

Reporte de calificación

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

Comité Técnico: 23 de mayo de 2017
Acta número: 1151

Contactos:
Andrés Marthá Martínez
andres.martha@spglobal.com
Diego Eichmann Botero
diego.botero@spglobal.com

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

| CALIFICACIÓN INICIAL | |
|--|-------------------------------------|
| DEUDA DE LARGO PLAZO | 'AAA' |
| Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 31 de diciembre de 2016 | Historia de la calificación: |
| Activos: COP20.883.846 Pasivo: COP4.898.567 Patrimonio: COP15.985.278 Utilidad neta: COP2.312.428 | Calificación inicial Mayo/17: 'AAA' |

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

| | |
|---|--|
| Emisor | Grupo Aval Acciones y Valores S. A. |
| Monto calificado: | COP400.000 millones |
| Monto en circulación: | Los bonos aún no han sido emitidos. |
| Serie: | A, B, C, D y E |
| Fecha de colocación: | Por definir |
| Plazos: | Entre 2 y 25 años a partir de la fecha de emisión. |
| Rendimiento | Serie A: IPC+margen. Serie B: DTF+margen. Serie C: Tasa Fija. Serie D (denominado en UVR): Tasa fija. Serie E: IBR+margen. |
| Periodicidad de intereses: | Trimestre vencido (A, B, C y D) y mes vencido (E) |
| Pago de capital: | Al vencimiento |
| Administrador: | Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A. |
| Representante tenedores: | Fiduciaria Central 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 asignó la calificación inicial de deuda de largo plazo de 'AAA' a la Sexta Emisión de Bonos Ordinarios 2017 por \$400.000 millones de pesos (COP) del Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

Calidad en administración y enfoque estratégico: El Grupo Aval mantiene la consistencia en su enfoque estratégico, focalizado en la expansión de sus filiales en el sector financiero. Producto de lo anterior, el grupo continúa siendo uno de los mayores conglomerados financieros en Colombia y Centroamérica.

Consideramos positiva la consistencia de la estrategia que ha mantenido el Grupo Aval a través de los años. Este enfoque ha permitido que sus principales filiales conserven una posición favorable en los mercados financieros de Colombia y de Centroamérica. En los próximos años, esperamos que el Grupo Aval conserve su posición de liderazgo en el mercado y mantenga un crecimiento estable a través de la continuidad en sus lineamientos estratégicos, enfocados en el fortalecimiento de las ventajas competitivas de sus filiales y en el desarrollo continuo de sinergias que favorezcan el crecimiento y la eficiencia. Nuestra calificación también incorpora una opinión favorable respecto a prácticas adecuadas de gestión de riesgos y la capacidad de la administración para la ejecución de estrategias corporativas.

El Grupo Aval mantiene una posición de liderazgo en el mercado de crédito y *leasing* en Colombia. A diciembre de 2016, su participación fue de 26,2%, valor ligeramente inferior al promedio de 27,8% que registró entre 2011 y 2016. En Colombia, la composición de la cartera se ha mantenido estable; la cartera comercial continúa siendo la más representativa con 65% de la cartera total a diciembre de 2016. Por otro lado, la cartera de banca personal (consumo y vivienda) ha crecido progresivamente de 29% en diciembre de 2011 a 34% en diciembre de 2016, producto de una estrategia de mayor penetración por parte de los bancos del grupo en estos segmentos del mercado. En los próximos 12 a 18 meses esperamos que la menor demanda de crédito, así como la menor capacidad de pago de los deudores y las políticas de originación de los bancos más restrictivas afecten el crecimiento de las carteras de consumo y vivienda. En el caso de la cartera comercial, la demanda de crédito que crearán los proyectos de infraestructura podría contrarrestar en cierto grado el efecto negativo de la desaceleración económica. Esta situación podría llevar a que los créditos comerciales aumenten nuevamente su participación relativa dentro de la cartera total del grupo.

