



Grupo Sura

A la espera de reformas

Valor Justo:
COP 36,400
Mantener

Potencial: -11% | Riesgo: Alto | Cierre: 41,000

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	23.73
Dividendo anual 2023E (COP)	911
Retorno por dividendo	2.2%
%MSCI Colcap	7.2%
# Acciones (mm)	579mm
P/VL actual	0.79x
P/U actual	12.50x

El 2023 luce retador para Grupo Sura. A la desaceleración de la economía que podría impactar el desempeño operacional de los negocios financieros, se suman anuncios de reformas que generan expectativa sobre la dinámica futura del negocio pensional y de seguros de salud (EPS) en Colombia y otros países donde opera.

No obstante, esperamos un mejor desempeño en las cifras financieras por el repunte operacional en Suramericana y un mejor comportamiento en el portafolio de inversiones que, además de una contribución elevada a las utilidades por parte de Bancolombia, seguirán beneficiando las utilidades del holding.

¿POR QUÉ MANTENER?

El reciente anuncio de OPA por acciones de Grupo Nutresa mantiene vigente la probabilidad respecto a que un hecho similar sobre la acción ordinaria de Grupo Sura pudiese ocurrir, lo que permitiría un espacio de valorización importante.

Sin embargo, los retos a nivel regulatorio ya mencionados, sumados a un dividendo con un retorno inferior al del grueso de compañías del MSCI Colcap sustentan nuestra recomendación de MANTENER.

Autores

Julián Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



GRUPO SURA / FICHA TÉCNICA

Grupo Sura es un holding, listado en la Bolsa de Valores de Colombia, LATIBEX –mercado español para valores latinoamericanos– y cuenta con dos programas de ADR en Estados Unidos para sus acciones ordinarias y preferenciales. Posee un portafolio de inversiones agrupado en dos segmentos: uno de Inversiones que integra los sectores de servicios financieros,

pensiones, seguros, seguridad social y servicios complementarios; el segundo segmento, de Inversiones de Portafolio, agrupa participaciones no controlantes en los sectores de alimentos, industrial y energía.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Disponible	3,311	2,283	2,378	2,438	2,480
Otros Activos	67,631	73,619	76,669	78,608	79,988
Total Activos	70,942	75,902	79,047	81,046	82,468
Total Pasivos	42,400	44,636	46,418	47,053	47,120
Patrimonio	28,542	31,265	32,628	33,993	35,348
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	70,942	75,902	79,047	81,046	82,468
Pasivos/Activos	59.8%	58.8%	58.7%	58.1%	57.1%
ROAE	1.2%	4.9%	5.4%	6.1%	6.5%
ROAA	0.5%	2.0%	2.2%	2.6%	2.8%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Primas Retenidas	15,988	18,546	23,079	24,798	26,299
Ingreso por Comisiones	2,847	3,249	3,548	3,962	3,855
Prestación de Servicios	246	227	305	338	368
Ingresos Totales	20,874	24,863	30,654	32,378	33,746
Siniestros Retenidos	(10,393)	(12,923)	(16,143)	(17,302)	(18,341)
Gastos Totales	(19,263)	(22,291)	(26,282)	(27,212)	(28,377)
Ganancias antes de impuestos	796	1,985	2,089	2,562	2,833
Utilidad Neta	336	1,525	1,772	2,078	2,298
Utilidad Neta controladora	225	1,409	1,660	1,922	2,126
Margen Neto	1.6%	6.1%	5.8%	6.4%	6.8%



