

junio de 2023

CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Estrategia Renta Variable

Se aclara el panorama

Omar Javier Suarez Triviño
Brayan Andrey Alvarez Diaz
Angie Katherine Rojas Bernal



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



Transacción Gilinski – GEA

Se aclara el panorama

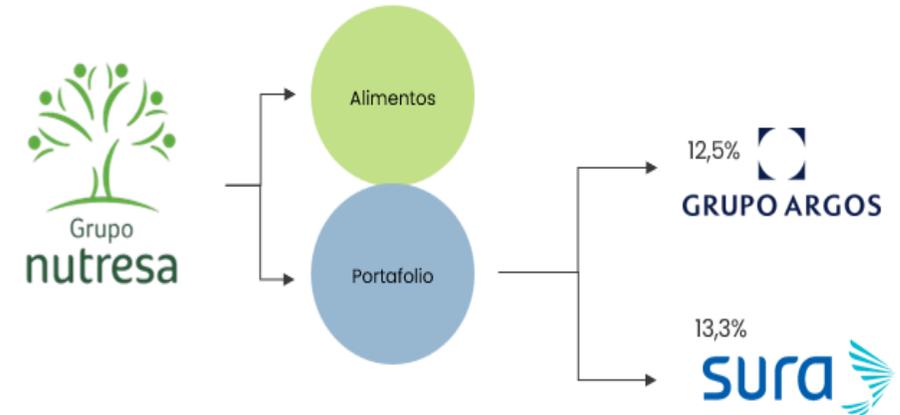
El pasado viernes 16 de Junio se dio a conocer el procedimiento que se llevará a cabo con el fin de cumplir el Memorando de Entendimiento (MOU) que se reveló al mercado el pasado 24 de Mayo, donde están involucrados Grupo Nutresa (Nutresa), Grupo Sura (Sura), Grupo Argos (Argos), así como JGDB Holding, Nugil e IHC. Esta transacción funcionaría como catalizador para las diferentes compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, que pretenden desbloquear valor de sus títulos y se disminuya la brecha frente al valor fundamental, beneficiando a sus accionistas no sólo por variaciones en los precios sino también por cambios en sus participaciones, principalmente en Grupo Sura y Grupo Argos.

Etapas y procedimientos

- **Escisión de Grupo Nutresa:** El primer paso a seguir es la escisión de Grupo Nutresa en 2 sociedades, donde una representará el negocio operativo, la cual será Nutresa Alimentos (Alimentos) y la segunda llamada Nueva Sociedad Portafolio (Portafolio), que será la propietaria de las inversiones de la compañía en Grupo Sura y Grupo Argos. Al momento de aprobarse este procedimiento, resultaría en que los accionistas de Grupo Nutresa por cada acción de esta recibirán una acción tanto de Alimentos como de Portafolio.
- **Creación de Patrimonio Autónomo:** Realizada la escisión se creará un Portafolio Autónomo donde Sura y Argos darán las acciones que tienen de Nutresa, 162,8 MM (35,56%) y 45,2 MM (9,88%) cada uno, mientras que Nugil, JGDB e IHC aportarán los más de 182 MM (39%) que tienen, en conjunto, en Grupo Sura. Así mismo, Nugil entregará las acciones de Portafolio que recibirá.