La participación del Grupo Aval en el mercado centroamericano (Costa Rica, Honduras, El Salvador, Guatemala, Nicaragua y Panamá) ha sido estable en torno a 9%, con lo cual se mantiene como el grupo financiero líder de la región. A pesar de que la exposición del Grupo Aval en Centroamérica podría generar volatilidad en sus resultados, ya que la mayoría de estos países tienen calificaciones de riesgo soberano inferiores a las de Colombia, esto lo mitiga parcialmente la fortaleza financiera de la entidad que representa las inversiones del grupo en la región, BAC Credomatic (calificación de riesgo crediticio en escala global BBB-/Negativa/A-3 de S&P Global Ratings), que mantiene robustos indicadores de solvencia, rentabilidad, calidad de los activos y liquidez.

Sinergias disponibles para el grupo y capacidades de implementación: En nuestra opinión, el Grupo Aval posee un desarrollo alto de sinergias en los canales de distribución y en la implementación de mejoras tecnológicas. En los últimos años, el Grupo Aval hizo avances importantes en la integración comercial de sus bancos y las respectivas filiales de servicios financieros; sin embargo, consideramos que aún mantiene un potencial de mejora con respecto a otros grupos bancarios.

Uno de los fundamentos de la estrategia del Grupo Aval es el desarrollo continuo de sinergias que benefician la posición de negocio de sus filiales. El elevado nivel de integración en los canales de distribución de las filiales bancarias, así como la formulación de estrategias de mercadeo conjuntas, apoyan el desarrollo de ventajas competitivas y el fortalecimiento de su posición de negocio. Las sinergias para el desarrollo de infraestructura tecnológica también son elementos positivos dentro de la calificación. Si bien el nivel de integración entre bancos y filiales es menor que en otros grupos, en los últimos años hemos observado avances relevantes que han contribuido a disminuir la brecha. Consideramos que estos avances tienen el potencial de mejorar la competitividad del grupo en el largo plazo. Por otro lado, la integración de la red de oficinas y cajeros en Colombia permite tener amplios canales de distribución que favorecen la cobertura geográfica y la estructura de costos.

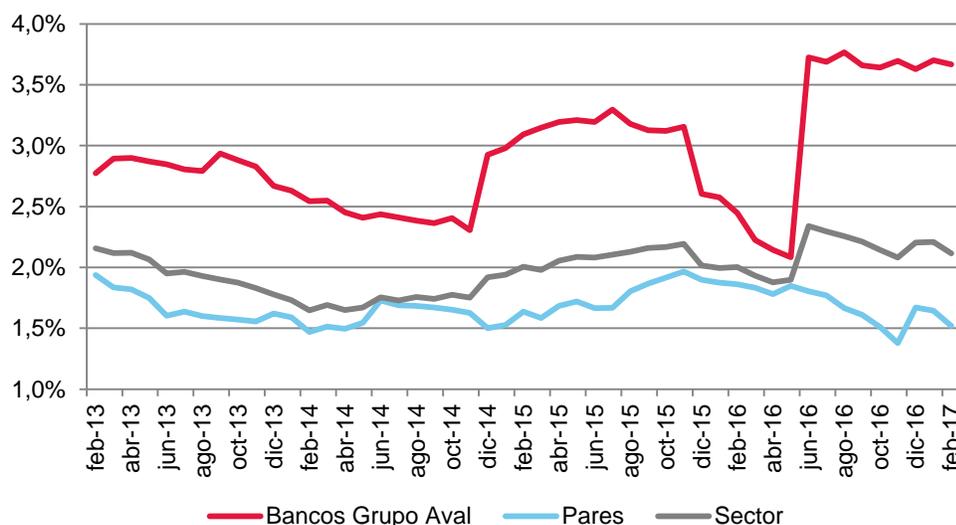
Desempeño individual de las subsidiarias en operación: Uno de los pilares más relevantes para nuestra calificación del Grupo Aval es la fuerte capacidad de pago de sus principales filiales bancarias. Esta se refleja en la estabilidad de sus indicadores de rentabilidad a través de los ciclos económicos, así como en un nivel adecuado de calidad de los activos. El incremento de la solvencia del Banco de Bogotá es un factor positivo para la fortaleza patrimonial del grupo.

