

El Oráculo del Colcap

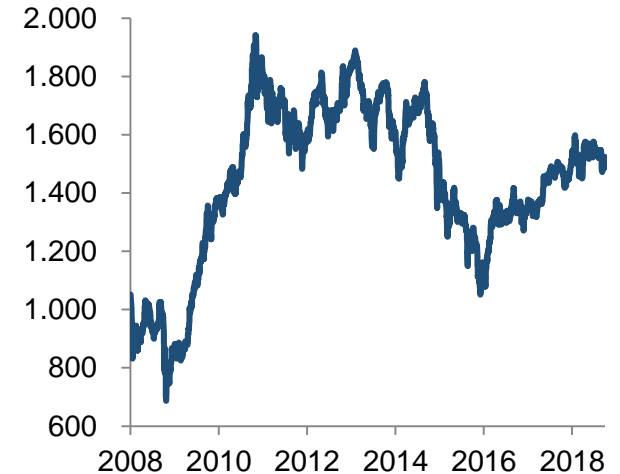
Alejándose de su valor fundamental

Luego de ser uno de los mercados de acciones emergentes que mejor desempeño han tenido en lo corrido del año, **la mayor aversión al riesgo a nivel mundial, las ventas por parte de inversionistas extranjeros y el rebalanceo de los índices Hcolsel y FTSE Russell generaron que el índice Colcap registrara desvalorizaciones importantes durante el último mes y medio.** Resaltamos que este comportamiento estuvo sopesado, en parte, por mayores precios del crudo, con la referencia Brent alcanzando USD 86, movimiento que ha sido bastante acelerado y se ha traducido en valorizaciones importantes de la acción de Ecopetrol, llegando hasta máximos desde el 2014 (COP 3.980) y mitigando la fuerte desvalorización de otras especies.

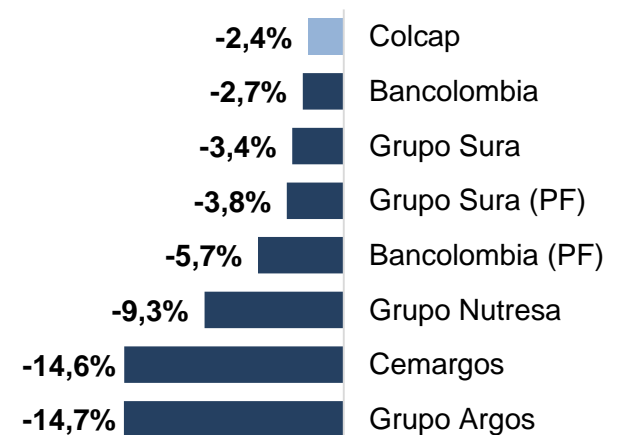
Desde el punto de vista fundamental, algunas empresas comienzan a cotizarse debajo de sus precios objetivos de largo plazo como Grupo Sura, Cementos Argos, Grupo Argos y Grupo Nutresa, afectadas por una importante participación de Extranjeros en su composición accionaria. Sin embargo, podrían seguir presentando retrocesos en el corto plazo por factores tales como:

1. Cambio en las estrategias de inversión de inversionistas extranjeros, incluyendo Fondos de Inversión como Harbor Investment Fund, con participaciones accionarias significativas en algunas de las compañías que mencionamos (ver [Informe Mensual Acciones | AFPs no defienden el Colcap de flujos Extranjeros](#))
2. Posibles cambios en la composición de índices internacionales, dada la entrada de China al índice de mercados emergentes (MSCI y FTSE) y/o la salida de acciones preferenciales por no tener derecho a voto (MSCI), cuyos resultados deben darse a conocer entre finales del 2018 y el 2019 (ver [El Oráculo del MSCI | Gauchos y Árabes ascienden de división](#)).
3. Menor capacidad de compra de las AFPs debido a límites regulatorios en la participación accionaria de algunas compañías (máximo 10%) (ver [AFPs en acción 2T18 | Más cerca del límite global](#))
4. Mayor aversión al riesgo global por la normalización de la política monetaria a nivel mundial, la guerra comercial, y los elevados precios del petróleo que deterioran las expectativas de crecimiento (ver [El Oráculo del dólar | Emergentes al desnudo](#)).