COMPARTIR

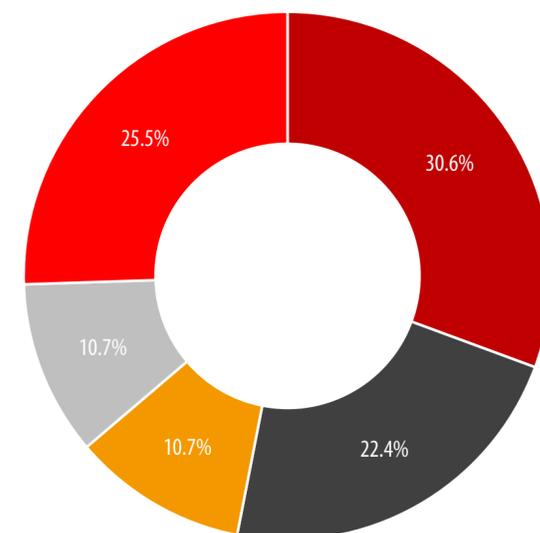
- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	581	581	579	579	579
Cap. Bursátil	14,687	17,429	23,732	23,732	23,732
Precio (COP/acción)*	25,280	30,000	41,000	41,000	41,000
VL (COP/acción)	49,127	53,815	56,369	58,726	61,068
UPA (COP/acción)	579	2,626	3,059	3,588	3,967
P/VL	0.51x	0.56x	0.73x	0.70x	0.67x
P/U	43.7x	11.4x	13.4x	11.4x	10.3x
Retorno por dividendos	2.5%	2.0%	1.9%	2.2%	2.6%
Dividendo por acción	634	603	784	911	1,069

*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

Composición accionistas



■ JGDB Holding ■ Grupo Argos ■ Grupo Nutresa ■ AFPs ■ Otros accionistas

Fuente: Grupo Sura

COMPARTIR





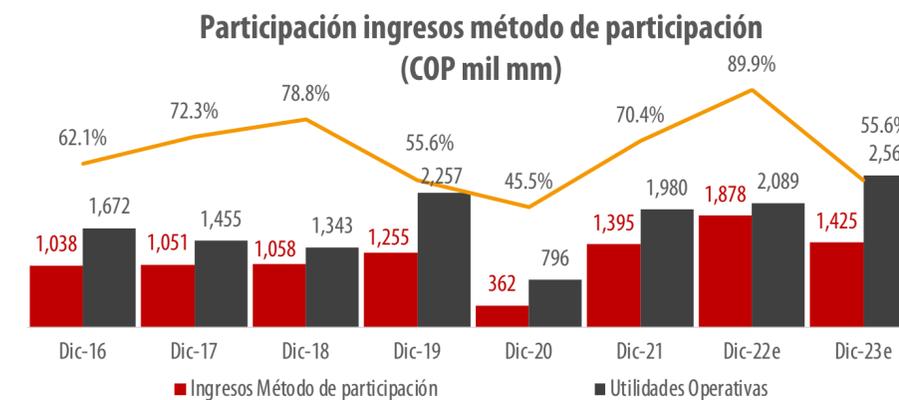
TESIS DE INVERSIÓN

Beneficiada por su diversificación de ingresos. A lo largo de la historia de Grupo Sura, la diversificación a través de sus inversiones en empresas asociadas le ha aportado una proporción importante de sus utilidades operativas, tanto que en los últimos años (2019-2022YTD) esto ha representado el 46%.

Bajo este escenario, consideramos que los positivos resultados que reportará Bancolombia seguirán beneficiando positivamente la generación de utilidades del Holding, lo cual permitirá mitigar los efectos de la desvalorización de los mercados financieros que afecta la generación de utilidades de SUAM.

Sumado a esto, los buenos resultados durante el año 2022, en compañías como Suramericana, Bancolombia y Nutresa, se verán traducidos en mayores ingresos por dividendos que estimamos podrían ser cercanos COP 1.4 bn vs COP 1.0 en 2022, permitiendo

que el Holding tenga un holgado flujo de caja que le permita distribuir un mayor dividendo y cumplir las amortizaciones de deuda y el pago de intereses de la misma.



Fuente: Grupo Sura | Cálculos: Davivienda Corredores.

