

# Reporte de calificación

---

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

**Contactos:**

**Andrés Marthá Martínez**

[andres.martha@spglobal.com](mailto:andres.martha@spglobal.com)

**Juan Sebastián Pérez Alzate**

[juan.perez1@spglobal.com](mailto:juan.perez1@spglobal.com)

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

## I. CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

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

<b>Emisor:</b>	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
<b>Monto calificado:</b>	COP400.000 millones
<b>Monto en circulación:</b>	N.A. Programa por emitir
<b>Plazos:</b>	Entre dos y 40 años.
<b>Rendimiento</b>	Serie A: IPC + margen. Serie B: DTF + margen. Serie C: Tasa fija Serie D: Tasa Fija denominado en UVR. Serie E: IBR + margen.
<b>Periodicidad de intereses:</b>	Mes vencido, trimestre vencido, semestre vencido y año vencido.
<b>Pago de capital:</b>	Al vencimiento
<b>Administrador:</b>	Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A.
<b>Representante de los tenedores:</b>	Fiduciaria Central S. A.
<b>Agente estructurador y colocador:</b>	Corporación Financiera Colombiana S. A.
<b>Garantía:</b>	Capacidad de pago del emisor

## II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

BRC Investor Services S.A. SCV asignó la calificación de 'AAA' al Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios Grupo Aval Acciones y Valores S.A. hasta por \$400.000 millones de pesos colombianos (COP).

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.

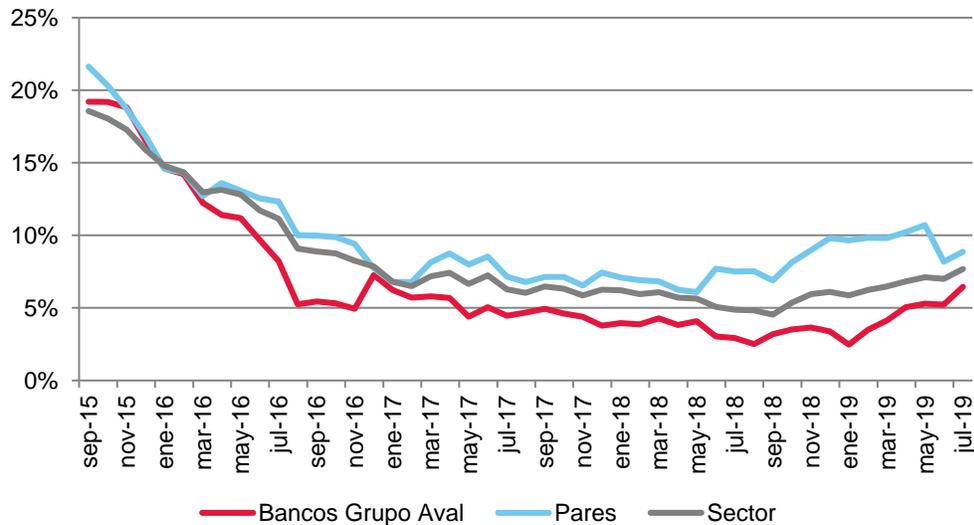
## III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

### Calidad de administración y enfoque estratégico: Robusta posición de negocio en los mercados financieros de 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 de créditos- fue de 25% promedio en los últimos cinco años. Desde 2016, el crecimiento de los bancos del grupo ha sido inferior al de los pares y el sistema (ver Gráfico 1). Nuestro análisis reconoce que el menor crecimiento de los bancos del grupo se relaciona con sus prácticas prudentes de originación de créditos en medio de un entorno económico retador, así como la priorización del sostenimiento del margen de intermediación en medio de la agresiva competencia a través de tasas de colocación. Lo anterior ha derivado en mejores indicadores de calidad de los activos y de rentabilidad de los bancos de Grupo Aval que los de sus pares, lo que, en nuestra opinión, denota una adecuada ejecución de la estrategia corporativa. Para los próximos 12 a 18 meses, esperamos que la recuperación de la actividad económica favorezca la demanda de crédito y contribuya a un mayor crecimiento de la industria bancaria. En esta medida, esperamos que los bancos del Grupo Aval presenten un mayor crecimiento de su cartera y

disminuyan la brecha negativa respecto de sus pares, situación que hemos empezado a evidenciar en el desempeño del primer semestre de 2019.