Índice Colcap



Variación mensual septiembre



Grupo Sura

Rezago frente a su Portafolio llama la atención

Observación: La acción de Grupo Sura se ha desvalorizado 18% en lo corrido del año explicado principalmente por un flujo de venta importante de Extranjeros (su precio objetivo promedio según los analistas consultados por Bloomberg es COP 41.585, actualmente se cotiza a COP 33.220).

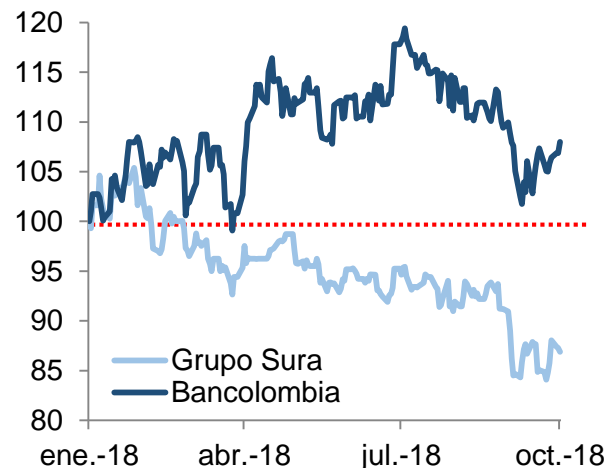
Fortalezas: En nuestra opinión, la volatilidad del mercado accionario local ha generado un desfase entre el valor de la acción de Grupo Sura y sus partes, donde al realizar un análisis del portafolio, **el potencial de valorización de la Holding se ubica sobre el 16,5%, brindando oportunidades tácticas en la especie.**

Por su parte, cabe mencionar que la Holding ha venido realizando un proceso de expansión internacional en los últimos años, lo cual la ha llevado a ser un actor relevante en la industria de servicios financieros en Latinoamérica, permitiéndole mayor expansión en varios mercados de la región. Sumado a lo anterior, a través de Suramericana se ha posicionado como una de las principales aseguradoras de la región.

Riesgos: Aunque Grupo Sura ha mencionado que no prevén impactos significativos, se debe estar atentos a los efectos finales de la Ley de Conglomerados financieros en Colombia. De igual manera, es importante monitorear cualquier decisión del nuevo Gobierno mexicano sobre las administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE). Sumado a lo anterior, la volatilidad en los mercados de capitales han sido un factor llamativo en los últimos periodos sobre las inversiones de la Holding. A través de Suramericana, devaluaciones significativas de monedas de la región, como el peso argentino frente al peso colombiano pueden reflejarse en los resultados.

Ver [Entrega de Notas Gruposura 2T18 | SUAM el fiel aliado de Sura](#)

Grupo Sura ordinaria y Bancolombia



Portafolio Inversiones Gruposura

COP MM, Incluye participaciones directas e indirectas

Portafolio de Grupo Sura	Part.	Market Cap	Valor en el portafolio
Bancolombia	45,5%	16.330.935	7.428.942
Sura AM	83,6%	8.573.938	7.166.097
Suramericana	81,1%	4.334.177	3.516.318
Grupo Nutresa	34,7%	11.079.773	3.846.897
Grupo Argos	35,5%	10.547.859	3.747.654
Protección	49,4%	1.417.143	699.502
Enka	16,8%	14.605	2.448
Total			26.407.859
Gastos Admon junio 2018			17.876
Deuda Neta junio 2018			3.120.437
Valor Estimado			23.269.546
Valor por acción			40.201
Valor Actual			34.500
% Valorización			16,5%

Fuente: Bloomberg, Informes compañías, cálculos Casa de Bolsa

Grupo Argos

Estabilidad en la Holding, aunque atentos a energía y cemento

Observación: La acción de Grupo Argos se ha desvalorizado 26% en 2018. Importante monitorear impacto del Fenómeno del Niño a Celsia y la lenta recuperación del sector de construcción para Cementos Argos (su precio objetivo promedio según los analistas consultados por Bloomberg es COP 20.778, actualmente se cotiza a COP 15.200).