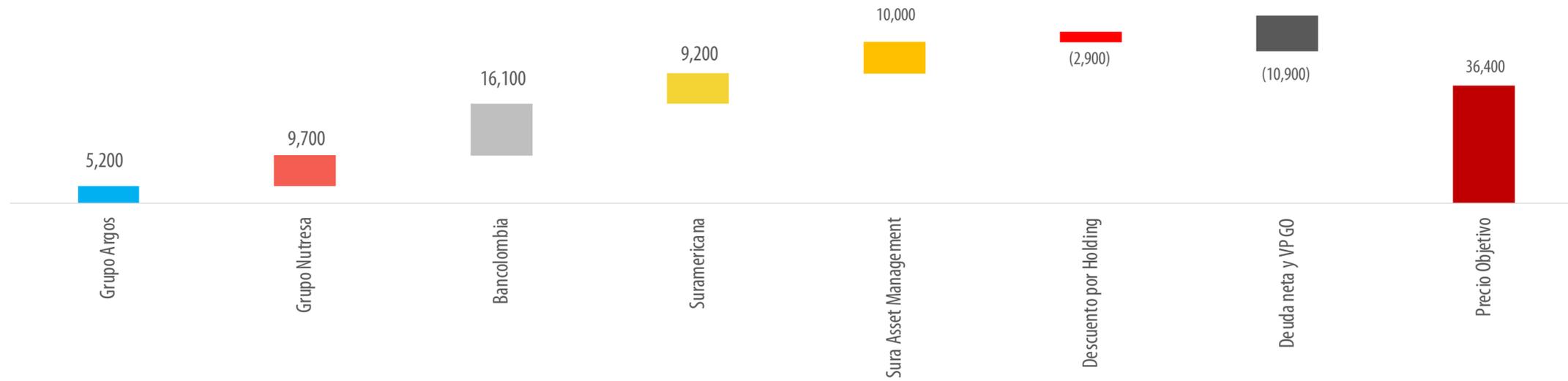


COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



Composición de valor (COP/Acción)



Cálculos: Davivienda Corredores.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🔒



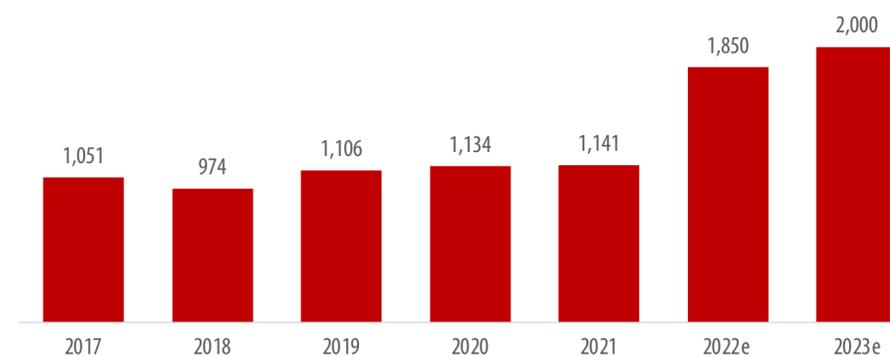
COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

Recuperación de los ingresos por inversiones. Si bien aún es incierto el rumbo que tomarán los mercados financieros, consideramos que para el caso de Suramericana, producto de que gran parte del portafolio está indexado a la inflación y a la tasa de intervención, y catalogado como inversiones al vencimiento, el buen desempeño se mantendrá a medida que los bancos centrales en el mundo continúen con su política monetaria contractiva; generando así mayores rentabilidades en los portafolios de Chile, Colombia y Brasil, principalmente.

Sumado a esto, esperamos que en 2023 el punto de inflexión en las tasas de interés ayude a limitar las pérdidas del negocio de pensiones, vía rendimiento del encaje, e incluso podría resultar en una rentabilidad positiva. Esto permitirá que la generación de utilidades de estas dos compañías beneficien sustancialmente las del Holding, especialmente gracias a Suramericana.

Ingreso por inversiones Suramericana
(COP mil mm)



Fuente: Grupo Sura





Suramericana recuperación operacional: Luego del entorno retador que resultó para el negocio de seguros en la época de la pandemia, trimestre a trimestre hemos observado cómo este vuelve a la normalidad, al punto que en el segundo trimestre de 2022 la positiva dinámica comercial es destacable en todos los segmentos.

De cara a 2023, esperamos que el segmento de generales siga sobresaliendo, con un crecimiento de primas del 5.4% anual frente a 2022, apalancado por las operaciones en Colombia y Chile. Adicionalmente, los segmentos de salud y vida crecerían un 14.0% y 9% anual, apalancados por el incremento de afiliados tanto en la EPS como en la ARL (Riesgos Laborales), dada la mejor dinámica del empleo en la región.