**Gráfico 1**  
**Crecimiento anual de la cartera bruta en Colombia**



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

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%. Las inversiones del grupo en dicha región las representa, mayoritariamente, el BAC International Bank Inc. (calificaciones crediticias en escala global en moneda extranjera de BB+/Estable/B por S&P Global Ratings), entidad que ha sostenido una posición de liderazgo en los países donde opera (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá). Si bien algunos de los soberanos en los que opera el BAC tienen un entorno operativo de mayor riesgo que Colombia, reflejado en sus menores calificaciones crediticias en escala global, consideramos que dicho riesgo lo compensa parcialmente la adecuada fortaleza financiera que ha sostenido el BAC con indicadores de rentabilidad patrimonial estables en niveles de doble dígito, indicadores de morosidad de cartera a 90 días inferiores a 2% y una solvencia regulatoria que se ha mantenido en torno a 13,6%.

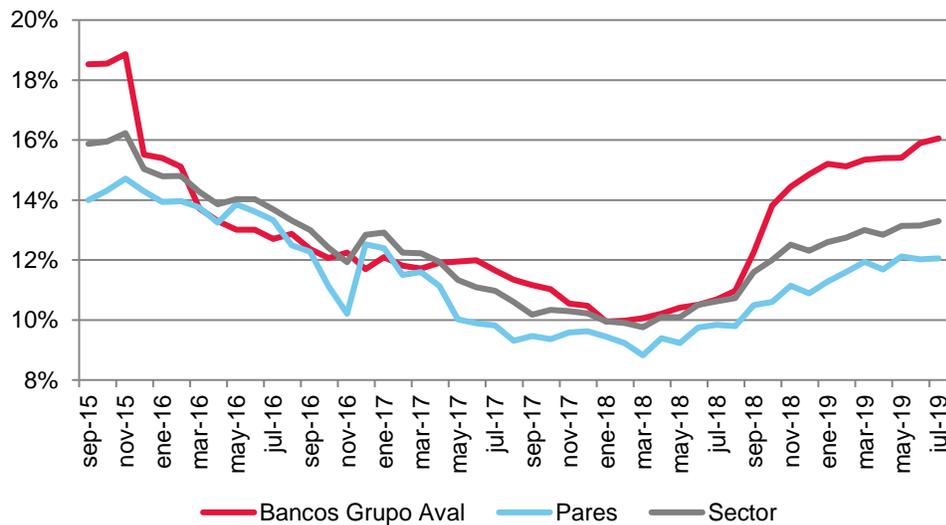
**Sinergias disponibles para el grupo y capacidades de implementación: Las filiales del Grupo Aval se benefician de múltiples sinergias que favorecen su capacidad competitiva.**

El Grupo Aval cuenta con diversas sinergias entre sus filiales que favorecen la competitividad y eficiencia. Uno de los aspectos más destacados es 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 invertir en infraestructura y tecnología que favorece su poder de negociación con proveedores, lo que también beneficia la estructura de costos de las filiales. Los programas de mercadeo unificados para todas sus filiales han sido elementos positivos para mejorar su diferenciación en la industria. El grupo ha continuado liderando el desarrollo de canales transaccionales digitales para sus filiales bancarias de forma unificada.

**Desempeño individual de las subsidiarias en operación: El comportamiento de los indicadores de rentabilidad y solvencia muestra la fuerte capacidad del grupo para enfrentar entornos adversos.**

A pesar del bajo crecimiento de cartera y de la presión negativa en el margen de intermediación por el bajo nivel de las tasas de interés, los bancos del Grupo Aval han sostenido una mejor rentabilidad sobre el patrimonio que la de sus pares y la industria (ver Gráfico 2). El mejor control de las pérdidas crediticias y los niveles favorables de eficiencia en gastos operativos son algunas de las principales variables que explican los altos niveles de rentabilidad frente a sus pares. Asimismo, consideramos que la diversificación del Grupo Aval por sectores económicos ha sido un factor relevante para explicar este desempeño, teniendo en cuenta los resultados financieros favorables de Corficolombiana, derivados del desarrollo de sus negocios en los sectores de infraestructura y energía. Asimismo, consideramos que la estabilidad financiera de la operación en Centroamérica ha generado utilidades recurrentes para el Grupo Aval que han contribuido a mantener la brecha positiva de los indicadores de rentabilidad de sus bancos frente a sus pares.