Los bancos del Grupo Aval históricamente han sostenido indicadores de rentabilidad favorables frente a sus pares y a la industria bancaria colombiana. El bajo crecimiento de la economía nacional en 2016 y 2017 ha generado un crecimiento menor en la cartera de créditos y un deterioro en su calidad. Esto ha presionado la rentabilidad del grupo. Consideramos que la diversificación geográfica y un peso colombiano devaluado han sido elementos positivos dentro de esta coyuntura, puesto que los ingresos de sus filiales del exterior han servido para contrarrestar el entorno económico colombiano. Las calificaciones de riesgo crediticio de las principales filiales del Grupo Aval se mantienen estables: Banco de Bogotá ('AAA', 'BRC 1+'), Banco de Occidente ('AAA', 'BRC 1+'), Banco Popular ('AAA', 'BRC 1+'), Banco AV Villas ('AAA', 'BRC 1+'), Corficolombiana ('AAA', 'BRC 1+') y AFP Porvenir ('AAA' en riesgo de contraparte).

La solvencia de los bancos del Grupo Aval se compara positivamente con la de sus pares y representa un factor de fortaleza para el perfil financiero del grupo. Si bien en el pasado este rubro constituía una debilidad para el principal banco del grupo, Banco de Bogotá, durante el último año mantuvo una senda de crecimiento destacada alcanzando un nivel cercano a 14% a diciembre de 2016. El aumento en la solvencia del banco se debe a diversas medidas de fortalecimiento patrimonial que han emprendido los accionistas en los últimos años, así como a una modificación contable en los estados financieros con corte a diciembre de 2015 que favoreció el indicador por cerca de 200 puntos básicos. La ralentización esperada en el crecimiento de la cartera, junto con la expectativa de indicadores de rentabilidad relativamente estables, así como las prácticas de distribución de dividendos cautelosas que han aplicado los accionistas, llevarían a que los indicadores de solvencia de los bancos del Grupo Aval se mantengan estables en 2017.

El Gráfico 1 muestra que, tradicionalmente, los bancos del Grupo Aval han sostenido niveles de rentabilidad más favorables que sus pares. En los últimos años, los indicadores de rentabilidad del Grupo Aval se han beneficiado por ingresos extraordinarios entre los cuales se destacan: 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.