Vale la pena resaltar que esperamos que el ROE se sitúe en 10.3% en 2022 y 11% en 2023, los cuales si bien aún se encuentran por debajo de su costo del capital (12.45%), muestran un repunte en el desempeño financiero de la compañía aseguradora, que podría seguir mejorando a medida que se generen mayores eficiencias en los negocios de la subsidiaria.

Principales Cifras Suramericana

COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Primas emitidas netas	15,366	17,857	22,792	24,798	26,299
Siniestros retenidos	(9,805)	(12,392)	(15,881)	(17,302)	(18,341)
Resultado Técnico	1,816	1,614	1,843	2,102	2,291
Utilidad Neta	146	128	563	665	711
Siniestralidad	63.8%	69.4%	69.7%	69.8%	69.7%

Fuente: Grupo Sura | Cálculos Davivienda Corredores.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️

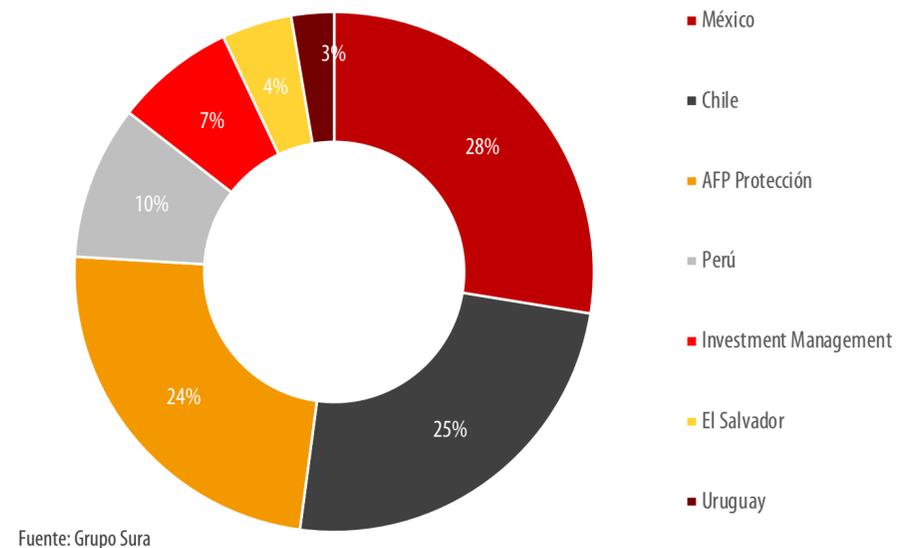


Reformas generan incertidumbre sobre Sura AM: En los últimos meses, en Colombia se ha planteado la posibilidad de una reforma pensional que permita, entre otras cosas, otorgar un bono pensional de COP 500,000 a cerca de 3 millones de adultos mayores. Para lograr esto, se ha considerado que la cotización a pensión sobre la base de 1 a 4 salarios mínimos vigentes se haga en Colpensiones (fondo público). Esto impactaría directamente a las AFPs, cuya remuneración depende de forma importante de los aportes, y dado que la mayoría de los afiliados gana menos de 4 salarios mínimos, se afectarían directamente las comisiones. Aunque esta propuesta no ha sido formalmente presentada para debate en el Congreso, consideramos que no se debe descartar una moderación respecto a lo hasta ahora mencionado; sin embargo, es uno de los aspectos más importantes a monitorear en 2023.

Vale la pena destacar que la incertidumbre no solo se da en Colombia. En el caso de Chile, aun cuando la reciente votación sobre la modificación de la constitución resultó en un amplio rechazo, se sigue trabajando en el proceso de reforma de la misma.

Por su parte, en Perú aún se habla de posibles retiros adicionales e incluso de una reforma del sistema nacional de pensiones, algo que había propuesto el presidente Pedro Castillo en campaña.

Participación en AUMs



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



Escenario de desaceleración de las economías de la región podría hacer más difícil la generación de valor: Los principales negocios de Grupo Sura tienen una alta dependencia de los ciclos macroeconómicos, por lo que un deterioro de las condiciones actuales podría tener impactos en la rentabilidad de los negocios pensional, seguros y bancario. Los bajos niveles de rentabilidad que exhibe el negocio de pensiones (SURA AM) siguen evidenciando el reto que tiene este para poder superar su costo de capital. Esto cobra aún más relevancia en el entorno macroeconómico actual, donde las elevadas tasas de interés pueden repercutir negativamente en el crecimiento económico y en mayores tasas de desempleo, lo que puede generar presiones sobre los ingresos por comisiones.

