rentabilidad sobre el patrimonio de las filiales individuales del Grupo Aval ha presentado una tendencia descendente desde 2010, similar a lo observado en el sector bancario. En diciembre de 2014 se destaca el aumento en la rentabilidad del Banco de Occidente, situación relacionada con el ingreso extraordinario que recibió por una operación de venta de acciones de Corficolombiana que se encontraban en su portafolio y fueron adquiridas por el Grupo Aval. En el primer semestre de 2015, las utilidades del Banco de Bogotá individual se beneficiaron por los ingresos por método de participación que fueron incluidos con la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), así como por la devaluación del peso colombiano y su efecto sobre la valoración de las inversiones internacionales.

**Tabla 1: Rentabilidad sobre el patrimonio**

Entidades	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-14	jun-15
Bco. Bogotá	15,2%	13,6%	14,4%	12,3%	10,8%	12,8%	18,8%
Bco. Occidente	15,0%	14,6%	14,7%	12,0%	29,6%	13,6%	14,1%
AV Villas	17,2%	17,7%	15,2%	15,8%	15,2%	17,1%	17,0%
Popular	21,0%	19,7%	17,2%	16,6%	14,6%	16,6%	16,4%
Corficolombiana	19,6%	20,8%	13,2%	13,7%	10,9%	13,2%	17,3%
Porvenir	29,8%	24,7%	26,5%	17,8%	21,8%	24,3%	26,8%
Sector bancario	17,0%	15,9%	14,6%	13,1%	14,3%	13,6%	17,5%

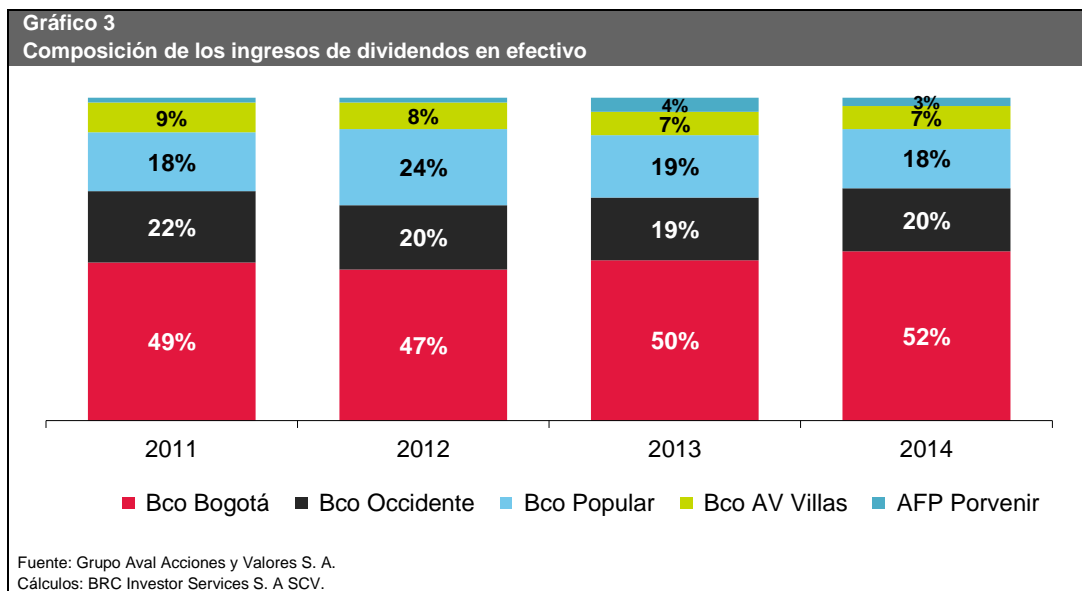
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.  
Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

**El perfil financiero del Grupo Aval individual (entendido como el resultado combinado entre Grupo Aval Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited) es favorecido por el flujo de dividendos estable y creciente proveniente de sus filiales, así como por niveles de endeudamiento consecuentes con la máxima calificación crediticia. A pesar de que la relación de doble apalancamiento (inversiones de capital/patrimonio) aumentó a 104,8% en junio de 2015 desde 101,6% en junio de 2014, aún presenta un nivel conservador e inferior al máximo de 113% que registró en 2010. Por otra parte, la cobertura del gasto de intereses (EBITDA/gastos de intereses) presentó un desempeño positivo al ubicarse en 9,72 veces (x) en junio de 2015, mientras que entre 2010 y 2014 fue de 8,97x en promedio.**