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



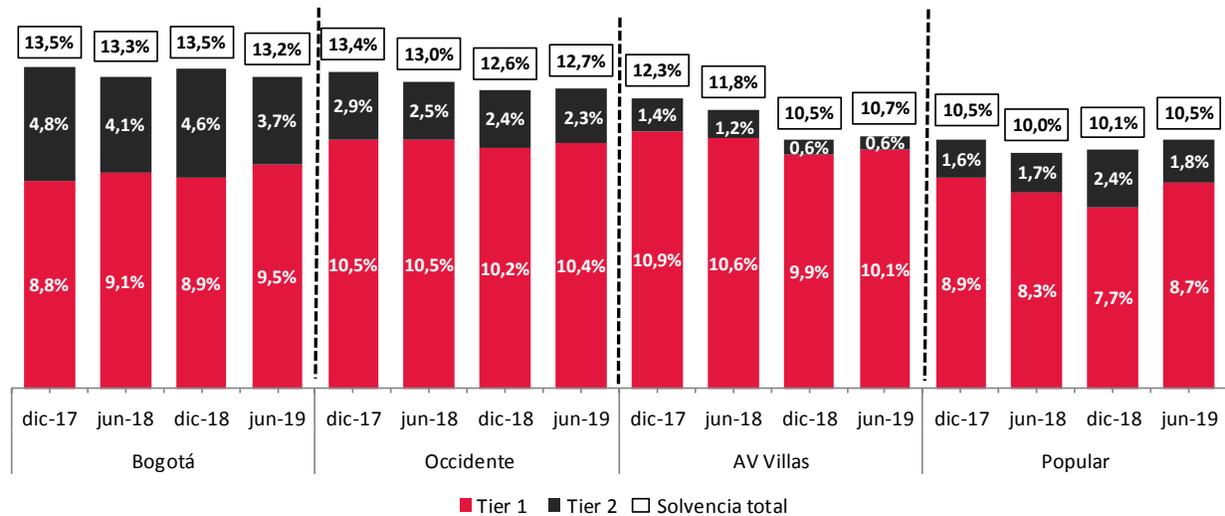
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV. Indicador de rentabilidad anualizado con utilidades acumuladas de 12 meses con base en los estados financieros individuales de los bancos. \*Los datos se ajustaron de forma que no incorporen el ingreso extraordinario de Banco de Bogotá en junio de 2016 por la desconsolidación de Corficolombiana.

Para los siguientes 12 a 18 meses, esperamos que los ingresos netos de intereses de las filiales del Grupo Aval se beneficien del mayor crecimiento de la cartera y de un entorno de tasas de interés relativamente estable. Asimismo, esperamos que los costos por riesgo de crédito se mantengan controlados en la medida que la capacidad de pago de los deudores se beneficia del mejor entorno económico. Estos factores, unidos a la estabilidad en los resultados de la operación en Centroamérica y Corficolombiana, contribuirán a que los indicadores de rentabilidad mantengan la brecha positiva frente a los pares.

El Gráfico 3 muestra que la solvencia consolidada de los bancos Bogotá y Occidente ha presentado un comportamiento favorable con indicadores totales (Tier 1 + 2) en torno a 13% y una solvencia básica (Tier 1) superior a 9%. En nuestra opinión, estos indicadores reflejan una fuerte capacidad de los bancos de mayor tamaño del grupo para absorber pérdidas no esperadas. En el caso de los bancos AV Villas y Popular, los niveles de solvencia actuales de estos bancos constituyen una debilidad para sus perfiles crediticios individuales por el reducido margen de holgura frente a los mínimos regulatorios. Esperamos que la implementación del nuevo marco regulatorio de requerimientos de capital, en convergencia con

Basilea III, disminuya dicha debilidad por la disminución que tendrían los activos ponderados por nivel de riesgo y por la alta calidad que ha caracterizado el capital regulatorio de estos bancos.