Gráfico 1
Rentabilidad sobre el activo

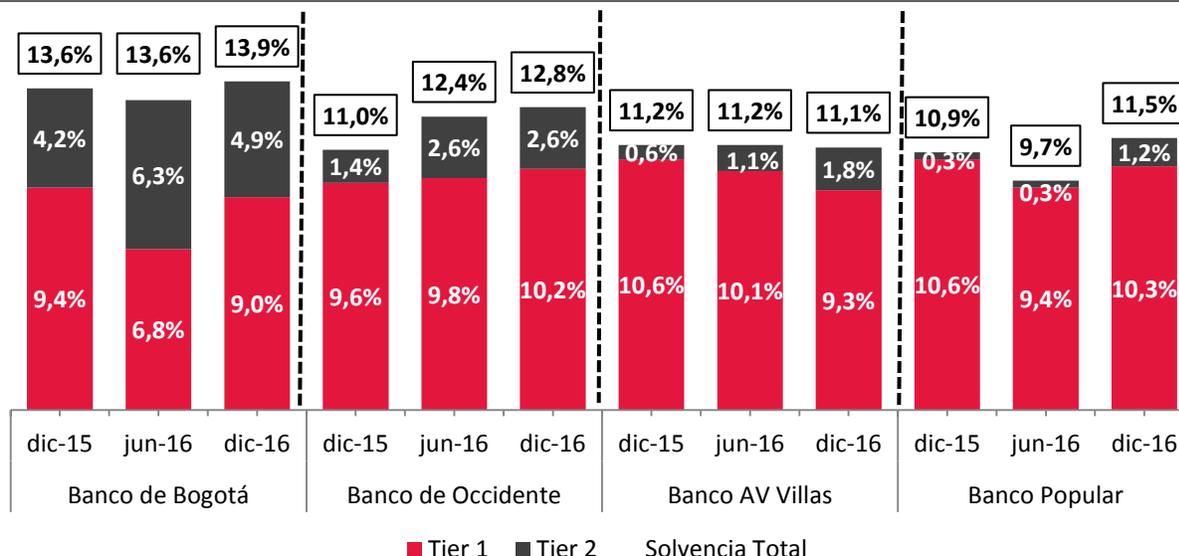


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV. Indicador anualizado con utilidades acumuladas de 12 meses con base en los estados financieros individuales de los bancos en Colombia.

En el Gráfico 2 se observa la trayectoria de los indicadores de solvencia consolidados de los bancos del Grupo Aval. En particular, resaltamos el comportamiento positivo durante 2016 de la solvencia del Banco

de Bogotá, pues contrarresta la tendencia descendente registrada entre 2012 y 2015. En el caso de los bancos AV Villas y Popular, a lo largo del 2016 observamos un incremento de la solvencia total para el primero y un leve declive para el segundo. Estos bancos presentan un menor margen frente al mínimo regulatorio de 9% para la solvencia total. Por otro lado, todos los bancos de Grupo Aval poseen un nivel favorable en la solvencia básica. Esto último les permite realizar capitalizaciones a través de instrumentos de capital secundario conservando una adecuada calidad del capital regulatorio.

Gráfico 2
Indicadores de solvencia bancos consolidados



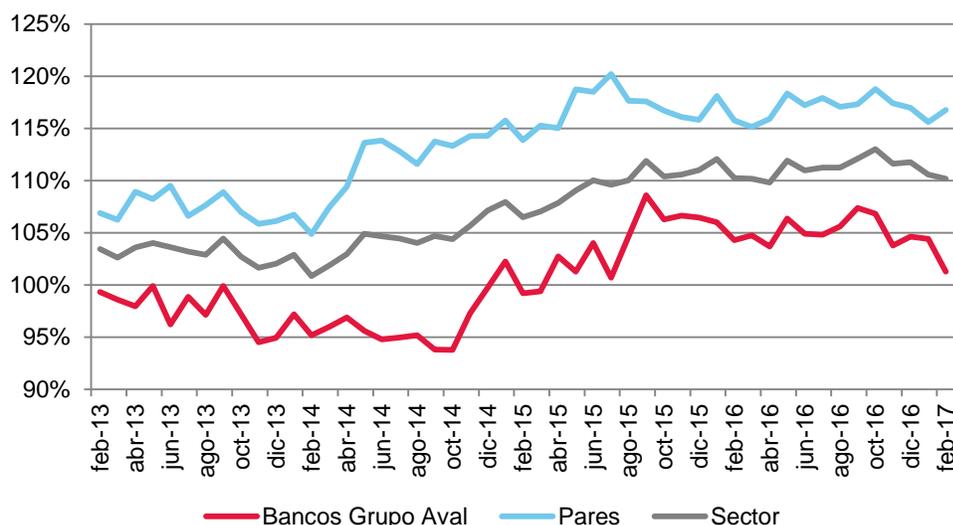
Fuente: Grupo Aval. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

El indicador de cartera vencida conjunto de los bancos del Grupo Aval aumentó levemente a 3% para febrero de 2017, por debajo de 3,7% de sus pares y el del sector. Por otro lado, la cobertura de la cartera por vencimiento se mantuvo estable en 130% como promedio entre febrero de 2016 y febrero de 2017. Estos valores son inferiores a los de sus pares y el sector, con 154% y 143%, respectivamente, para el mismo periodo.