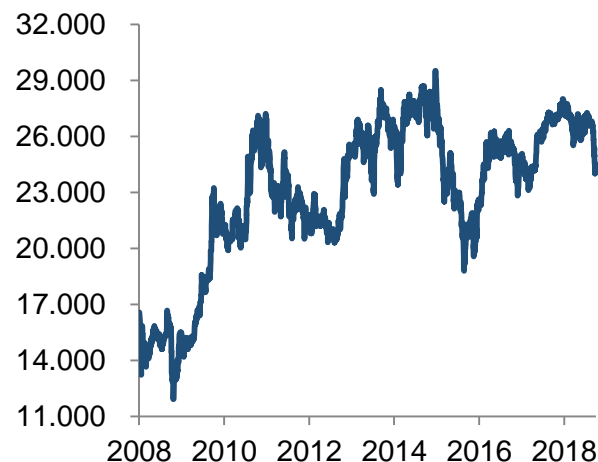
Fortalezas: Consideramos que, aunque los segmentos de negocio de cemento y energía realizan los mayores aportes netos a los ingresos consolidados de Grupo Argos, las líneas del negocio inmobiliario y de concesiones brindarían soportes adicionales a los resultados de la Holding. Por el lado inmobiliario, el Fondo inmobiliario Pactia ha venido incrementando su AUM y GLA, debido a la incorporación de activos inmobiliarios en distintas zonas del país, aunque cabe mencionar que es un sector ajustado por la sobre oferta en diferentes tipos de inmuebles. En materia de concesiones, con Odinsa estamos atentos a estabilidad en la dinámica aeroportuaria en El Dorado en Bogotá y en Quito, sumado a proyectos en diferentes etapas en materia de concesiones viales.

Riesgos: Los principales riesgos los asociamos con los **negocios de energía y cemento**:

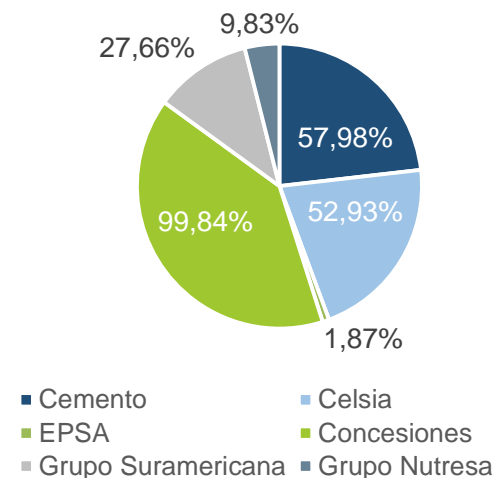
- I. Respecto a Celsia, actualmente la probabilidad de un fenómeno de “El Niño” hacia finales del 2018 o comienzos del 2019 se ubica por encima del 70%, lo cual podría presionar los márgenes de la compañía.
- II. En cuanto a Cementos Argos, como se mencionó con anterioridad, atrasos en proyectos de infraestructura y vivienda en Colombia y Centro América, junto a una dinámica menor a la esperada en la regional de EE.UU tendría presiones a la baja sobre el comportamiento de la cementera.