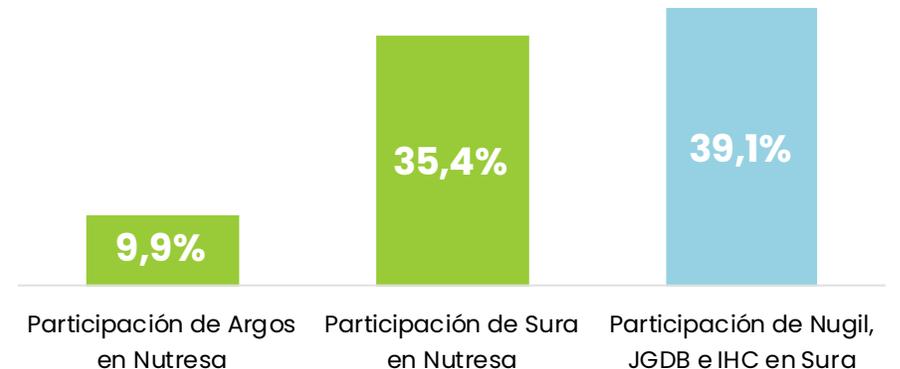
Resultado escisión espejo

Porcentajes representan la participación de Nutresa en Argos y Sura



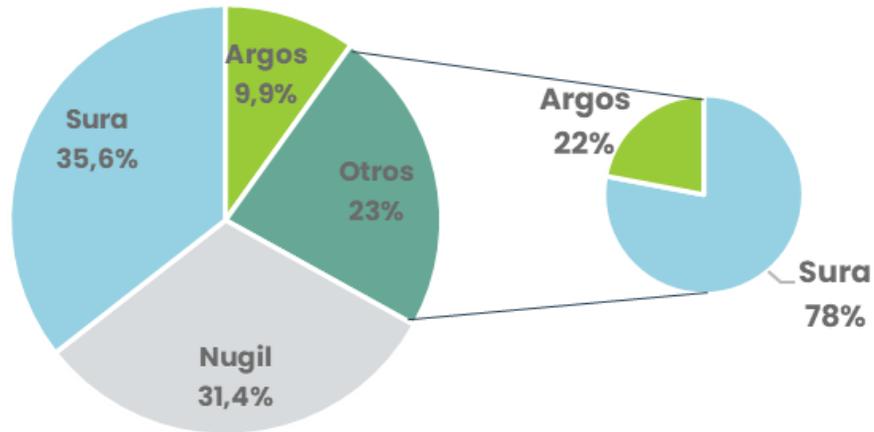
Aportes Patrimonio Autónomo

Cifras en %



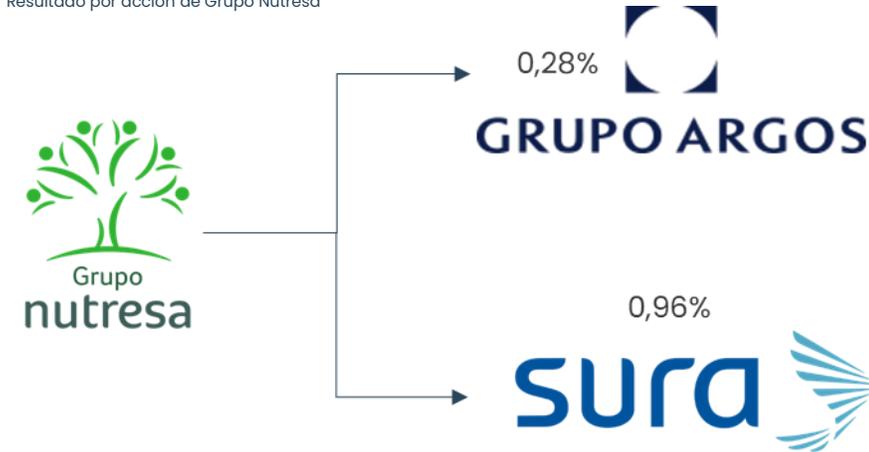
Composición accionaria Grupo Nutresa

Distribución participación de la OPA (Der.)