Gráfico 3  
Indicadores de solvencia bancos consolidados



Fuente: Grupo Aval. 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 indicadores de apalancamiento y cobertura del servicio de la deuda del Grupo Aval (entendido como el resultado combinado entre Grupo Aval Acciones y Valores S.A. y Grupo Aval Limited) han presentado un comportamiento favorable en los últimos años, situación consecuente con el comportamiento creciente de los ingresos por dividendos, la estabilidad en el costo de fondos y en los niveles de deuda. De esta forma, con base en el análisis del flujo de caja, el indicador EBITDA/Gasto de intereses aumentó a 5,3x (veces) en 2018 desde 4,2x en 2015, a la vez que la Deuda/EBITDA disminuyó a 3,6x desde 5,1x en el mismo periodo. Con base en los resultados a junio de 2019, dichos indicadores han mantenido la tendencia observada con niveles cercanos a 6x y 3x, respectivamente. Teniendo en cuenta el crecimiento de doble dígito en los dividendos para 2019, la relativa estabilidad en la inflación, y asumiendo ausencia de nuevas operaciones de endeudamiento (que incluye el presente programa de bonos ordinarios), esperamos que los indicadores mantengan la senda positiva en los próximos 12 a 18 meses.

El doble apalancamiento del Grupo Aval individual se ha mantenido estable desde 2016 con un promedio de 112%, lo cual indica una estructura de capital conservadora bajo nuestros criterios. Para los próximos 12 a 18 meses, esperamos que el indicador presente una leve tendencia descendente y se aproxime a 110%, producto del crecimiento orgánico del capital y bajo el supuesto de que no se realizarán operaciones significativas de endeudamiento para adquisiciones o inyecciones de capital a las filiales.

**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. 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 monitorea continuamente el riesgo de liquidez y mercado de las filiales, y genera reportes periódicos con alertas tempranas que remite a las más altas instancias administrativas. Asimismo, 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: La entrada en vigencia de la normatividad de conglomerados contribuye en nuestra evaluación del perfil crediticio del Grupo Aval.**

Con la entrada en vigencia de la normatividad de conglomerados financieros (Ley 1870 de 2017), a partir de febrero de 2019, el Grupo Aval pasó a estar sometido a la supervisión y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia por ser 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. Por otra parte, esperamos que el Grupo Aval cumpla satisfactoriamente con los requerimientos de capitalización que exige la nueva normatividad y que regirán a partir de noviembre de 2019.

En lo referente a la definición de los límites de exposición y concentración de riesgos del conglomerado, consideramos que el Grupo Aval enfrenta un reto teniendo en cuenta la complejidad que implica la implementación de un nuevo sistema de gestión de los riesgos de contagio, estratégico y de concentración. Lo anterior, teniendo en cuenta la alta diversidad de entidades pertenecientes al grupo que tradicionalmente han tenido una alta autonomía en la gestión de los riesgos propios de su actividad. El Grupo Aval está realizando las labores necesarias para estandarizar las mediciones y mecanismos de gestión, así como la implementación de perfiles de apetitos de riesgo consolidados. En esta medida, esperamos que el calificado cumpla con los requerimientos de la nueva normativa dentro de los tiempos que definió el regulador.

**Contingencias:** A junio de 2019, el Grupo Aval, así como algunas filiales, funcionarios y exfuncionarios 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, funcionarios y exfuncionarios. Por lo anterior, en el momento de elaboración del informe de calificación, las implicaciones de estos procesos legales tienen un alto grado de incertidumbre. En consecuencia, su posible impacto financiero y demás repercusiones que puedan tener sobre nuestra evaluación del perfil crediticio del Grupo Aval aún es incierto. Daremos seguimiento a la evolución de estos procesos legales e incorporaremos su efecto en nuestras calificaciones, si hay lugar a ello, en la medida en que los procesos legales lleguen a decisiones de última instancia.