A junio de 2015, la relación entre la deuda bruta y el EBITDA (anualizado) disminuyó a 2,01x desde el 2,08x registrado al cierre de 2014, lo cual es inferior al promedio de 2,15x que registró entre 2010 y 2014. Los bonos emitidos en dólares de Estados Unidos constituyen la deuda más importante del grupo con un saldo de COP4,1 billones que representó el 76,3% del pasivo total. Los vencimientos de estos bonos se darán en 2017 por USD600 millones y en 2022 por USD1.000 millones, para cubrir estos pagos el Grupo Aval cuenta con activos por USD1.538 millones de los cuales 86% podría ser liquidado inmediatamente y que por estar denominados en la misma moneda mitigan el riesgo cambiario. Por otra parte, la cobertura de los gastos por intereses se daría principalmente a través de la generación de los ingresos operativos, frente a esto observamos una holgura suficiente para cumplir con estos pagos, como mencionamos previamente. Bajo un escenario de estrés en el cual los ingresos por dividendos retrocedieran un 10%

anual de forma consecutiva entre 2016 y 2019, 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, lo que es consecuente con la máxima calificación crediticia.

Los ingresos operativos que percibe el Grupo Aval individual están compuestos en 87% por los dividendos provenientes de sus filiales y el porcentaje restante se deriva de los rendimientos de su portafolio de inversiones. Los dividendos recibidos en efectivo han presentado un incremento sostenido en los últimos años con una tasa anual de crecimiento de 17,4% promedio entre 2011 y 2014. El Banco de Bogotá es la principal fuente de estos ingresos al representar el 52% del total en 2014, porcentaje que ha venido aumentando desde 47% registrado en 2012 (Gráfico 3). Al cierre de 2015 es probable que esta concentración se incremente en la medida que los ingresos provenientes de Centroamérica serán favorecidos por la devaluación del peso colombiano y ello se traducirá en mayores dividendos provenientes del Banco de Bogotá, mientras que en el resto de filiales esperamos que el crecimiento de los dividendos se mantenga cercano a su desempeño histórico. **Si bien la concentración de los dividendos en el Banco de Bogotá se mantiene en niveles controlados, la tendencia creciente implica una mayor dependencia del Grupo Aval en esa filial y podría generar un efecto de subordinación estructural creciente que es ponderado de forma negativa en nuestras calificaciones de conglomerados bancarios.**



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 permite tener un mayor poder de negociación con proveedores, a diferencia de lo que sucedería si las entidades realizaran estas inversiones de forma individual, lo que también es un factor positivo para la estructura de costos de las filiales. En 2015 el grupo presentó 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 nuevos servicios electrónicos, así como programas de mercadeo unificados para todas sus filiales que han sido elementos positivos para mejorar su diferenciación en la industria. En los próximos años el grupo continuará avanzando en el desarrollo de infraestructura tecnológica y canales transaccionales alternativos, por lo

cual esperamos que la evolución satisfactoria de estos proyectos resulte en un proceso de mejora continua en la eficiencia y competitividad de sus entidades.

Como emisor de bonos y acciones en el mercado internacional, el Grupo Aval cumple con los estándares de revelación de información y estructura de gobierno corporativo exigidos por la *Securities and Exchange Commission* de 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, que actúa 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.

La importancia sistémica en Colombia y Centroamérica del Grupo Aval le exige mantener los más altos estándares en la gestión de los riesgos financieros y no financieros. Para cumplir con estas labores, cada una de las entidades del grupo 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.

## **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 en el indicador de solvencia combinado 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.



### **III. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD**

Grupo Aval Acciones y Valores S. A. es una empresa holding creada en 1998 con participación controlante en varias entidades del sector financiero, las cuales son: Banco de Bogotá S. A., Banco de Occidente S. A., Banco Popular S. A., Banco AV Villas S. A., y la Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S. A.. Los principales objetivos de Grupo Aval son los siguientes: 1) consolidar las principales inversiones de la Organización Luis Carlos Sarmiento Angulo (OLCSAL) en el sector financiero colombiano; y 2) facilitar el acceso al mercado de capitales del conglomerado.

A junio de 2015, la participación directa de Grupo Aval en las filiales se compone de la siguiente manera:

**Tabla 2: Entidades controladas por el Grupo Aval**

Entidad	Calificación de deuda de largo plazo	Participación directa	Participación indirecta	Participación Total
Banco de Bogotá S. A.	AAA	68,7%	0,0%	68,7%
Banco de Occidente S. A.	AAA	72,2%	0,0%	72,2%
Banco Comercial AV Villas S. A.	AAA	79,9%	0,0%	79,9%
Banco Popular S. A.	AAA	93,7%	0,0%	93,7%
AFP Porvenir S. A.	AAA*	20,0%	56,0%	76,0%
Corporación Financiera Colombiana S. A.	AAA	9,3%	35,0%	44,3%
Grupo Aval Limited	n.a.	100,0%	0,0%	100,0%
Grupo Aval International Limited	n.a.	100,0%	0,0%	100,0%

Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

\*Calificación de Riesgo de Contraparte.