Resultado intercambio final

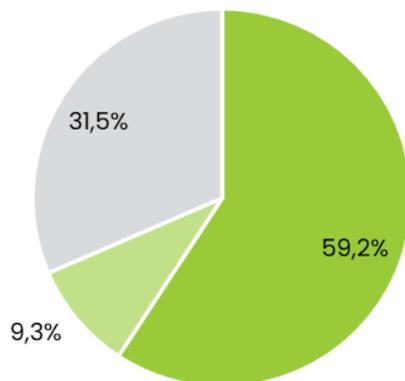
Resultado por acción de Grupo Nutresa



- **OPA por Grupo Nutresa:** Con una participación del 78% y 22% por parte de Grupo Sura y Grupo Argos, respectivamente, se lanzará una OPA por entre el 10,1% y el 23,1% de las acciones de Nutresa, participación que corresponde a otros accionistas fuera de aquellos que participan de la transacción. Lo anterior tiene como finalidad que la familia real de Abu Dhabi y el grupo de Gilinski se hagan como mínimo el 87% del total de acciones de Nutresa. Así, en caso de que la OPA exceda el 10,1% (46,7 MM de acciones, USD 560 MM) necesario para cumplir con las condiciones de control estipuladas en el MOU, se va a reembolsar la diferencia a Sura y Argos.
- **ALTERNATIVAS EN OPA:** Esta oferta brindará a aquellos accionistas de Alimentos varias opciones para proceder **i)** Vender a un precio de USD 12, **ii)** Intercambiar las acciones de Alimentos por acciones de Sura y Argos bajo los mismos términos de intercambio (Se explican más adelante) **iii)** Mantener su participación en la compañía. Cabe aclarar que se pueden hacer combinaciones entre las opciones.
- Una vez se hayan aportado las acciones necesarias para llevar a cabo la transacción, seguirá un intercambio de acciones, donde cada acción de Nutresa Alimentos será equivalente a 0,74 acciones de Grupo Sura y 0,56 acciones de Nutresa Portafolio.
- **LIQUIDACIÓN DE NUEVA SOCIEDAD PORTAFOLIO:** Posterior al intercambio, se liquidará la Nueva Sociedad Portafolio, donde cada acción de esta será equivalente a 0,14 acciones de Grupo Sura y 0,18 acciones de Grupo Argos. Como resultado, por cada acción de Nutresa serán otorgadas 0,96 acciones de Sura y 0,28 acciones de Argos.

Participación Grupo Argos en Grupo Sura

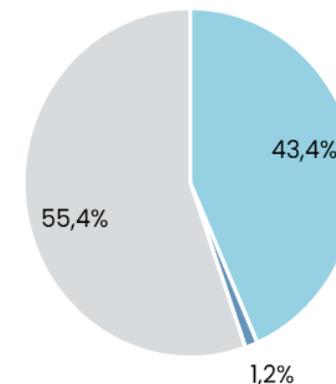
Porcentaje de acciones ordinarias – excluyendo Cemargos



■ OPA sin efectivo ■ Adicional OPA total en efectivo ■ Otro accionistas

Participación Grupo Sura en Grupo Argos

Porcentaje de acciones ordinarias



■ OPA sin efectivo ■ Adicional OPA total en efectivo ■ Otros accionistas

Resultados post operación

- **GRUPO SURA:** Las 162,8 MM de acciones de Nutresa que posee Grupo Sura, resultarán en 156 MM de sí misma, las cuales, de acuerdo a lo mencionado por la compañía, serían absorbidas, generando una disminución del 27% en el total de acciones, lo que mejoraría la participación de los accionistas dentro de las acciones ordinarias en un 50%. Estas cifras podrían modificarse de acuerdo a los resultados de la OPA, donde, en caso de no realizarse alguna permuta dentro del 10,1%, se tendría un aumento de la participación superior al 66%.
- **GRUPO ARGOS:** Por su parte, Grupo Argos obtendría 43 MM de Sura y absorbería en un inicio 12,7 MM de acciones de sí misma, las cuales representan 1,46% del total, como resultado del intercambio de las 45,2 MM de acciones que tiene de Nutresa. Así, se tendría un crecimiento de la participación de los accionistas dentro de las acciones ordinarias de 1,97%. De acuerdo a los resultados de la OPA podría mejorar la participación 2,1%.
- Así mismo, la participación que tienen Sura y Argos entre ellos se va a ver modificada. Por su parte, **Sura pasará de tener bajo control el 35,6% de las acciones ordinarias de Grupo Argos, a tener entre el 43,4% y el 44,5% de estas, dependiendo del resultado de la OPA.** Mientras que **Argos aumentaría su participación dentro de las acciones ordinarias de Sura, pasando de 30,1% a un rango de 59,2% y 68,5%,** teniendo en cuenta la participación de Fundación Grupo Argos, y sin Cementos Argos.