Ver [Entrega de Notas Grupo Argos 2T18 | Diversificación da estabilidad a la Holding](#)

Acción ordinaria de Grupo Argos



Portafolio de Inversiones Grupo Argos



Cementos Argos

Entorno retador en Colombia, positivo en EE.UU

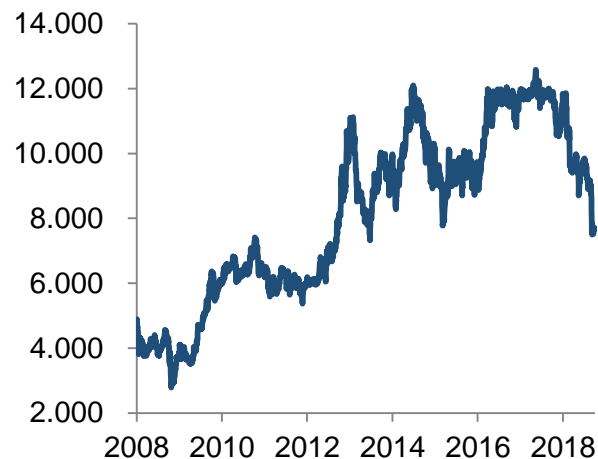
Observación: La acción de Cementos Argos ha presentado una desvalorización de 37% en 2018, explicado principalmente por un flujo de venta importante de Extranjeros y Sector Real. Importante monitorear sector de construcción en Colombia y EE.UU (su precio objetivo promedio según los analistas consultados por Bloomberg es COP 10.259, actualmente se cotiza a COP 7.340).

Fortalezas: Pese al entorno retador en Colombia, consideramos que cierto repunte en los volúmenes de cemento y concreto se darían hacia 2019 y mayoritariamente 2020 en medio de los proyectos de infraestructura (principalmente 4G) y programas de vivienda. Por su parte, cabe mencionar que **la regional de EE.UU ha pasado de participar del 33% del EBITDA en el 2016 al 48% en el 2017, con un margen EBITDA creciente en dicho periodo, ligado a su vez a la recuperación de la economía de EE.UU** ([Cemargos | Mas americana que cafetera](#)). Adicionalmente, el consumo aparente de cemento en EE.UU se ubica un 25% por debajo de volúmenes previos a la crisis financiera, con máximos en el 2005 cercanos a las 128 MM de toneladas de cemento. En este país, la dinámica de la demanda, sumado a unos niveles de producción cerca a su capacidad instalada en algunos estados, ha permitido un incremento gradual en precios. El índice Dodge de Construcción, el cual hace seguimiento a los inicios de construcción tanto residenciales como no residenciales en EE.UU y sirve de indicador para medir la actividad futura de construcción, se ubica cerca de máximos históricos (190 puntos), lo cual se traduciría en una mayor actividad edificadora en próximos periodos.

Riesgos: El sector constructor es altamente sensible a los ciclos económicos, por lo que se debe estar atentos a señales de posible desaceleración o recesión en EE.UU. Adicionalmente, consideramos que la dinámica del sector de construcción seguirá siendo lenta y que retrasos en el desarrollo de proyectos de infraestructura y de vivienda en Colombia y Centro América se reflejarían en los volúmenes.

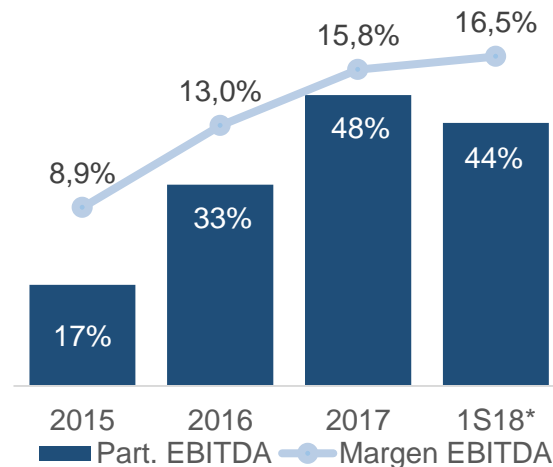
Ver [Entrega de Notas Cemargos 2T18 | Colombia a paso de tortuga](#)

Cementos Argos



EBITDA regional de EE.UU

Cálculo sobre datos a 12 meses. EBITDA en COP



Fuente: Bloomberg, Informes compañías, cálculos Casa de Bolsa

Grupo Nutresa

Señales graduales de mejora en volúmenes en Colombia

Observación: La acción de Nutresa ha presentado una desvalorización de 15% en 2018, explicado por un flujo de venta importante de Extranjeros y Sector Real. Esperamos una recuperación de los resultados por un mayor dinamismo del consumo (su precio objetivo promedio según los analistas consultados por Bloomberg es COP 29.060, actualmente se cotiza a COP 23.700).