## 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 y cobertura con un comportamiento comparable al de los pares con calificación 'AAA'.
- 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	1629
Fecha del comité	11 de octubre de 2019
Tipo de revisión	Inicial
Emisor	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
Miembros del comité	María Soledad Mosquera
	María Carolina Barón
	Rodrigo Tejada

### *Historia de la calificación*

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.*

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

*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 y junio de 2019. La información financiera incluida en este reporte 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 fue utilizado para las emisiones de bonos en dólares realizadas en 2012.

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

## VI. ESTADOS FINANCIEROS:

Balance	2015	2016	2017	2018	jun-18	jun-19
Efectivo	736	570	669	1.087	804	914
Préstamos a subsidiarias	3.945	2.184	2.064	1.886	1.855	2.005
Inversiones de capital	16.548	17.849	18.937	20.320	18.448	20.889
Cuentas por cobrar	266	278	276	270	809	996
Goodwill	-	-	-	-	-	-
Derechos de uso NIIF 16	-	-	-	-	-	7
Otros activos	4	4	3	3	3	3
<b>Total activos</b>	<b>21.498</b>	<b>20.884</b>	<b>21.949</b>	<b>23.566</b>	<b>21.919</b>	<b>24.813</b>
Cuentas por pagar	427	429	451	417	930	1.126
Préstamos	390	718	526	525	525	525
Deuda de largo plazo (bonos)	5.642	3.749	4.131	4.399	4.076	4.355
Pasivo financiero NIIF 16	-	-	-	-	-	7
Otros pasivos	2	3	3	3	9	3
<b>Total pasivos</b>	<b>6.462</b>	<b>4.899</b>	<b>5.111</b>	<b>5.345</b>	<b>5.540</b>	<b>6.016</b>
Capital social	22	22	22	22	22	22
Prima en colocación de acciones	8.505	8.505	8.505	8.613	8.505	8.613
Superávit por método de participación / Valorizaciones	853	802	965	848	841	1.196
Utilidad neta	1.122	1.054	2.001	2.888	1.283	1.569
Utilidades retenidas	4.534	5.603	5.345	5.850	5.727	7.396
<b>Total patrimonio</b>	<b>15.037</b>	<b>15.985</b>	<b>16.838</b>	<b>18.222</b>	<b>16.379</b>	<b>18.797</b>
<b>Pasivo + patrimonio</b>	<b>21.498</b>	<b>20.884</b>	<b>21.949</b>	<b>23.566</b>	<b>21.919</b>	<b>24.813</b>
Estado de Resultados	2015	2016	2017	2018	jun-18	jun-19
Método de participación	2.399	2.471	2.049	2.868	1.271	1.564
Ingresos de dividendos	0	0	0	0	0	0
Ingresos de intereses	125	220	133	140	67	79
Otros ingresos operativos	0	-	-	-	-	-
<b>Ingreso operativo</b>	<b>2.524</b>	<b>2.691</b>	<b>2.182</b>	<b>3.007</b>	<b>1.338</b>	<b>1.643</b>
Gastos operativos	80	99	91	76	39	54
Reintegro de gastos	57	74	230	283	283	283
<b>Gastos operativos netos</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>-139</b>	<b>-207</b>	<b>-244</b>	<b>-229</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2.501</b>	<b>2.666</b>	<b>2.322</b>	<b>3.215</b>	<b>1.582</b>	<b>1.872</b>
Depreciaciones y amortizaciones	1	1	1	1	0	1
<b>Ingreso operativo neto</b>	<b>2.501</b>	<b>2.666</b>	<b>2.321</b>	<b>3.214</b>	<b>1.582</b>	<b>1.872</b>
Ingreso no operativo neto	-13	8	4	0	-139	-137
Gasto de intereses	283	358	273	259	128	134
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>2.205</b>	<b>2.315</b>	<b>2.052</b>	<b>2.955</b>	<b>1.315</b>	<b>1.600</b>
Gasto de impuestos	3	3	50	68	32	31
<b>Utilidad neta</b>	<b>2.201</b>	<b>2.312</b>	<b>2.001</b>	<b>2.888</b>	<b>1.283</b>	<b>1.569</b>

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](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.*

---