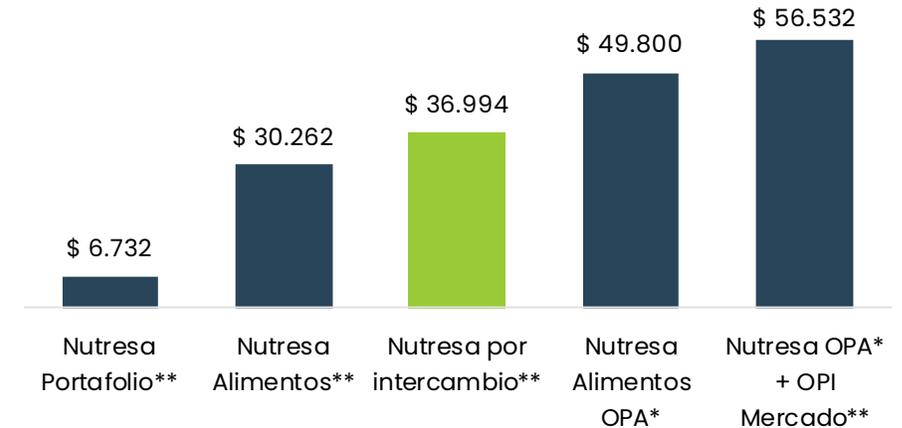
- El control de Grupo Nutresa quedará en manos de familia real de Abu Dhabi y el grupo de Gilinski, teniendo como mínimo el 87% del total de acciones.
- Al evaluar este intercambio a precios de cierre de mercado del 20-jun-23 (COP 9.555 por acción de Argos y COP 35.800 por acción de Sura) y en los términos de intercambio explicados por las compañías (0,18 acciones de Argos y 0,14 acciones de Sura por acción de Portafolio, así como, 0,74 acciones de Sura y 0,56 acciones de Portafolio por acción de Alimentos), se obtiene que Portafolio equivale a COP 6.732, mientras que Alimentos a COP 30.262. Teniendo en cuenta que por acción de Nutresa se otorgará una acción tanto de Alimentos como de Portafolio, a precios de mercado, esto equivale a COP 36.994, mostrando un descuento importante frente al precio de negociación de COP 56.960. Por su parte, tomando una TRM de 4.150, el precio de Alimentos por OPA sería de COP 49.800 (USD 12), siendo COP 19.538 mayor que a precios de mercado. Esta diferencia se presenta debido a la brecha entre el valor fundamental y la valoración del mercado.

Puntos importantes Conferencia Grupo Argos

- La participación adicional para que Grupo Argos no sea controlante de Grupo Sura será transferida a un Patrimonio Autónomo irrevocable, donde se mantendrán los beneficios económicos de las acciones, sin embargo, los derechos a voto no serán ejercidos, dado que no se pretende ser controlante de Sura, en línea con el plan estratégico de la compañía, el cual se enfoca en el negocio de Infraestructura.
- Se tienen en cuenta los diferentes escenarios de la OPA, el nivel máximo de caja a utilizar en este es de USD 123 MM, en caso de que no hubiese permuta de acciones y se diera 100% en efectivo, lo cual podrá ser cubierto sin necesidad de apalancamiento, gracias a un exceso de caja de COP 450 mil MM, superior a USD 100 MM, mientras que la proyección para final del 2023 se