La principal fuente de fondeo de los Bancos del Grupo Aval son los depósitos a la vista, que representaban 50% de los pasivos a diciembre de 2016, seguidos por los certificados de depósito a término con 27%. Estos depósitos mantienen una relativa baja representatividad de inversionistas minoristas por el enfoque tradicional de los principales bancos del grupo hacia clientes corporativos e institucionales. Debido a esto, consideramos que los bancos del grupo mantienen como una oportunidad de mejora incrementar la base de inversionistas minoristas, lo cual favorecería la estabilidad y el costo del pasivo.

Desde la segunda mitad de 2015 se ha producido un fenómeno de menor crecimiento en las captaciones del sistema bancario por cuenta de situaciones coyunturales. En particular, destacamos factores como la implementación de la cuenta única nacional y el alza de los depósitos del Tesoro Nacional en el banco central, los cuales redujeron la disponibilidad de recursos y afectaron negativamente la relación cartera/depósitos (ver Gráfico 3). Si bien a lo largo de 2016 este indicador se ha estabilizado, registra valores mayores a los de años anteriores. A pesar de lo anterior, en este indicador, el Grupo Aval conserva un mejor nivel que sus pares. Esperamos que durante 2017 las presiones de liquidez cedan ante la desaceleración del crecimiento de la cartera, con lo cual podríamos observar una disminución en la relación de cartera a depósitos.

Gráfico 3
Cartera bruta / depósitos



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

Perfil financiero del *holding*: El flujo de dividendos estable y los niveles de apalancamiento consecuentes con la máxima calificación crediticia son factores positivos para el perfil financiero de Grupo Aval individual.

El principal ingreso del Grupo Aval Individual (Grupo Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited combinados) lo constituyen los dividendos de sus filiales con 86% de los ingresos operativos percibidos en caja, en promedio entre 2014 y 2016. Estos ingresos por dividendos han crecido de manera estable en los últimos años, con una tasa de crecimiento anual compuesta de 13,5% entre 2011 y 2016. A pesar de lo anterior, al cierre de 2016, el crecimiento en los dividendos se desaceleró y solo alcanzó 1,3% respecto al año anterior, producto de la menor generación interna de capital del Banco Popular y una mayor capitalización de dividendos en Corficolombiana.

La dependencia de los dividendos del Banco de Bogotá, que desde 2014 superó el 50% de participación en los dividendos totales recibidos, ha crecido paulatinamente durante los últimos años. Esperamos que esta tendencia de concentración se mantenga y que sobrepase el 60% en 2017 y 2018, con lo cual aumentaría la dependencia del grupo de esa filial. A pesar de lo anterior, dado que el Banco de Bogotá consolida las inversiones del grupo en Centroamérica, en nuestra opinión, el nivel de diversificación de los dividendos sigue siendo adecuado. Sin embargo, la tendencia creciente podría activar nuestro criterio de subordinación estructural en caso de que la concentración aumente por encima de nuestra expectativa. La segunda filial más relevante en el flujo de dividendos es el Banco de Occidente con una participación estable en torno a 20%.