Adicionalmente a lo anterior, a través de sus bancos subordinados, Grupo Aval controla indirectamente a la Corporación Financiera Colombiana S. A. y a las siguientes filiales financieras: Fiduciaria Bogotá, Fiduciaria de Occidente, Fiduciaria Corficolombiana y Fiduciaria Popular; a la Firma Comisionista de Bolsa Casa de Bolsa y a los almacenes generales de depósito Almaviva y Alpopular, entre otras.

La estructura accionaria de Grupo Aval a junio de 2015 es la siguiente:

**Tabla 3: Composición accionaria**

Accionista	Acciones ordinarias		Accionista	Acciones preferenciales	
	Participación acciones ordinarias	Participación total acciones		Participación acciones preferenciales	Participación total acciones
Admnegocios & Cía. SCA	39,8%	27,3%	JP Morgan Chase Bank	22,3%	7,0%
Actiunidos S. A.	19,8%	13,6%	El Zuque S.A.	13,7%	4,3%
Inversiones Escorial S. A.	8,3%	5,7%	Actiunidos S.A.	9,8%	3,1%
Intrassets Trading S.A	6,5%	4,4%	Socineg S.A	9,8%	3,1%
Rendifin S.A. En Liquidación	4,2%	2,9%	Aminversiones S.A.	7,1%	2,2%
Aminversiones S. A.	4,1%	2,8%	Manuel Guillermo Jara	6,0%	1,9%
El Zuque S. A.	3,7%	2,5%	Rendifin S.A en liquidacion	2,3%	0,7%
Socineg S. A.	3,5%	2,4%	Inés Helena Velez Trujillo	1,2%	0,4%
Inversegovia S. A.	2,6%	1,8%	Fondo Ishares Colcap	1,2%	0,4%
Otros accionistas	7,5%	5,2%	Otros accionistas	26,5%	8,3%

Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

## IV. 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.

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

*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 2012, 2013, 2014 y junio de 2015.

## V. 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 al cierre de 2014 y a junio de 2015 se encuentran en contabilidad NIIF, los demás periodos se presentan en COLGAPP.

<b>Balance</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>jun-14</b>	<b>jun-15</b>
<i>COP miles de millones</i>								
Efectivo	286	1.413	1.59	1.771	1.283	1.851	1.495	1.965
Préstamos a subsidiarias	-	-	-	1.839	1.412	1.816	1.426	1.961
Inversiones de capital	5.423	6.607	16.677	18.398	23.490	24.903	24.342	26.704
Cuentas por cobrar	103	111	172	187	231	267	236	251
Goodwill	444	431	424	412	740	1.262	834	
Otros activos	0	1	35	30	14	4	11	4
<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>28.344</b>	<b>30.885</b>
Cuentas por pagar	188	215	326	401	425	423	426	413
Préstamos	122	1.451	1.444	1.151	-	100	233	235
Deuda de largo plazo (bonos)	1.150	1.045	945	3.553	3.807	4.412	3.734	4.743
Otros pasivos	3	3	4	-	-	3		10
<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>4.392</b>	<b>5.401</b>
Capital social	14	14	19	19	20	22	20	22
Prima en colocación de acciones	2.896	3.514	6.309	6.225	8.013	8.505	6.082	8.505
Valorizaciones	-	-	6.982	7.739	10.733	11.881	13.330	11.278
Utilidad neta	401	464	668	803	766	879	921	1.105
Utilidades retenidas	1.482	1.857	2.201	2.745	3.406	3.878	3.599	4.574
<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>23.952</b>	<b>25.484</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>28.344</b>	<b>30.885</b>
<b>Estado de Resultados</b>								
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>jun-14</b>	<b>jun-15</b>
<i>COP miles de millones</i>								
Método de participación	919	1.044	1.425	1.757	1.793	1.962	938	1.187
Ingresos de dividendos	0	0	24	-	17	37	0	0
Ingresos de intereses	8	16	61	81	109	115	51	68
Otros ingresos operativos	0	0	0	0	0	266	0	0
<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>989</b>	<b>1.255</b>
Gastos operativos	22	44	79	63	69	268	36	48
Reintegro de gastos	12	17	22	42	47	56	31	30
<b>Gastos operativos netos</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>56</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>212</b>	<b>5</b>	<b>18</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>984</b>	<b>1.237</b>
Depreciaciones y amortizaciones	11	13	14	38	36	0	17	1
<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>967</b>	<b>1.236</b>
Ingreso no operativo neto	-17	2	0	1	0	0	62	0
Gasto de intereses	101	92	182	243	276	217	104	127
<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>925</b>	<b>1.110</b>
Gasto de impuestos	2	3	8	12	7	16	5	5
<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>921</b>	<b>1.105</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.*

---