Por su parte, en el caso de las primas de seguros (Suramericana) y el crecimiento de la cartera (Bancolombia) si bien su desempeño es positivo hasta la fecha, no descartamos impactos dada la alta correlación que tienen con la dinámica de las economías.

Principales Cifras SURA AM

COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
AUMs (COP bn)	524	566	583	588	595
Ingresos por comisiones	2,360	2,658	2,830	3,162	3,055
Ingresos por encaje	254	157	-150	56	140
Utilidad Neta	452	688	323	630	687
ROAE	4.8%	6.8%	3.2%	5.9%	6.3%

Fuente: Grupo Sura | Cálculos Davivienda Corredores.

Estimaciones PIB

PIB	2022E	2023E
Chile	2.0%	0.5%
Perú	2.7%	2.7%
México	1.9%	1.9%
Uruguay	4.2%	2.7%
Colombia*	7.8%	2.2%
El salvador	3.0%	2.3%

Fuente: Latin Focus | * Estimaciones Grupo Bolívar.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️



Otras reformas. Sumado a algunas reformas anunciadas por el Gobierno, el Ministerio de Salud ha mencionado que entre octubre y noviembre buscarían publicar el borrador del proyecto de Reforma a la salud. En este contexto, estaremos atentos al documento preliminar de la misma, para poder así evaluar los posibles impactos en el negocio de salud de Suramericana, especialmente el de EPS, el cual representa el 32% de las primas emitidas y el 8% de las utilidades de la compañía.

Sin embargo, resaltamos que Suramericana se ha destacado frente a algunos de sus pares en temas de servicio, demostrado por el aumento de 752 mil usuarios respecto a 2021, de los cuales 288 mil usuarios fueron trasladados desde otras EPS, con lo que la compañía a la fecha alcanza los 5.1 millones de asegurados en el año.

Entorno de OPAs y solicitud de información. Tras los procesos de OPAs durante el último año, la administración de Grupo Sura ha atendido diversas solicitudes de información por parte de su accionista mayoritario en lo relacionado con los reportes financieros y de gestión. Este entorno mantiene la atención de los inversionistas centrada en la evolución de estos requerimientos.

Por su parte, estaremos atentos a los pronunciamientos por parte de la compañía y su revisor fiscal ("EY") acerca de los efectos contables que podrían surgir de los acuerdos con socios estratégicos de Grupo Sura.



COMPARTIR

-
-
-
-
-



VALORACIÓN

El método de valoración utilizado es suma de partes, según los siguientes parámetros:

Utilizamos el precio promedio de los últimos doce meses de Grupo Argos y Grupo Nutresa. Mientras que para el caso de Bancolombia utilizamos nuestro P.O. 2023E.

Incluimos en nuestra valoración de Sura AM (P/VL 0.65x) y Suramericana (P/VL 1.12x) para las cuales utilizamos la metodología de exceso de retorno.

Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible.

Calculamos el Valor Presente de los gastos administrativos.

Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

Incluimos un descuento del 7.4% basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión y la rentabilidad proyectada del patrimonio del holding.



COMPARTIR

-
-
-
-
-



SOTP	Participación	Precio Objetivo 2023	Valor Participación (COP mil mm)	Valor por Acción (COP)	Peso Portafolio
Estratégicas					
Suramericana	81.1%	1.12x	5,339	9,100	18.3%
Sura Asset Management	83.6%	0.65x	5,782	10,000	19.9%
Asociadas					
Grupo Argos	35.5%	11,472	3,001	5,200	10.3%
Grupo Nutresa	35.2%	22,525	5,611	9,700	19.3%
Bancolombia	45.7%	39,400	9,326	16,100	32.0%
Otras inversiones			43	100	0.1%
Total Negocios			29,102	50,200	
Deuda neta			-4,580	-7,900	
VP Gastos Administrativos			-1,728	-3,000	
Equity Value (SOTP)			22,794	39,300	
Descuento por holding			-1,681	-2,900	
Valor Justo			21,113	36,400	



COMPARTIR

-
-
-
-
-