Además de la estabilidad y tendencia creciente del flujo de dividendos, el perfil crediticio del Grupo Aval Individual se beneficia de una estructura de capital consecuente con la máxima calificación crediticia. En particular, destacamos el sostenimiento de un indicador de doble apalancamiento (inversiones de capital+ *goodwill* / patrimonio) inferior a 115% y la relación deuda bruta/EBITDA por debajo de 2 veces (x). La controladora también mantiene un nivel conservador en la cobertura de gastos de intereses con un indicador EBITDA/Gasto de intereses promedio de 8,48x entre 2014 y 2016. Esperamos que estos indicadores se mantengan en niveles conservadores dada nuestra perspectiva de flujos de dividendos estables y la ausencia de operaciones de endeudamiento significativas. En un escenario de estrés, de baja probabilidad de ocurrencia, en el cual los ingresos por dividendos retrocedieran un 10% anual de forma

consecutiva entre 2017 y 2020, esperaríamos que la cobertura del EBITDA al gasto de intereses se mantenga por encima de 5x. Por otro lado, no prevemos la materialización de pasivos contingentes que pudieran afectar el perfil crediticio del grupo, en forma de requerimientos de capital, para respaldar alguna de sus filiales en el futuro cercano.

La deuda más significativa del Grupo Aval individual la constituyen bonos emitidos en dólares de Estados Unidos con un saldo de alrededor de COP3 billones, que representa el 68% de su deuda financiera total a diciembre de 2016. Estos bonos tienen vencimiento en 2022 por US\$1.000 millones. Para cubrir esta deuda en dólares, el Grupo Aval individual posee activos líquidos por aproximadamente US\$700 millones y ha otorgado créditos subordinados en dólares a sus filiales por un valor cercano a US\$180 millones que eventualmente podrían utilizar para cubrir el vencimiento de bonos, dependiendo de la capacidad del grupo para hacerlos líquidos. Por otro lado, los próximos vencimientos de bonos en pesos colombianos emitidos por el grupo se darán en 2019 por COP279.560 millones. Los bonos en pesos colombianos alcanzan a ser cubiertos de manera holgada por el flujo de caja operativo (COP1,17 billones promedio entre 2014 y 2016).

La Sexta Emisión de Bonos Ordinarios será utilizada para la sustitución de pasivos y para el giro ordinario del negocio. Con base en la información remitida por el calificado, particularmente las proyecciones financieras, no anticipamos un cambio sustancial en el nivel de endeudamiento durante los siguientes dos años y esperamos una mejora ligera en el perfil de vencimientos de la deuda.

Administración de riesgos y mecanismos de control: En nuestra opinión, el Grupo Aval y sus filiales cuentan con una sólida estructura para la gestión de los riesgos propios de su operación, en línea con las mejores prácticas del mercado.

Cada filial del Grupo Aval posee un sistema para la gestión integral de riesgos que busca identificar de manera oportuna riesgos potenciales e implementar los mecanismos de gestión adecuados. A nivel corporativo, la Vicepresidencia de Riesgos del grupo lidera un proceso centralizado de gestión de riesgo para las operaciones de crédito de mayor tamaño de sus filiales. Esta vicepresidencia también cumple tareas de control sobre el riesgo de liquidez y de mercado de sus filiales mediante reportes periódicos con alertas tempranas que remite a la alta gerencia. Adicionalmente, 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 regulador colombiano en requerimientos de solvencia benefician 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 demanda adecuada por parte de los inversionistas. Ante esto, consideramos que pueden existir restricciones dadas la menor probabilidad de pago de capital de estos 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 información de Grupo Aval, ni 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:

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

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar negativamente la calificación actual:

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

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.

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

La información financiera incluida en este reporte se basa en estados financieros auditados de 2013, 2014, 2015 y 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.