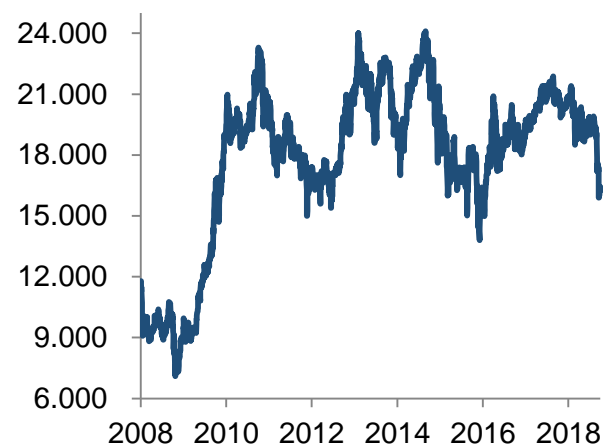
Fortalezas: Señales de un repunte gradual del consumo privado en Colombia, con un mayor dinamismo en el 2019 favorecerían el comportamiento de los volúmenes de ventas de Grupo Nutresa, la cual ha venido realizando un trabajo importante de protección de márgenes, manteniendo su margen EBITDA dentro de su guidance (12% - 14%), a través de la estrategia de "Value Before Volume", pese a un entorno retador para el consumo, lo cual le implicó reducciones graduales en su participación de mercado en Colombia, hasta el 59,4% al corte de junio del 2018. Sin embargo, mantiene una posición competitiva, siendo líder en varias de sus unidades de negocio y consideramos que dicha participación podría retomar niveles previos (entre el 60% - 61%) en la medida en que el consumo responda favorablemente.

Por su parte, pese al ciclo económico, la compañía ha mostrado estabilidad, dada su **diversificación geográfica y por productos** (al 2T18 el 36% de sus ventas provinieron del exterior). Adicionalmente, un apalancamiento moderado le brinda a la compañía la flexibilidad para absorber, en un futuro, crecimiento de forma inorgánica.

Riesgos: Pese a su política de cobertura de materias primas, presiones sobre el precios de los commodities pueden reflejarse en los resultados operacionales. Sumado al hecho que, factores climáticos relacionados con periodos de lluvias, pueden repercutir en unidades de negocio como helados y café, entre otros.

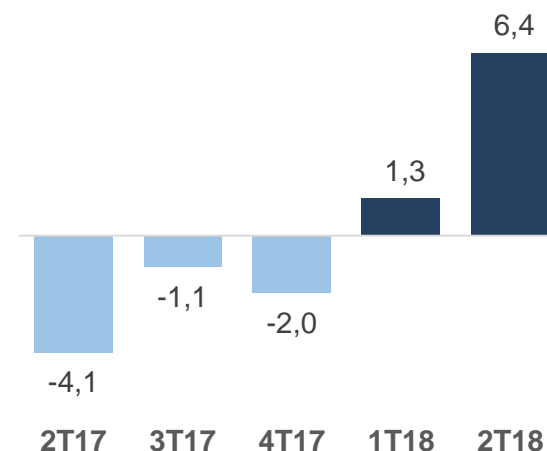
Ver [Entrega de Notas Grupo Nutresa 2T18 | Colombia mantiene volúmenes en positivo](#)

Grupo Nutresa



Volúmenes de ventas Colombia

Variación anual



¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Diego Velásquez	diego.velasquez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Acciones	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

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.