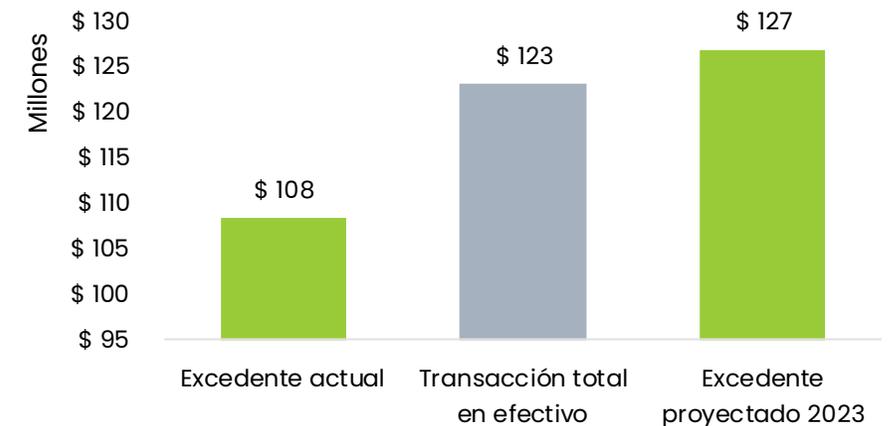
Precios Intercambio y mercado

Cifras a Precios a cierre del 20 - Jun - 23, OPA USD 12, TRM = 4.150



Excedentes de caja y efectivo límite a utilizar en la OPA

Cifras en USD (TRM = 4.150)



esperaría que se ubicara alrededor de COP 527 mil MM, de acuerdo al view de la compañía, suficiente para cumplir con la transacción.

- La búsqueda de un socio estratégico para Grupo Sura, el cual permita una desinversión del Patrimonio Autónomo, se está evaluando junto con otras alternativas, para capturar el valor de las acciones de Grupo Sura.

Puntos importantes Conferencia Grupo Sura

- El emisor estima que los impuestos derivados por venta de inversiones y transacciones posteriores serán de aproximadamente entre USD 220 y 250 MM. El monto está asociado al valor fiscal que tiene la inversión hace más de 40 años.
- El impacto en el Flujo de Caja estará directamente relacionado con los resultados de la OPA, los 3 posibles escenarios están explicados en la *gráfica 9*. Asimismo, a largo plazo tendrá impactos vía menores dividendos por Nutresa, aún no se estima si logrará ser compensado por dividendos de Grupo Argos.
- El emisor recalcó que la mayoría del valor intrínseco por acción será superior dada las condiciones por la menor cantidad de acciones en circulación.
- De acuerdo con el emisor, las acciones Preferenciales pasarían a representar el 28% del total de acciones, actualmente son cerca del 20%.
- Asimismo, de acuerdo con Grupo Sura, este recibiría entre el 33% y 39% de sus acciones dependiendo qué tanto es caja y qué tanto es permuta. De acuerdo con nuestros cálculos, el emisor recibiría el 32% de las acciones totales siempre y cuando se dé la totalidad de la OPA en caja.

Escenarios en caso de Permuta o Efectivo

Gráfica 9.

Impactos flujos de caja
• Si la permuta es del total la caja será únicamente asociada a los impuestos.
• Si la permuta es del 5% tendrá asociado a ese 78% de ese 5%.
• Si la transacción fuese únicamente en efectivo, serán el 78% de ese 10% más los impuestos mencionados.

Acciones de Grupo Sura que recibiría Grupo Sura

Acciones Grupo Sura	
GS Ordinarias	466.720.702
GS Preferenciales	112.508.173
Total	579.228.875

Acciones que van a recoger	
Grupo Argos*	15.588.040
Grupo Sura*	185.799.742
% De acciones en circulación Grupo Sura	
Grupo Sura frente Ordinarias	39,8%
Grupo Sura frente Total de Acciones	32,1%

*En caso de que la OPA todo se de en caja
Precio y datos al 20/06/2023

¿Cuáles son las opciones con las acciones recibidas?