| Balance | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>COP miles de millones</i> | | | | | | | | |
| Efectivo | 286 | 1.413 | 1.59 | 1.771 | 1.283 | 1.851 | 736 | 570 |
| Préstamos a subsidiarias | - | - | - | 1.839 | 1.412 | 1.816 | 3.945 | 2.184 |
| Inversiones de capital | 5.423 | 6.607 | 16.677 | 18.398 | 23.490 | 24.903 | 15.808 | 17.108 |
| Cuentas por cobrar | 103 | 111 | 172 | 187 | 231 | 267 | 266 | 278 |
| Goodwill | 444 | 431 | 424 | 412 | 740 | 1.262 | 740 | 740 |
| Otros activos | - | 1 | 35 | 30 | 14 | 4 | 4 | 4 |
| Total activos | 6.256 | 8.562 | 18.897 | 22.636 | 27.170 | 30.103 | 21.498 | 20.884 |
| Cuentas por pagar | 188 | 215 | 326 | 401 | 425 | 423 | 427 | 429 |
| Préstamos | 122 | 1.451 | 1.444 | 1.151 | - | 100 | 390 | 718 |
| Deuda de largo plazo (bonos) | 1.150 | 1.045 | 945 | 3.553 | 3.807 | 4.412 | 5.642 | 3.749 |
| Otros pasivos | 3 | 3 | 4 | - | - | 3 | 2 | 3 |
| Total pasivos | 1.464 | 2.713 | 2.719 | 5.106 | 4.232 | 4.938 | 6.462 | 4.899 |
| Capital social | 14 | 14 | 19 | 19 | 20 | 22 | 22 | 22 |
| Prima en colocación de acciones | 2.896 | 3.514 | 6.309 | 6.225 | 8.013 | 8.505 | 8.505 | 8.505 |
| Superávit por método de participación / Valorizaciones | - | - | 6.982 | 7.739 | 10.733 | 11.881 | 853 | 802 |
| Utilidad neta | 401 | 464 | 668 | 803 | 766 | 879 | 1.122 | 1.054 |
| Utilidades retenidas | 1.482 | 1.857 | 2.201 | 2.745 | 3.406 | 3.878 | 4.534 | 5.603 |
| Total patrimonio | 4.793 | 5.849 | 16.178 | 17.530 | 22.938 | 25.165 | 15.037 | 15.985 |
| Pasivo + patrimonio | 6.256 | 8.562 | 18.897 | 22.636 | 27.170 | 30.103 | 21.498 | 20.884 |
| Estado de Resultados | | | | | | | | |
| <i>COP miles de millones</i> | | | | | | | | |
| Método de participación | 919 | 1.044 | 1.425 | 1.757 | 1.793 | 1.962 | 2.399 | 2.470 |
| Ingresos de dividendos | 0 | - | 24 | - | 17 | 37 | 0 | - |
| Ingresos de intereses | 8 | 16 | 61 | 81 | 109 | 115 | 125 | 220 |
| Otros ingresos operativos | - | - | - | - | - | 266 | - | - |
| Ingreso operativo | 926 | 1.060 | 1.510 | 1.838 | 1.919 | 2.379 | 2.524 | 2.690 |
| Gastos operativos | 22 | 44 | 79 | 63 | 69 | 268 | 80 | 99 |
| Reintegro de gastos | 12 | 17 | 22 | 42 | 47 | 56 | 57 | 74 |
| Gastos operativos netos | 10 | 27 | 56 | 21 | 22 | 212 | 23 | 25 |
| EBITDA | 917 | 1.032 | 1.454 | 1.817 | 1.897 | 2.167 | 2.501 | 2.666 |
| Depreciaciones y amortizaciones | 11 | 13 | 14 | 38 | 36 | 0 | 1 | 1 |
| Ingreso operativo neto | 906 | 1.019 | 1.440 | 1.779 | 1.861 | 2.167 | 2.501 | 2.665 |
| Ingreso no operativo neto | (17) | 2 | 0 | 1 | (0) | - | (13) | 8 |
| Gasto de intereses | 101 | 92 | 182 | 243 | 276 | 217 | 283 | 358 |
| Utilidad antes de impuestos | 788 | 930 | 1.258 | 1.537 | 1.585 | 1.950 | 2.205 | 2.315 |
| Gasto de impuestos | 2 | 3 | 8 | 12 | 7 | 16 | 3 | 3 |
| Utilidad neta | 787 | 927 | 1.250 | 1.525 | 1.577 | 1.935 | 2.201 | 2.312 |

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

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.