Gráfica 11



Emitirlas



Cancelarlas



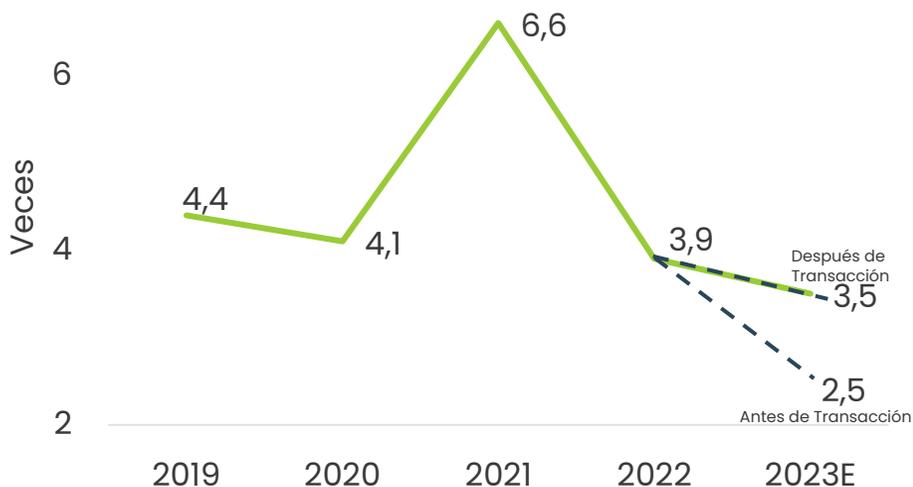
Enajenarlas

Puntos importantes Conferencia Grupo Sura

- Ahora bien, en el momento del intercambio de las acciones de Grupo Sura que Grupo Sura debe aportar, en caso de no haber recibido acciones seguramente deberán hacer: **1)** Un Préstamo Temporal de Acciones con Grupo Argos , o **2)** tomar acciones de Sura que se encuentren en permuta.
- Grupo Sura aclaró que las acciones recibidas por la transacción no son acciones readquiridas, y por ende quedarían en la tesorería disponibles para realizar 3 opciones (gráfica 11). Sin embargo, la prioridad de la compañía actualmente es terminar la transacción, se espera que en 6 meses finalice la primera etapa. Posteriormente, cuando se presente el portafolio cruzado entre Sura y Argos se buscará una solución pronta para resolver la incertidumbre de control de las compañías.
- La compañía venía en un proceso de desapalancamiento y esperaba que para el 2023 alcanzaría niveles entre 2,5x a 2,7x deuda neta frente a dividendos recibidos, a partir de COP 4,4 BN de deuda contra COP 1,7 BN de dividendos recibidos.
- Sin embargo, en caso de que el 10% de la OPA decida recibir caja, Grupo Sura tendría que pagar aproximadamente USD 440 MM. Por lo cual, el emisor planea financiarse a través de bancos y bonos locales e internacionales, e incluso desinversiones no estratégicas. Esto impactaría alrededor de 1x el indicador de deuda neta frente dividendos recibidos.

Niveles de apalancamiento pre-post transacción

Indicador Deuda Neta / Dividendos Recibidos LTM



¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Juan David Ballén
Director de Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



Ana María Reyes
Analista de Renta Fija
ana.reyes@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22602



Luis Felipe Sánchez
Analista Junior de Renta Fija
luis.sanchez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22710



Juan Camilo Gutiérrez
Practicante
juan.gutierrez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 23632



Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



Angie Katherine Rojas
Analista de Renta Variable
angie.rojas@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



Brayan Andrey Álvarez
Analista de Renta Variable
brayan.alvarez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22636



Roberto Paniagua
Analista de Renta Variable
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

Contáctenos

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co

Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 www.casadebolsa.com.co

Accede a todos
nuestros informes
escaneando el
siguiente código QR



Bogotá

t. (601) 606 21 00

f. 755 03 53

d. Cra 13 No 26-45, Oficina
502, Edificio
Corficolombiana

Medellín

t. (604) 604 25 70

f. 321 20 33

d. Cl 3 sur No 41-65, Of.
803, Edificio Banco de
Occidente

Cali

t. (602) 898 06 00

f. 889 01 58

d. Cl 10 No 4-47, Piso 21
Edificio Corficolombiana

Bucaramanga

t. (602) 898 06 00

f. 889 01 58

d. Cl 10 No 4-47, Piso 21
Edificio Corficolombiana

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. (“Corficolombiana”) y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa (“Casa de Bolsa”). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.